



BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre I
2010



BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre I
2010**

La Comisión Nacional del Mercado de Valores publica este Boletín trimestral con el objetivo de facilitar la difusión de estudios que contribuyan al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

Las opiniones expresadas en los artículos del Boletín reflejan exclusivamente el criterio de los autores y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Esta publicación, como la mayoría de las elaboradas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, está disponible en la página web www.cnmv.es.

Consejo Editorial del Boletín trimestral de la CNMV: Fernando Restoy (CNMV), Vicente Salas (Universidad de Zaragoza), Belén Villalonga (Harvard Business School) y Óscar Arce Hortigüela (CNMV).

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISSN (edición impresa): 1887-7044

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Depósito Legal: M-17779-2007

Imprime: Producciones MIC.

Índice

I	Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas	9
II	Informes y análisis	77
	Los fondos de inversión españoles: evolución reciente e impacto de la crisis financiera	79
	M ^a Isabel Cambón Murcia y M ^a Ángeles Martínez Blasco	
	La transparencia en los mercados de bonos de titulización: una aproximación teórica	105
	Ramiro Losada López	
	El programa de avales español para operaciones de financiación de entidades de crédito	121
	María González Fernández, Cecilia González Rodríguez y Carmen Motellón García	
III	Novedades regulatorias	133
	Impacto en las ESI de las circulares de Contabilidad 7/2008 y de Solvencia 12/2008 de la CNMV	135
	Maribel Herrero Rozada	
	La Circular 6/2009, sobre control interno de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y sociedades de inversión	159
	Marta Isabel Garcés Hernández	
IV	Anexo legislativo	175
V	Anexo estadístico	185

Abreviaturas

AAPP	Administraciones públicas
ABS	Asset Backed Securities
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
ANCV	Agencia Nacional de Codificación de Valores
ASCRI	Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo
AV	Agencia de valores
BCE	Banco Central Europeo
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BTA	Bonos de titulización de activos
BTH	Bonos de titulización hipotecaria
CADE	Central de Anotaciones de Deuda del Estado
CCAA	Comunidades autónomas
CDS	Credit Default Swaps
CE	Comisión Europea
CEBS	Comité de Supervisores Bancarios Europeos / Committee of European Banking Supervisors
CEIOPS	Comité Europeo de Supervisores de Seguros y de Pensiones de Jubilación / Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors
CESFI	Comité de Estabilidad Financiera
CESR	Comité Europeo de Reguladores de Valores / Committee of European Securities Regulators
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSD	Depositorio central de valores / Central Securities Depository
EAFI	Empresa de asesoramiento financiero
ECA	Entidad de crédito y ahorro
ECR	Entidad de capital-riesgo
ETF	Fondo de inversión cotizado / Exchange Traded Fund
ESI	Empresa de servicios de inversión
FI	Fondo de inversión de carácter financiero
FII	Fondo de inversión inmobiliaria
FIICIL	Fondo de instituciones de inversión colectiva de inversión libre
FIL	Fondo de inversión libre
FIM	Fondo de inversión mobiliaria
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
IAASB	International Auditing and Assurance Standards Board
IASB	International Accounting Standards Board
IIC	Instituciones de inversión colectiva
IICIL	Instituciones de inversión colectiva de inversión libre
IIMV	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores / International Organization of Securities Commissions
ISIN	Código internacional de valores / International Securities Identification Number
LATIBEX	Mercado de Valores Latinoamericanos
LMV	Ley del mercado de valores
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MEFF	Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros
MiFID	Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros / Markets in Financial Instruments Directive
MFAO	Mercado de Futuros del Aceite de Oliva

MTS	Market for Treasury Securities
MOU	Acuerdo de colaboración/ Memorandum of Understanding
NIC	Normas internacionales de contabilidad
NIIF	Normas internacionales de información financiera
NPGC	Nuevo Plan General de Contabilidad
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
UCITS	Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios / Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	Over the Counter
PER	Price Earnings Ratio
RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios / Return on Equity
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores
SCR	Sociedades de capital-riesgo
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SEPBLAC	Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias
SGC	Sociedad gestora de cartera
SGIIC	Sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva
SGFT	Sociedad gestora de fondos de titulización
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedad de inversión de capital variable
SII	Sociedad de inversión inmobiliaria
SIL	Sociedad de inversión libre
SON	Sistema organizado de negociación
SV	Sociedad de valores
TER	Gastos operativos de un fondo / Total Expense Ratio
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria (zona euro)
UVM	Unidad de Vigilancia de Mercados de la CNMV

I Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas

Índice

1	Resumen ejecutivo	13
2	Entorno macro-financiero	16
2.1	La evolución económica y financiera internacional	16
2.2	La evolución económica y financiera nacional	24
2.3	Perspectivas	33
3	La evolución de los mercados nacionales	34
3.1	Los mercados bursátiles	34
3.2	Los mercados de renta fija	43
4	Los agentes de los mercados	53
4.1	Vehículos de inversión	53
4.2	Empresas de servicios de inversión	60
4.3	Sociedades gestoras de IIC	64
4.4	Otros intermediarios: capital riesgo	66
5	Mercados de titulización: propuestas recientes para su reactivación	67
5.1	Introducción	67
5.2	Compatibilidad de incentivos en las cadenas de titulización	69
5.3	El papel de las agencias de <i>rating</i>	70
5.4	Medidas para la transparencia, simplificación y estandarización de las titulizaciones	72
5.5	Propuestas para los mercados secundarios de activos de titulización	74
5.6	Reflexiones finales	76

Índice de recuadros

Recuadro 1:	“Prácticas de remuneración en el sector financiero: iniciativas recientes”	22
Recuadro 2:	“Propuesta de régimen de transparencia sobre posiciones cortas en la UE”	37
Recuadro 3:	“Cambios en el sistema español de compensación, liquidación y registro de valores”	42
Recuadro 4:	“Tendencias recientes en los mercados internacionales de renta fija”	48
Recuadro 5:	“Desarrollos recientes en la valoración del riesgo de crédito”	50

1 Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico y financiero internacional ha experimentado una cierta mejoría a lo largo de los últimos meses debido a las medidas expansivas de los Gobiernos y bancos centrales y a la paulatina recuperación del comercio internacional, lo que ha permitido a casi todas las economías avanzadas abandonar la recesión en el segundo semestre de 2009. Las presiones inflacionistas continúan siendo reducidas, lo que permite que los tipos de interés oficiales continúen en mínimos históricos en casi todas las áreas.
- Las previsiones de los principales organismos internacionales indican que el PIB mundial podría crecer cerca de un 4% en 2010, por el impulso de las economías emergentes y la consolidación de la recuperación de las desarrolladas, si bien todavía se atisban riesgos relevantes sobre este escenario, principalmente asociados a problemas de sostenibilidad de las finanzas públicas y posibles deterioros adicionales en el mercado de trabajo. El principal reto sigue estando asociado al diseño de la retirada de los planes de estímulo.
- En este marco, los mercados internacionales de renta variable han mostrado un comportamiento más errático durante el último semestre, en comparación con el anterior, como consecuencia de varios anuncios relativos a posibles modificaciones regulatorias en EE.UU. en materia financiera y del deterioro de las finanzas públicas de algunas economías europeas, principalmente la de Grecia. No obstante, la volatilidad se ha reducido notablemente en la primera quincena de marzo, lo que ha permitido ciertas ganancias en los índices norteamericanos y japoneses desde comienzos del año 2010¹, mientras que los índices europeos han mostrado pérdidas de diversa cuantía.
- Los mercados de deuda pública han mantenido durante el último semestre un comportamiento dispar, en función de las variaciones de las perspectivas económicas, su papel de activo refugio y el grado de deterioro de las finanzas públicas. Los mercados de renta fija privada mantienen una tendencia que apunta a una cierta normalización en sus condiciones de financiación y en el volumen de emisiones. Desde diciembre, el euro sigue depreciándose frente al dólar, como consecuencia de la mayor fortaleza relativa de la economía estadounidense y de las dudas sobre las finanzas públicas europeas.
- El PIB español continuó descendiendo en el cuarto trimestre de 2009 (-0,1%), aunque con menos intensidad que en trimestres anteriores. En el conjunto del año 2009, el PIB retrocedió un 3,6%. En este marco prosigue el deterioro del mercado de trabajo (la tasa de paro quedó en el 18,8% de la población activa en el cuarto trimestre de 2009) y de las finanzas públicas (el déficit público se incrementó desde el 4,1% del PIB en 2008 hasta el 11,2% en 2009). Las previsiones del

1 La fecha de cierre del informe es el 15 de marzo.

FMI y la OCDE pronostican un cierto descenso de la actividad para la economía española en 2010 y una ligera recuperación en 2011.

- Las entidades de depósito nacionales continúan operando en un entorno complejo en el que la debilidad de la actividad económica sigue incidiendo negativamente en la cuenta de resultados de las entidades, debido a la caída del negocio y el deterioro de los activos crediticios. El saldo vivo de crédito a empresas y familias continúa descendiendo (-0,9% en enero), aunque a un ritmo ligeramente menor que en la zona euro (-1,3%). La tasa de morosidad de las entidades se mantiene al alza (5,3% en enero), si bien su ritmo de avance se ha atenuado. La financiación de estas entidades en 2009 fue relativamente cómoda como consecuencia de las medidas de apoyo adoptadas por las autoridades nacionales y por el BCE. Persiste, no obstante, un grado elevado de heterogeneidad en relación a la fortaleza financiera de las distintas instituciones.
- El beneficio conjunto de las sociedades no financieras cotizadas creció un 14,7% en 2009, hasta los 24.334 millones de euros, como consecuencia del mejor comportamiento relativo de las sociedades constructoras e inmobiliarias, que dejaron atrás el fuerte volumen de pérdidas de 2008. Excepto en este sector, se observa que los resultados de las sociedades siguieron empeorando en 2009, especialmente en el sector industrial y energético, pero a un ritmo menor que en 2008. El endeudamiento de las sociedades cotizadas creció un 4,6% en 2009 y el apalancamiento mostró un ligero repunte en ese año, desde 1,6 hasta 1,7. La ratio de cobertura de la deuda aumentó en 2009, mientras que la carga financiera de las entidades se redujo.
- En 2010, los mercados nacionales de renta variable han mostrado descensos sustanciales (el Ibex 35 ha perdido un 8,2%), superiores a los observados en otras plazas europeas. Las caídas de los precios han sido generalizadas en todos los sectores, aunque más intensas en las entidades financieras y en las sociedades de telecomunicaciones. La contratación bursátil, muy irregular en 2009, ha dado signos de recuperación en los primeros meses de 2010. Las emisiones continúan la atonía ya mostrada desde 2008.
- Los tipos de interés a corto plazo domésticos continuaron en mínimos en el primer trimestre de 2010, en línea con la política del BCE, mientras que los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública crecieron en los dos primeros meses de 2010, para descender en marzo. La composición de las emisiones brutas de renta fija, cuyo volumen cayó un 19% en 2009, varió sustancialmente a favor de los bonos y obligaciones simples, las cédulas hipotecarias y las participaciones preferentes. Durante 2010 se siguen evidenciando las dificultades en algunos mercados, especialmente en los de titulización. En cambio, se ha producido un aumento de las emisiones de bonos sin aval del Estado. Al mismo tiempo, una parte creciente de la financiación de los emisores españoles se obtiene en mercados internacionales.
- El patrimonio de los fondos de inversión creció en la segunda mitad de 2009 desde los 167 mil millones de euros hasta los 170 mil millones, después de dos ejercicios consecutivos de descenso, debido a la notable caída del volumen de reembolsos efectuados por los partícipes y a la revalorización de su cartera. El número de partícipes descendió en 2009, mientras que el número de fondos se redujo como consecuencia de las fusiones entre ellos. La importancia de los activos de

liquidez reducida de los fondos se ha mantenido estable desde mediados de 2009, en torno al 8,6% de su patrimonio. En este marco, el patrimonio conjunto gestionado por las sociedades gestoras de IIC descendió ligeramente en 2009, mientras que sus resultados agregados cayeron por debajo de la mitad de los obtenidos en 2008, debido, fundamentalmente, a la reducción de las comisiones percibidas. Las perspectivas para la industria de fondos de inversión y sus gestoras son favorables en su conjunto, si bien existe un grado elevado de incertidumbre en torno a ellas como consecuencia de la volatilidad mostrada recientemente por los precios en los mercados financieros y del aumento de los reembolsos observado en los datos preliminares de los primeros meses de 2010.

- Las IIC inmobiliarias continúan operando en un entorno complejo derivado del ajuste del sector inmobiliario nacional y del incremento de las peticiones de reembolso, que ha dado lugar en algunos fondos a ventas anticipadas de activos, tasaciones adicionales de inmuebles y reducciones o suspensiones en los reembolsos. Es poco probable que la situación de las IIC inmobiliarias mejore sustancialmente hasta que no lo haga el sector inmobiliario español. Por su parte, la industria de inversión libre parece haber iniciado una modesta recuperación, particularmente en el ámbito de las IIC de IL.
- Las empresas de servicios de inversión (ESI) continúan notablemente afectadas por la crisis. Los beneficios agregados antes de impuestos de las sociedades y agencias de valores cayeron un 29% y un 54%, respectivamente, en 2009. Únicamente las sociedades gestoras de cartera mejoraron sus beneficios en 2009 (un 20%). El número de ESI en pérdidas disminuyó ligeramente desde 28 en 2008 hasta 26 en 2009. Las condiciones de solvencia del sector continúan siendo holgadas, a pesar de un cierto descenso del margen de solvencia que se puede atribuir a la nueva normativa contenida en la Circular 12/2008 sobre solvencia de ESI.
- Los problemas de fallidos en el segmento de hipotecas *subprime* en EE.UU. incrementaron sustancialmente la desconfianza de los inversores en las titulizaciones, hundiendo su demanda a nivel global. En este contexto, las posibilidades de recuperación de estos mercados vendrán determinadas por la capacidad de los reguladores y de la industria para sentar un nuevo marco de desarrollo que reduzca los conflictos de interés entre las partes intervinientes, refuerce la fiabilidad de las agencias de *rating* y dote a estos productos de un mayor grado de transparencia, simplicidad y estandarización. Tanto los reguladores como la propia industria se hallan en estos momentos inmersos en la búsqueda de medidas para revitalizar los mercados de titulización. El éxito de este esfuerzo dependerá del equilibrio entre nuevos elementos regulatorios y nuevas prácticas por parte de la industria.

2 Entorno macro-financiero

2.1 La evolución económica y financiera internacional

El entorno macroeconómico y financiero ha experimentado una cierta mejoría...

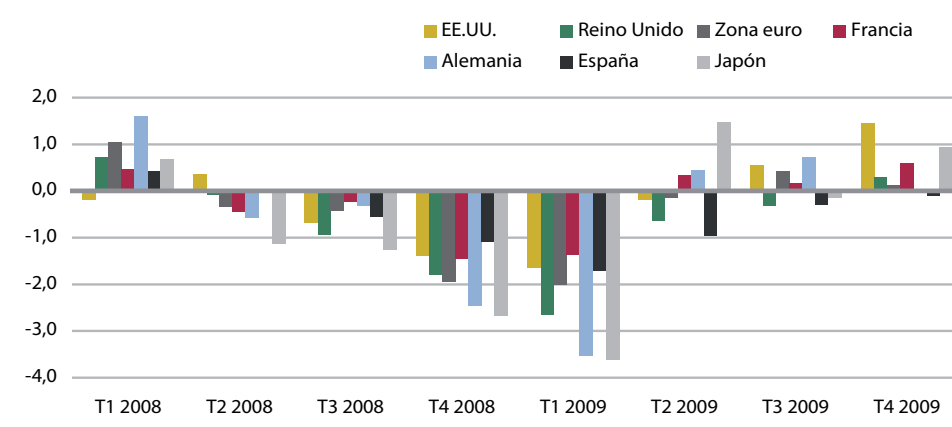
... debido a las medidas expansivas de los gobiernos y bancos centrales, que han permitido a casi todas las economías avanzadas abandonar la recesión.

Desde la última publicación de “Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas”, en el Boletín Trimestral de la CNMV correspondiente al tercer trimestre de 2009, el entorno macroeconómico internacional ha experimentado una cierta mejoría, apoyada, en parte, en la progresiva normalización de algunas piezas importantes del sistema financiero.

Las medidas expansivas adoptadas por los diferentes gobiernos y los bancos centrales, junto con la recuperación del comercio internacional, permitieron que buena parte de las economías avanzadas más importantes comenzaran a abandonar la recesión a partir de la segunda mitad de 2009. Como se observa en el gráfico 1, las primeras economías desarrolladas que mostraron tasas de crecimiento intertrimestral del PIB positivas fueron Francia, Alemania y Japón (segundo trimestre de 2009), a las que siguió EE.UU. (tercer trimestre) y Reino Unido (cuarto trimestre). Las economías emergentes, con menos exposición directa a las turbulencias financieras que desataron la crisis, han mostrado un comportamiento más dinámico que las desarrolladas, aunque existe una gran heterogeneidad entre zonas. Así, Asia, liderada por China, que creció un 8,7% en 2009, se ha mostrado como la zona emergente más dinámica, seguida por Latinoamérica (donde destaca Brasil, que desde el segundo trimestre de 2009 muestra crecimientos del PIB superiores al 1,0%). Las economías emergentes de Europa del Este presentan una tímida mejoría, aunque su evolución es más lenta.

PIB: variaciones trimestrales, %

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

El PIB mundial podría crecer cerca de un 4% en 2010 por el impulso de las economías emergentes y la consolidación de la recuperación de las desarrolladas.

En este contexto de incipiente mejoría en un gran número de economías tanto avanzadas como emergentes, las previsiones que se manejan por parte de los principales organismos internacionales (véase cuadro 1) indican que el PIB mundial podría crecer cerca del 4% en 2010 (desde el -0,8% de 2008 según el FMI), como consecuencia de la consolidación de la recuperación de las economías desarrolladas y de la aceleración de las emergentes (desde el 2,1% en 2009 hasta el 6,0% en 2010, según el FMI). Dentro de las economías desarrolladas², destacaría el crecimiento previsto para la economía estadounidense, del entorno del 2,5%, mientras que en Europa las tasas

² Previsiones efectuadas por el FMI y la OCDE.

para las economías más importantes serían más modestas, oscilando entre el 1,0% de Italia y el 1,5% de Alemania (con la excepción de España, cuyo crecimiento podría descender entre un 0,3% y un 0,6%). En todo caso, las previsiones continúan sujetas a un grado de incertidumbre elevado puesto que la recuperación de la actividad se ha producido fundamentalmente como consecuencia de factores de naturaleza temporal, como los programas de estímulo fiscal y monetario o el ciclo de acumulación de existencias.

Producto Interior Bruto (% var. anual)

CUADRO 1

	2006	2007	2008	2009	FMI(*)		OCDE(*)	
					2010P	2011P	2010P	2011P
Mundial	5,0	5,2	3,0	-0,8	3,9 (+0,8)	4,3 (+0,1)	-	-
EE.UU.	2,8	2,1	0,4	-2,5	2,7 (+1,2)	2,4 (-0,4)	2,5 (+1,6)	2,8
Zona euro	3,0	2,7	0,6	-3,9	1,0 (+0,7)	1,6 (+0,3)	0,9 (+0,9)	1,7
Alemania	3,2	2,5	1,2	-4,8	1,5 (+1,2)	1,9 (+0,4)	1,4 (+1,2)	1,9
Francia	2,4	2,3	0,3	-2,3	1,4 (+0,5)	1,7 (-0,1)	1,4 (+1,2)	1,7
Italia	2,1	1,6	-1,0	-4,8	1,0 (+0,8)	1,3 (+0,6)	1,1 (+0,7)	1,5
España	3,9	3,6	0,9	-3,6	-0,6 (+0,1)	0,9 (+0,0)	-0,3 (+0,6)	0,9
Reino Unido	2,8	2,6	0,5	-4,8	1,3 (+0,4)	2,7 (+0,2)	1,2 (+1,2)	2,2
Japón	2	2,3	-1,2	-5,3	1,7 (+0,0)	2,2 (-0,2)	1,8 (+1,1)	2,0
Emergentes	7,8	8,3	6,1	2,1	6,0 (+0,9)	6,3 (+0,2)	-	-

Fuente: FMI y OCDE.

(*) Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en enero de 2010 respecto a octubre de 2009. OCDE, las previsiones de 2009 son de noviembre respecto a junio.

La evolución de los precios en las diferentes economías revela que las presiones inflacionistas continúan siendo reducidas, aunque existe una cierta heterogeneidad entre zonas. En términos generales, las tasas de inflación de las principales economías alcanzaron mínimos en los meses centrales de 2009, desde los que crecieron durante la segunda mitad del año, si bien con intensidades diferentes. Aunque en EE.UU. y en el Reino Unido los repuntes en los precios han sido comparativamente mayores, especialmente en los últimos meses, lo cierto es que todavía existen factores importantes que sustentan el mantenimiento de los tipos de interés oficiales en niveles históricamente reducidos en la mayoría de las regiones. Así, las tasas de inflación subyacentes permanecen en niveles muy reducidos, en línea con un nivel bajo de utilización de la capacidad productiva y unas tasas de desempleo elevadas. Por su parte, las perspectivas de inflación están ancladas en el medio plazo en torno a valores muy moderados. Todo ello ha permitido que los tipos de interés oficiales permanezcan durante el primer trimestre de 2010 en niveles históricamente bajos: entre el 0%-0,25% en EE.UU.³, el 0,1% en Japón⁴, el 0,5% en el Reino Unido y el 1% en la zona euro, si bien en algunas economías desarrolladas, como la australiana o la noruega, los bancos centrales respectivos han incrementado sus tipos de interés oficiales al menos en una ocasión desde finales de 2009 como consecuencia de los indicios de recuperación económica y un aumento de la inflación por encima de lo previsto.

Algunas de las medidas de apoyo a los mercados e instituciones financieras adoptadas por los gobiernos y los bancos centrales se han comenzado a desactivar durante los últimos meses de forma ordenada y selectiva, como respuesta natural a la aparente normalización en el funcionamiento de los mercados, aunque con ritmos cla-

Las presiones inflacionistas continúan siendo reducidas, en términos generales, lo que permite que los tipos de interés oficiales continúen en mínimos históricos en casi todas las áreas.

Algunas de las medidas extraordinarias de apoyo a los mercados e instituciones financieras han finalizado o han comenzado a desactivarse.

3 Desde el 16 de diciembre de 2008.

4 Desde el 19 de diciembre de 2008.

ramente divergentes entre distintos tipos de medidas. Así, las medidas de provisión de liquidez a las entidades financieras, las recapitalizaciones de las entidades con dificultades y las garantías a las emisiones de deuda estarían viendo reducida considerablemente su intensidad, en algunos casos como consecuencia de la expiración de las propias medidas adoptadas, pero también en numerosos casos debido al escaso (o incluso nulo) uso de las mismas por parte de las entidades. Así, el BCE, ante la mejora de los mercados de financiación, anunció en diciembre de 2009 los primeros pasos para la retirada gradual de algunas medidas extraordinarias. En particular, la operación de financiación a un año que se produjo en diciembre de 2009 fue la última de estas características, al tiempo que se anunció que las subastas a seis meses acabarán después de marzo de 2010. Mientras, el suministro de liquidez a través del procedimiento de adjudicación plena y tipo fijo se prolongará al menos hasta el primer trimestre de 2010 y el programa de adquisición de bonos garantizados (*covered bonds*) finalizará a mediados de 2010. Por su parte, ante la debilidad de la demanda inversora de titulizaciones, las entidades de crédito siguen utilizando estos activos como garantía para acceder a la liquidez del BCE.

La debilidad de la actividad y las diferentes medidas de impulso fiscal y de apoyo al sistema financiero han elevado sustancialmente los niveles de déficit y deuda públicos de las economías desarrolladas.

La caída de la actividad y las diferentes medidas de impulso fiscal y de apoyo al sistema financiero adoptadas por los gobiernos han elevado notablemente los niveles de déficit y deuda públicos tanto en las economías desarrolladas como, en menor medida, en las emergentes. Para el conjunto de países de la OCDE, se estima que el déficit público alcanzará el 8,25% del PIB en 2010, continuando cerca del 8% en 2011 en áreas como EE.UU., Japón, Reino Unido, Francia o España. Por su parte, las previsiones de deuda pública para el conjunto de la OCDE indican que ésta superará el 100% del PIB en 2011, lo que supone 30 p.p. más que en 2007, antes del inicio de la crisis. En este contexto, existe una preocupación ampliamente compartida acerca de los problemas para la sostenibilidad de las cuentas públicas que supondría la prolongación en el tiempo de los estímulos fiscales extraordinarios. Sin embargo, todavía persiste un elevado consenso acerca del mantenimiento de estas medidas hasta que la recuperación de la actividad sea lo suficientemente sólida.

Los mercados internacionales de renta variable han mostrado un comportamiento algo más inestable durante los últimos meses...

Tras las fuertes alzas de los trimestres centrales de 2009, el comportamiento de los mercados internacionales de renta variable ha sido algo más irregular en los últimos meses. En concreto, el cuarto trimestre de 2009 se caracterizó por una cierta indefinición de los movimientos de los precios en estos mercados, previsiblemente, a la espera de la publicación de indicadores que avalaran la recuperación de la actividad a escala internacional, que en conjunto tuvieron un carácter mixto. Así, las variaciones de precio en los principales índices de referencia europeos oscilaron entre el -0,1% de la bolsa italiana y el 5,0% del Dax alemán, y fueron algo superiores en los índices japoneses y estadounidenses, pero todas ellas estuvieron por debajo del 8% (véase cuadro 2).

	2006	2007	2008	2009	III-09	IV-09	I 10 (hasta 15 de marzo)				
							% s/trim. ant.	% s/dic	% inter- anual ²	% min ³	
Mundo											
MSCI World	18,0	7,1	-42,1	27,0	16,9	3,7	1,2	1,2	56,3	71,6	
Zona euro											
Euro Stoxx 50	15,1	6,8	-44,4	21,1	19,6	3,2	-3,2	-3,2	45,7	58,6	
Euronext 100	18,8	3,4	-45,2	25,5	21,6	3,7	-0,3	-0,3	47,2	56,8	
Dax 30	22,0	22,3	-40,4	23,8	18,0	5,0	-0,9	-0,9	49,3	59,9	
Cac 40	17,5	1,3	-42,7	22,3	20,9	3,7	-1,2	-1,2	43,8	54,4	
Mib 30	19,0	-8,0	-48,7	20,7	19,6	-0,7	-2,2	-2,2	53,6	69,4	
Ibex 35	31,8	7,3	-39,4	29,8	20,1	1,6	-8,2	-8,2	47,5	60,7	
Reino Unido											
FT 100	10,7	3,8	-31,3	22,1	20,8	5,4	3,3	3,3	49,0	57,9	
Estados Unidos											
Dow Jones	16,3	6,4	-33,8	18,8	15,0	7,4	2,1	2,1	47,3	62,5	
S&P 500	13,6	3,5	-38,5	23,5	15,0	5,5	3,2	3,2	52,1	70,1	
Nasdaq-Cpte	9,5	9,8	-40,5	43,9	15,7	6,9	4,1	4,1	65,0	86,2	
Japón											
Nikkei 225	6,9	-11,1	-42,1	19,0	1,8	4,1	1,9	1,9	42,0	51,7	
Topix	10,2	43,5	1,9	-12,2	-41,8	5,6	3,5	3,5	29,6	32,1	

Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

2 Variación interanual de la rentabilidad alcanzada en la fecha de referencia.

3 Variación sobre los mínimos del año 2009. Para determinar una fecha común se toma la fecha del mínimo del índice MSCI World (9 de marzo).

A lo largo de enero y febrero de 2010, varios factores incrementaron la aversión al riesgo de los inversores, dando lugar a episodios de inestabilidad en los mercados de renta variable, con descensos de los precios y repuntes de la volatilidad. Entre estos factores destacaron la incertidumbre producida a raíz de varios anuncios sobre posibles modificaciones de la política financiera y regulatoria en EE.UU. y la constatación del grave deterioro de las finanzas públicas en Grecia, que provocó un cierto efecto contagio sobre otras economías europeas. En la primera quincena de marzo, el descenso de la tensión asociada al caso griego, tras el anuncio de un plan de consolidación fiscal por parte del gobierno griego y la publicación de diversos datos macroeconómicos y resultados empresariales favorables, permitieron un nuevo ascenso de las cotizaciones. En el conjunto del primer trimestre de 2010⁵ se observaron ganancias en las bolsas norteamericanas (que oscilaron entre el 2,1% del Dow Jones y el 4,1% del Nasdaq) y japonesas (que oscilaron entre el 1,9% del Nikkei 225 y el 3,5% del Topix) y pérdidas en las europeas (que oscilaron entre el -0,3% del Euronext 100 y el -8,2% del Ibex 35).

... como consecuencia del incremento de la incertidumbre ante el deterioro de las finanzas públicas de algunas economías europeas y las posibles modificaciones regulatorias en EE.UU. en materia financiera. En las últimas semanas, la confianza de los agentes ha mejorado, permitiendo alzas en las cotizaciones.

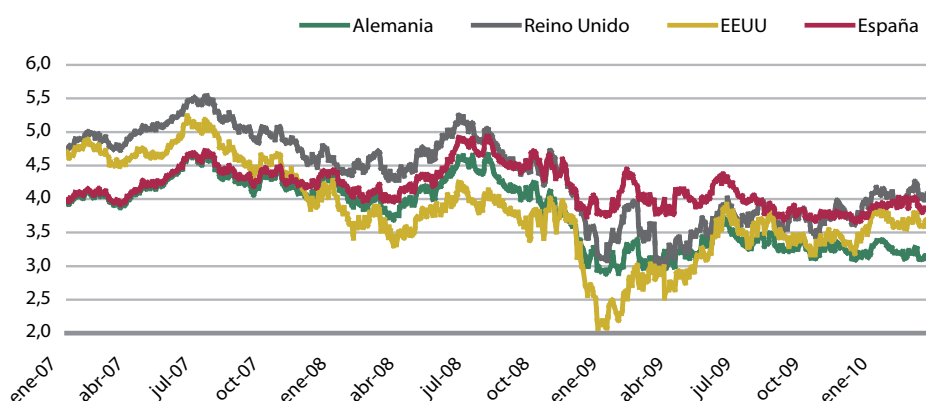
5 Datos hasta el 15 de marzo.

Los mercados de deuda pública muestran un comportamiento dispar en función de las variaciones de las perspectivas económicas, su papel de activo refugio y el deterioro de las finanzas públicas.

Por su parte, los mercados de renta fija pública y privada están mostrando un comportamiento dispar a lo largo de los últimos meses, como consecuencia de varios factores que se exponen a continuación. En el ámbito de la deuda pública, las rentabilidades de los bonos a largo plazo de las economías desarrolladas mostraron, en términos generales, una tendencia alcista a lo largo del último trimestre de 2009, en línea con la mejoría de las perspectivas macroeconómicas. Desde comienzos de año, se observa una tendencia a la baja en dichas rentabilidades en EE.UU. y en Alemania, muy posiblemente asociada a un nuevo proceso de “huida hacia la calidad” propiciado por los elementos de incertidumbre ya comentados, que se han traducido en compras elevadas de los bonos públicos con mayor percepción de solvencia y liquidez. En otras economías europeas, el incremento de las dudas sobre la sostenibilidad fiscal de sus economías ha dado lugar a repuntes en las rentabilidades de los bonos de referencia (véase gráfico 2).

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años (%)

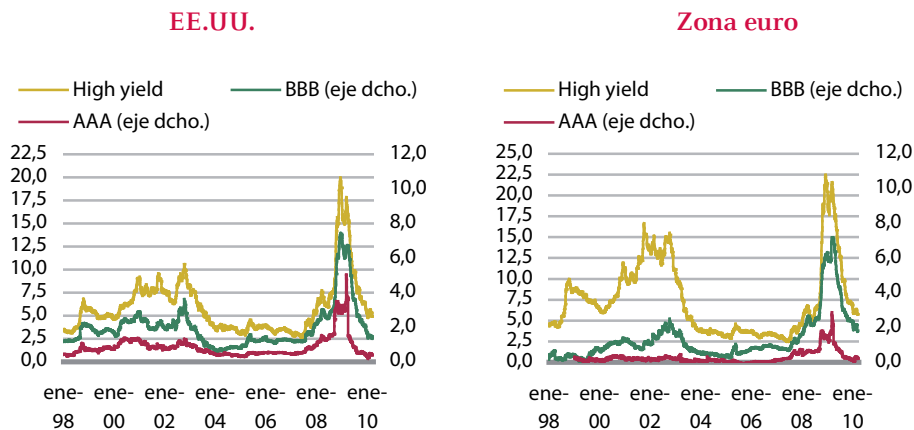
GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta 15 de marzo.

Los mercados de renta fija privada mantienen una tendencia de normalización en sus condiciones de financiación.

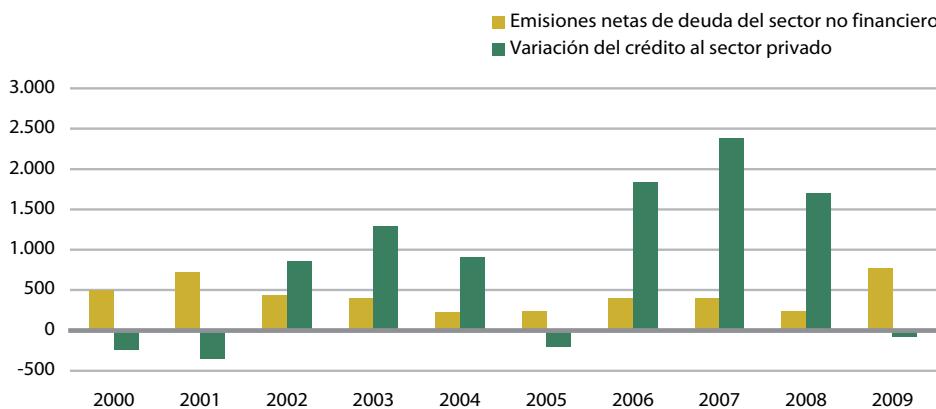
En el ámbito de la deuda privada, tanto los indicadores de precio como los de volumen confirman que continúa la normalización de estos mercados. Respecto a los precios, el descenso de las primas de riesgo de las sociedades emisoras en EE.UU. y Europa a lo largo de 2009 ha sido considerable. De hecho, los niveles actuales de las primas de riesgo son, en muchos casos, similares a los observados en tiempos de mayor estabilidad macroeconómica y financiera (véase gráfico 3), incluso a pesar de un cierto repunte en los mismos en las últimas semanas. Por lo que respecta a los volúmenes, el importe de las emisiones netas de renta fija en los mercados internacionales aumentó hasta los 6,3 billones de dólares en 2009, lo que supone un aumento de 3,3 billones de dólares respecto a la cifra de 2008 y de 1,6 billones respecto a la cifra de 2007. Este aumento supone una clara ruptura respecto al patrón observado en los dos ejercicios precedentes, cuando las emisiones de renta fija descendieron un 8% en 2007 y un 35% en 2008 (véase recuadro 4 para mayor detalle). Así, la reducción del coste de las emisiones, junto con el endurecimiento de las condiciones de acceso a la financiación bancaria, estaría propiciando una variación en la composición de la financiación de estas entidades a favor de la deuda y en detrimento del crédito bancario (véase gráfico 4).



Fuente: Thomson Datastream (índices Merrill Lynch, IBOXX). Datos hasta 15 de marzo.

1 Expresado como la diferencia entre la TIR del conjunto de bonos que pertenece a un índice de determinado vencimiento y calidad crediticia y la de los bonos de deuda pública a diez años (en caso de la zona euro se utiliza un bono sintético).

Financiación del sector privado no financiero (miles de millones de dólares)

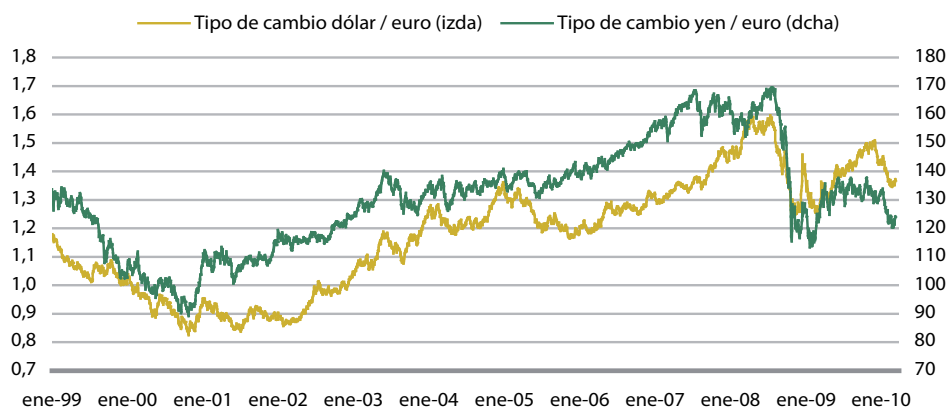


Fuente: Dealogic y Thomson Datastream. Para obtener la serie de crédito se han agregado las series de crédito a sociedades no financieras en la zona euro y el Reino Unido y de crédito al sector residente en EE.UU. y Japón.

En los mercados de cambios, tras un prolongado periodo de fuerte depreciación del dólar respecto al euro, en el que se pasó desde valores cercanos a 1,25 dólares por euro en marzo de 2009 hasta valores superiores a 1,50 dólares por euro en diciembre, la tendencia se ha invertido en las últimas semanas como consecuencia de la relativa fortaleza de la economía estadounidense respecto a la europea y de las dudas que se han generado sobre las finanzas públicas en algunos países de la zona euro. Como consecuencia de todo ello, el euro se ha depreciado respecto al dólar hasta valores cercanos a 1,37 dólares por euro⁶ y respecto al yen (desde valores cercanos a 133 yenes por euro a finales de 2009 hasta los 124 yenes por euro de mediados de marzo de 2010).

El euro viene depreciándose frente al dólar desde diciembre, debido a la mayor fortaleza relativa de la economía estadounidense y a las dudas sobre las finanzas públicas europeas.

6 Los mínimos se observaron a finales de febrero cuando el tipo de cambio llegó a 1,35 dólares por euro.



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta 15 de marzo.

Recuadro 1: Prácticas de remuneración en el sector financiero: iniciativas recientes

De acuerdo con la petición del G20, el Financial Stability Forum (FSF) publicó en abril de 2009 una lista de principios sobre prácticas de compensación (*Principles for Sound Compensation Practices*), dirigida a instituciones financieras relevantes en términos de riesgo sistémico, pero también aplicable a empresas grandes con elevado potencial sistémico. El objetivo básico era promover una gestión prudente del riesgo de las entidades financieras, orientada hacia el crecimiento y la estabilidad a largo plazo, en contraste con la visión cortoplacista alimentada por las prácticas de remuneración vigentes antes de la crisis.

Los principios del FSF se articulan en torno a tres ejes principales. El primero es la eficacia del gobierno corporativo en el control de los sistemas de compensación, recomendándose que su diseño y funcionamiento sean supervisados por el Consejo de Administración. El segundo se refiere al necesario alineamiento de estos sistemas respecto a los objetivos de una gestión prudente del riesgo. En particular, se recomienda que la política de remuneraciones tenga en cuenta todos los tipos de riesgo que el empleado toma en nombre de la empresa y que la remuneración variable sea sensible al horizonte temporal de los mismos. El tercer eje tiene que ver con la transparencia de las prácticas de compensación y el papel del supervisor. La primera es imprescindible para que todas las partes interesadas en la entidad puedan evaluar la calidad de la estrategia frente al riesgo asumida por ésta. Por su parte, el supervisor debería revisar las prácticas de compensación en el contexto de su evaluación del riesgo asumido por la entidad.

En septiembre de 2009, el Financial Stability Board (FSB), sucesor del FSF, publicó una relación de estándares de implantación de sus principios sobre prácticas de compensación, en la que se incluyen directrices específicas sobre reformas del gobierno corporativo, estándares globales de estructuras salariales, transparencia y papel de los supervisores. Asimismo, el FSB requirió a los tres grandes foros internacionales de supervisores del sector financiero que emprendiesen todas las medidas necesarias para apoyar la implantación de sus estándares. Esta solicitud se ha traducido en diversas iniciativas.

En el ámbito bancario, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) ha establecido una red de supervisores (*Network of Senior Supervisors*) para intercambiar experiencias en esta materia y ha elaborado una metodología de evaluación para que sirva de guía a los supervisores en la revisión de las prácticas de compensación de las entidades financieras. Por su parte, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) está desarrollando actualmente estándares de supervisión en la materia basados en los principios del FSB. Finalmente, en el ámbito de los valores, IOSCO se ha centrado en los aspectos relacionados con la transparencia de las prácticas de compensación en las empresas cotizadas, analizando en qué medida pueden incorporarse los principios del FSB a su propio catálogo de principios en la materia (*Principles for Periodic Disclosure for Listed Entities*).

El FSB ha puesto recientemente en marcha un proceso de revisión entre miembros (*peer review*) para analizar la implantación de sus principios y estándares, que se centrará en las acciones planeadas o llevadas ya a cabo por las distintas jurisdicciones, así como en las medidas tomadas por parte de instituciones financieras relevantes en términos de riesgo sistémico. Se espera que la revisión esté terminada a finales de marzo de 2010.

En cuanto a las iniciativas adoptadas a escala nacional o regional, en Estados Unidos se presentó en el Senado, a principios de 2010, una nueva propuesta normativa (*Restoring American Financial Stability*) en la que se contemplan importantes medidas para disciplinar la remuneración de los ejecutivos. Entre estas medidas cabe destacar, especialmente, tres: (i) el derecho de los accionistas a votar de forma no vinculante sobre la remuneración de los ejecutivos (*say on pay*), (ii) la independencia de la comisión de remuneración y (iii) la exigencia a las empresas cotizadas de que establezcan políticas para que los ejecutivos devuelvan su remuneración cuando los estados financieros no cumplan los estándares contables.

En la Unión Europea, el Informe Larosière, publicado en febrero de 2009, ya hacía referencia a las políticas de compensación, recomendando que las bonificaciones (*bonuses*) en el sector financiero se calcularan en un marco plurianual y reflejasen los resultados actuales, sin estar garantizados de antemano. En abril de 2009, la Comisión Europea adoptó dos catálogos de recomendaciones sobre políticas de compensación. El primero, que iba dirigido a las instituciones financieras y recogía, en esencia, los principios aprobados por el FSF, fue seguido de una propuesta legislativa para su incorporación a la nueva directiva sobre requisitos de capital, actualmente en tramitación. El segundo proporcionaba directrices sobre la estructura y la determinación de la remuneración de los administradores de las compañías cotizadas, con cuatro recomendaciones destacadas: (i) limitación de las indemnizaciones en caso de despido (*golden parachutes*), (ii) equilibrio entre los componentes fijos y variables de la remuneración, vinculando los segundos, de forma contrastable, a objetivos de gestión, (iii) enfoque de sostenibilidad en el diseño de los incentivos y (iv) devolución del componente variable en caso de información engañosa.

En España, la CNMV puso a consulta pública, en diciembre de 2009, una propuesta de actualización del Código Unificado de Buen Gobierno Corporativo, con objeto de adoptar las recomendaciones de la Comisión Europea de 30 de abril de 2009 en materia de remuneraciones de los administradores de sociedades cotizadas. En este sentido, se prevé que la actualización del Código Unificado de Buen Gobierno se apruebe en el tercer trimestre de 2010 y sea efectiva en los informes de gobierno corporativo de las empresas cotizadas correspondientes al ejercicio 2010.

Por otra parte, la futura Ley de Economía Sostenible (LES), cuyo Proyecto fue aprobado por el Consejo de Ministros el 19 de marzo de 2010, elevará a rango de ley, siguiendo recomendaciones de la CNMV, determinadas disposiciones sobre políticas de compensación con el fin de que sean de obligado cumplimiento para las sociedades cotizadas. Así, la LES, de acuerdo al proyecto aprobado, incrementará la transparencia sobre la remuneración de consejeros y primeros ejecutivos y, en general, de las políticas de retribuciones en las empresas cotizadas. En particular, la nueva ley exigirá que se difunda y se someta a votación en la junta general de accionistas, con carácter consultivo, un informe anual sobre la aplicación de la política de remuneraciones, en el que se incluirá un desglose individual de las asignadas a consejeros y primeros ejecutivos.

Asimismo, la LES requerirá que las entidades de crédito incrementen la transparencia sobre prácticas de remuneración respecto a los empleados cuyas actividades profesionales puedan tener impacto en sus perfiles de riesgo. En este ámbito, el Banco de España ya había requerido a las entidades de crédito que adoptaran los principios del FSF antes del 31 de diciembre de 2009.

Por último, cabe destacar que algunos países han considerado la implantación, por lo menos de forma transitoria, de una carga fiscal sobre primas de importe elevado, distribuidas en un contexto de fuertes ayudas públicas a las entidades financieras. En particular, el Reino Unido adoptó en diciembre una medida de este tipo que se mantendrá hasta el mes de abril. Francia se ha mostrado receptiva a una medida de esta índole, mientras que España y Alemania la han rechazado.

2.2 La evolución económica y financiera nacional

El PIB español continuó descendiendo en el cuarto trimestre de 2009 (-0,1%), aunque con menos intensidad que en trimestres anteriores. En el conjunto del año 2009, el PIB retrocedió un 3,6%...

Los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral correspondientes al cuarto trimestre de 2009 revelaron que el PIB español descendió un 0,1% en términos trimestrales (frente a un descenso del 0,3% en el tercer trimestre) y un 3,1% en términos anuales (descenso del -4,0% en el tercer trimestre), dejando así la caída del PIB en el conjunto de 2009 en el 3,6%. Con este dato, el PIB acumula siete trimestres consecutivos de descensos, si bien se observa que desde el segundo trimestre de 2009 el ritmo de descenso del PIB es cada vez menos pronunciado. Además, un análisis detallado de la composición del crecimiento revela que éste fue equilibrándose a lo largo del año, puesto que la aportación negativa de la demanda nacional al crecimiento agregado se redujo desde -6,6 puntos en el tercer trimestre del año hasta -5,3 puntos en el cuarto trimestre, mientras que la demanda externa atenuó cuatro décimas su contribución al PIB trimestral (de 2,6 a 2,2 puntos en el mismo intervalo).

...con una composición entre demanda nacional y demanda exterior que tiende a ser más equilibrada.

Desde el punto de vista de la demanda, cabe destacar la recuperación del consumo de los hogares en el cuarto trimestre de 2009, cuya variación trimestral fue positiva por primera vez en dos años (0,3%), la caída trimestral del consumo público (-1,7%) y el menor descenso trimestral de la formación bruta de capital (del -2,4% en el tercer trimestre al -1,0% en el cuarto trimestre), que tuvo su origen en la aceleración del crecimiento de la inversión en bienes de equipo (del 1,8% al 3,1%) y en la reducción de la caída de la inversión en construcción (del -2,6% al -2,2%). Las exportaciones intensificaron su crecimiento trimestral desde el 2,1% en el tercer trimestre hasta el 3,0% en el cuarto trimestre y las importaciones desde el 1,7% hasta el 2,1% en sendos trimestres. En el conjunto del año, el consumo de los hogares cayó un 5%, la formación bruta de capital fijo un 15,3% (-23,1% en bienes de equipo y -11,2% en

construcción), las exportaciones de bienes y servicios descendieron un 11,5% y las importaciones un 17,9%. Únicamente creció el consumo público, un 3,8%.

España: principales variables macroeconómicas (% var. anual)

CUADRO 3

	2006	2007	2008	2009	Comisión Europea*	
					2010P	2011P
PIB	4,0	3,6	0,9	-3,6	-0,6 (+0,2)	1,0
Consumo privado	3,8	3,7	-0,6	-5,0	-0,5 (+0,6)	0,9
Consumo público	4,6	5,5	5,5	3,8	1,7 (-3,0)	2,2
Formación bruta de capital fijo, de la que:	7,2	4,6	-4,4	-15,3	-8,4 (-0,4)	-1,3
Bienes de equipo	9,9	9,0	-1,8	-23,1	-6,0 (+3,6)	2,2
Exportaciones	6,7	6,6	-1,0	-11,5	1,3 (+1,2)	3,3
Importaciones	10,2	8,0	-4,9	-17,9	-2,7 (-0,3)	2,2
Sector exterior (contribución al crecimiento, pp)	-1,4	-0,9	1,4	2,8	1,0 (+0,3)	0,3
Empleo	3,2	2,9	-0,6	-6,7	-2,3 (+0,4)	-0,4
Tasa de paro¹	8,5	8,3	11,4	18,1	20,0 (-0,5)	20,5
IPC armonizado	3,6	2,8	4,1	-0,3	1,1 (+0,3)	2,0
Saldo cuenta corriente (% PIB)	-9,0	-10,0	-9,6	-5,1	-4,6 (+1,7)	-4,2
Saldo AAPP (% PIB)	2,0	2,2	-4,1	-11,4	-10,1 (-0,3)	-9,3

Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda, INE y Comisión Europea.

1 Definición de Eurostat.

* Previsiones publicadas en otoño de 2009 (respecto a primavera de 2009), salvo las de PIB e inflación para 2010, publicadas en febrero de 2010 (respecto a otoño de 2009).

Desde el punto de vista de la oferta, cabe señalar el crecimiento trimestral del producto de las ramas industriales (que pasó del -1,7% en el tercer trimestre al 0,5% en el cuarto trimestre) y la relativa estabilidad del valor añadido de los servicios (que pasó del 0,1% al 0,0% en los mismos trimestres). El descenso trimestral del valor añadido ligado a la construcción se mantuvo en el 1,2% en los dos últimos trimestres de 2009. En el conjunto del año, el PIB cayó un 14,7% en la industria, un 6,3% en la construcción y un 1,0% en los servicios.

La variación anual del IPC, que mantuvo una tendencia ascendente desde septiembre de 2009 (-1,0%) hasta enero de 2010 (1,0%), retrocedió ligeramente en febrero hasta el 0,8%. El incremento de la inflación hasta enero de este año tuvo su origen en los componentes más volátiles del índice, especialmente el energético, ya que la inflación subyacente se ha mantenido relativamente estable, en tasas que han oscilado entre el 0,1% y el 0,3%. Es previsible que la inflación se mantenga en niveles relativamente reducidos a lo largo de 2010 como consecuencia de la escasa presión que la demanda hará sobre los precios, si bien el incremento previsto del IVA a partir del mes de julio y el posible repunte de las materias primas (especialmente energéticas) pueden propiciar una cierta tendencia al alza en el índice. El diferencial de inflación con la zona euro, que se tornó negativo en diciembre de 2008 y alcanzó un mínimo en mayo de 2009 del -0,9 p.p., se fue cerrando progresivamente en la segunda mitad de 2009. En lo que va de 2010, este diferencial ha oscilado en torno a cero.

Los datos del mercado de trabajo correspondientes al cuarto trimestre del año indican que prosigue su deterioro, aunque a un ritmo algo menor. Así, los datos de la EPA revelan que el número de empleados cayó un 6,1% en 2009 con respecto al año anterior (1.210.000 empleos menos, hasta los 18.646.000) y que el número de desempleados aumentó cerca de un 35% durante ese año (1.118.000 desempleados más, hasta los 4.326.000). La tasa de paro aumentó nueve décimas respecto al trimestre

Por el lado de la oferta, el ajuste de la actividad en 2009 fue más intenso en la industria y en la construcción.

La tasa anual de inflación, que creció entre septiembre de 2009 y enero de 2010 por los componentes más volátiles, registró un leve descenso en febrero. Las perspectivas indican que el crecimiento de los precios seguirá siendo relativamente reducido por la escasa presión de la demanda.

Prosigue el deterioro del mercado de trabajo aunque a un ritmo menor. La tasa de paro quedó a finales de 2009 en el 18,8% de la población activa.

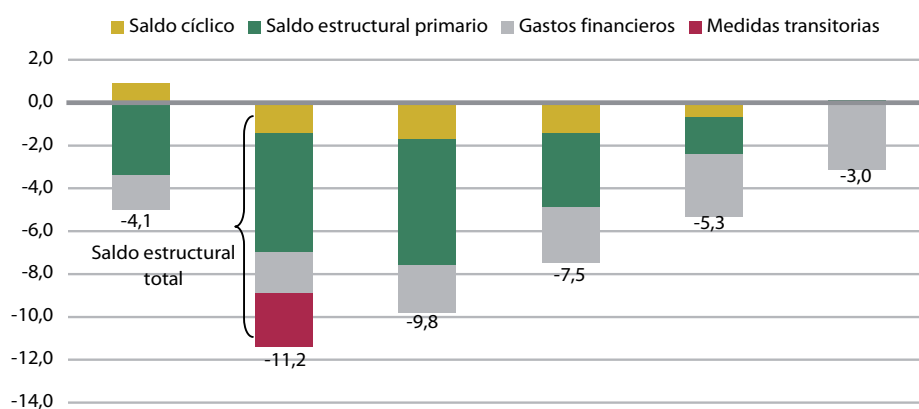
anterior, hasta el 18,8% de la población activa. Esta última experimentó un ligero descenso del 0,4% en el conjunto del año. Los datos preliminares de enero de 2010, correspondientes al paro registrado y al número de afiliados a la Seguridad Social, apuntan en la misma dirección.

El déficit público se incrementó desde el 4,1% del PIB en 2008 hasta el 11,2% en 2009, por la conjunción del deterioro de la actividad económica, de las medidas expansivas extraordinarias y del aumento de componente estructural.

Los datos más recientes relativos a las finanzas públicas nacionales revelan que el déficit público de 2009 alcanzó el 11,2% del PIB, frente al 4,1% de 2008. La descomposición del déficit estimada por el Ministerio de Economía y Hacienda para estos dos ejercicios (véase gráfico 6) revela que de los 7,3 p.p. de incremento en el déficit entre los dos ejercicios, 2,5 puntos habrían tenido origen en las medidas transitorias para combatir la crisis, 2,3 puntos se deberían al empeoramiento cíclico de la actividad económica, 2,2 puntos a descensos de ingresos o aumentos de gastos de carácter estructural, y 0,3 puntos al aumento de los gastos financieros. Se estima que las medidas transitorias adoptadas por el Gobierno⁷ habrían tenido una contribución al crecimiento del PIB de 2009 de 1,5 puntos. El Programa de Estabilidad presentado para el periodo 2009-2013 prevé una moderación gradual del déficit público en este periodo desde el 11,4% del PIB en 2009 hasta el 3,0% del PIB en 2013. Por su parte, el nivel de deuda pública seguiría incrementándose desde el 55,2% del PIB en 2009 hasta el 74,3% en 2012 y el 74,1% en 2013.

Saldo fiscal de la economía española (% PIB)

GRÁFICO 6



Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda. Programa de Estabilidad 2009-2013.

El Programa de Estabilidad prevé un descenso gradual del déficit hasta el 3% del PIB en 2013 y un aumento de la deuda pública hasta el año 2012 (74,3% del PIB).

El descenso del déficit entre 2009 y 2013, superior a 8 p.p. del PIB, se produciría en un marco de recuperación del crecimiento, consistente con la eliminación del saldo cíclico negativo, la retirada de las medidas transitorias y, fundamentalmente, con el importante ajuste previsto en el saldo estructural, que a finales de 2009 se cifraba en el 5,7% del PIB de ese año. Esta moderación en el componente estructural del déficit se obtendría mediante la aplicación de las medidas de consolidación que se detallan en el cuadro 4.

7 Éstas se pueden dividir en tres grandes tipos de medidas: 1) fondos extraordinarios (1,1% PIB), fundamentalmente el Fondo estatal de inversión local y el Fondo de estímulo de la economía y el empleo, 2) medidas tributarias de apoyo a la liquidez (0,7% del PIB) y 3) aplazamientos extraordinarios de obligaciones tributarias (0,7% del PIB).

	Medidas	Ingresos	Gastos
Presupuestos 2010	Aumento del IVA	+0,7	
	Aumento de los impuestos especiales	+0,3	
	Supresión de 400€ en IRPF	+0,4	
	Aumento de la fiscalidad del ahorro	+0,1	
	Reducción I. sociedades en pequeñas empresas	-0,1	
	Recorte del gasto corriente		-0,8
Nuevas medidas	Recorte adicional del gasto de 2010		-0,5
	Plan de Austeridad de la Adm. Central 2011-2013		-2,6
	Recorte de gasto de las adm. regionales y locales		-0,5
Total ingresos		+1,4	
Total gastos			-4,4

Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda.

Las previsiones más recientes de los principales organismos internacionales sobre la economía española han sido revisadas ligeramente al alza, pero mantienen el crecimiento del PIB en terreno negativo en 2010 (podría oscilar entre el -0,3% y el -0,6%⁸) y auguran una ligera recuperación en 2011, en el entorno del 1%. La tasa de paro permanecería en torno al 20% de la población activa en ambos ejercicios, no atisbándose una recuperación clara del empleo hasta 2011.

En cuanto al entorno financiero de la economía española, cabe resaltar que las entidades de depósito continúan operando en un entorno de gran complejidad, asociado, fundamentalmente, a la debilidad de la actividad económica, que se traduce en caídas en el volumen de negocio, y al deterioro de los activos crediticios. Ambos factores continúan incidiendo negativamente sobre los resultados de estas entidades.

De hecho, la cuenta de resultados de las entidades de crédito en el conjunto de 2009 arrojó un resultado neto de 12.956 millones de euros, un 29,7% menos que en el mismo periodo de 2008. Tanto el margen de intereses como el margen bruto fueron mayores a los observados en 2008 (un 22,4% y un 1,7%, respectivamente). Sin embargo, el notable crecimiento de las pérdidas por deterioro de activos financieros (4.300 millones de euros superiores a las de 2008) y por otros activos (cerca de 6.550 millones de euros superiores a las de 2008) estuvieron detrás del descenso del resultado agregado total.

La tasa de variación interanual del crédito (saldo vivo) agregado a empresas y familias en España descendió nuevamente en enero hasta el -0,9%, desde el -0,5% de diciembre de 2009 y el 6,1% de diciembre de 2008. En la zona euro, la caída del saldo vivo del crédito a empresas y familias fue ligeramente mayor (-1,3% en enero, frente al -0,6% de diciembre de 2009 y el 5,8% de diciembre de 2008), aunque se observan diferencias relevantes atendiendo a sus componentes. En la zona euro, el crédito empresarial viene moderando su crecimiento con mayor intensidad que en España desde abril de 2009. En enero su descenso anual fue del 3,8%, frente al recorte del 1,1% en España. Por el contrario, el crédito a familias tanto para la adquisición de viviendas como para consumo muestra un mejor comportamiento relativo en la zona euro. El crédito para adquisición de vivienda, cuya variación oscila en torno a cero en España desde septiembre de 2009, viene mostrando una cierta tendencia al alza en la zona euro, desde el mínimo del -0,3% de septiembre de 2009 hasta el 1,8% de enero.

Las previsiones del FMI y la OCDE pronostican un cierto descenso de la actividad para la economía española en 2010 y una ligera recuperación en 2011.

Las entidades de depósito nacionales continúan operando en un entorno complejo...

... en el que el deterioro de la actividad económica continúa asociado a una caída del negocio y al deterioro de los activos.

La variación del saldo vivo de crédito a empresas y familias continúa descendiendo (-0,9% interanual en enero), a un ritmo ligeramente menor que en la zona euro (-1,3%).

8 Fuentes: FMI, OCDE y Comisión Europea.

Por su parte, el crédito para consumo mantiene una variación anual cercana a cero desde hace varios meses en la zona euro, mientras que en España el descenso anual de este tipo de crédito oscila entre el -2,6% y el -3,1% desde mediados de 2009.

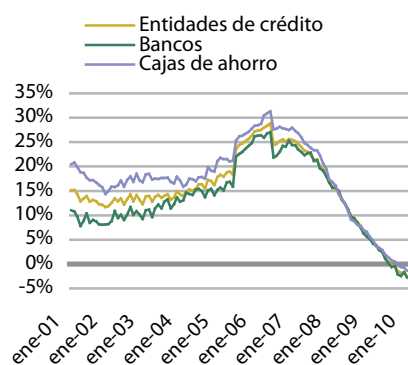
La tasa de morosidad de las entidades continúa creciendo (5,3% en enero), aunque su ritmo de avance se ha atenuado.

En este marco de complejidad descrito anteriormente, la tasa de morosidad de las entidades financieras españolas mantuvo en enero de 2010 la tendencia creciente que inició hace tres ejercicios, pero con un ritmo de aumento algo menos intenso (véase gráfico 7). Así, en dicho mes, la morosidad de las entidades de crédito españolas quedó en el 5,3% (5,2% en los bancos y 5,3% en las cajas de ahorro), frente al 3,9% del mismo mes de 2009, el 1,0% de 2008 y el 0,8% de 2007. El grueso del aumento de la morosidad en el último año está asociado a la financiación de empresas constructoras y de actividades de promoción inmobiliaria, que muestran un perfil cíclico más acusado⁹.

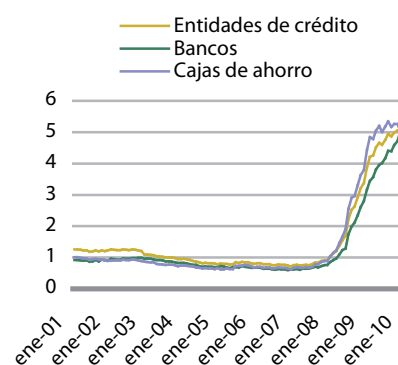
Entidades de depósito: evolución del crédito y la morosidad

GRÁFICO 7

Crédito a OSR¹ (% var. anual)



Morosidad (% del crédito a OSR)



Fuente: Banco de España. Datos hasta enero.

1 Otros sectores residentes.

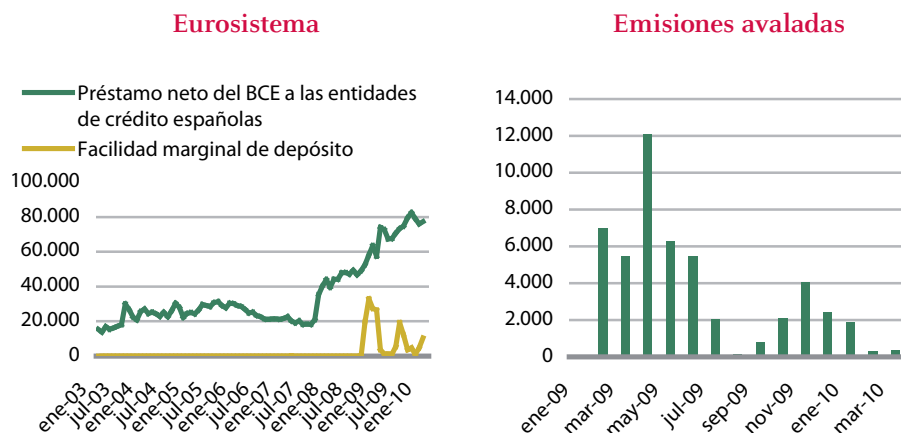
La financiación de las entidades depósito en 2009 fue relativamente confortable como consecuencia de las medidas de apoyo adoptadas por las autoridades nacionales y por el BCE...

Las condiciones de financiación de las entidades financieras a lo largo de 2009 fueron relativamente cómodas, como consecuencia de las medidas de apoyo adoptadas por las autoridades nacionales, fundamentalmente a través de la emisión de bonos avalados por el Estado, y por el BCE, a través de las medidas extraordinarias de liquidez adoptadas desde el inicio de la crisis y, más recientemente, a través de las compras de bonos garantizados (*covered bonds*). Así, el volumen de emisiones de bonos avalados ascendió a 48 mil millones de euros en 2009, mientras que el recurso de las entidades a la financiación del Eurosistema se ha mantenido relativamente estable, situándose desde agosto del pasado año en niveles que oscilan entre los 75.000 y los 82.500 millones de euros (véase gráfico 8). La evolución de las emisiones de otros instrumentos financieros revela que los mercados de titulización permanecieron cerrados, mientras que el deseo de reforzar el capital de las entidades se tradujo en un incremento sustancial de las emisiones de participaciones preferentes y, más recientemente, de bonos convertibles. La mejora de las condiciones de acceso a los mercados de financiación mayorista a lo largo de 2009 permitió una ligera recupera-

⁹ La tasa de morosidad ligada a la construcción y a actividades inmobiliarias era de un 9,6% en diciembre de 2009, frente a una ratio total para el conjunto de actividades productivas del 6,2% en la misma fecha.

ción de las emisiones de bonos sin aval, particularmente para las entidades de mayor tamaño.

Financiación de las entidades de crédito españolas (millones de euros) GRÁFICO 8



Fuente: Banco de España y CNMV. Los datos relacionados con el Eurozona son hasta enero. Los datos de emisiones avaladas son hasta el 15 de marzo.

La solvencia del conjunto de entidades de depósito españolas continuó mejorando en el primer semestre de 2009. En concreto, el coeficiente de solvencia total se situó en el 11,7% en junio de 2009, sensiblemente superior al 8% exigido por la normativa y 46 puntos básicos mayor que un año antes. Por su parte, el coeficiente de solvencia básico (ratio *tier 1*) alcanzó el 9% (frente a un nivel mínimo exigido del 4%) a mediados de 2009, 86 puntos básicos más que en 2008. La mejora de la solvencia en este periodo es extensible a un grupo elevado de entidades, tanto en referencia al coeficiente total como al básico, si bien la heterogeneidad en el nivel de ambas ratios entre entidades es muy elevada, debido a las diferentes estrategias de financiación y a la distinta capacidad financiera de las entidades.

El beneficio conjunto de las sociedades no financieras cotizadas ascendió a 24.334 millones de euros en 2009, lo que supone un crecimiento del 14,7% respecto a la cifra de 2008. Como se observa en el cuadro 5, el incremento de los beneficios agregados de las sociedades cotizadas tuvo su origen exclusivamente en el mejor comportamiento relativo de las empresas relacionadas con la construcción y las inmobiliarias, que pasaron de obtener unas pérdidas agregadas superiores a los 7.100 millones de euros en 2008 a unos beneficios ligeramente superiores a los 1.150 millones de euros en 2009. No obstante, la debilidad de la actividad económica continúa incidiendo negativamente en la cuenta de resultados de las entidades, especialmente en aquellas relacionadas con la industria, cuyos beneficios conjuntos apenas superaron los 300 millones de euros en 2009 (frente a una cifra superior a los 900 en 2008), y con la energía, cuyos beneficios descendieron un 27% hasta quedar cerca de los 11.800 millones. Los beneficios de las empresas relacionadas con el comercio y los servicios descendieron con menos intensidad, a una tasa del 3,6%, hasta los 11.000 millones de euros en 2009.

La distribución del número de sociedades cotizadas en función del resultado neto del ejercicio (véase gráfico 9, panel a) revela que el número de entidades con pérdidas reducidas (entre -100 millones de euros y cero) aumentó entre 2008 y 2009 y que el número de entidades con beneficios reducidos (entre cero y 100 millones de euros)

...en un marco de refuerzo de la solvencia de las entidades. Persiste, no obstante, un grado elevado de heterogeneidad en la situación patrimonial de las distintas entidades.

El beneficio conjunto de las sociedades no financieras cotizadas creció un 14,7% en 2009, como consecuencia del mejor comportamiento relativo de las empresas constructoras y promotoras, que dejaron atrás el fuerte volumen de pérdidas de 2008.

El número de entidades con pérdidas reducidas aumentó en 2009, mientras que el número de entidades con beneficios reducidos disminuyó. Sin embargo, en 2009 se atenuó la moderación de los resultados.

disminuyó en dichos periodos. Cabe resaltar la caída del número de entidades con pérdidas sustanciales (mayores a los 500 millones de euros), que revela el mejor comportamiento relativo de las sociedades inmobiliarias. Además, para el conjunto de entidades que obtuvieron beneficios consecutivamente en los dos ejercicios, 2008 y 2009 (véase gráfico 9, panel b), se observa que se atenúa la moderación de los resultados.

Evolución de los resultados por sectores¹: empresas cotizadas no financieras

CUADRO 5

	EBITDA ²		EBIT ³		Resultado ejercicio	
Millones de euros	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Energía	26.899	29.043	18.174	18.385	16.118	11.797
Industria	3.309	2.797	1.828	1.274	912	303
Comercio y servicios	30.390	29.022	18.867	17.454	11.449	11.042
Construcción e inmobiliario	1.920	4.749	-1.101	1.634	-7.127	1.168
Ajustes	-439	-270	-251	-94	-137	+24
TOTAL AGREGADO	62.079	65.341	37.517	38.653	21.215	24.334

Fuente: CNMV.

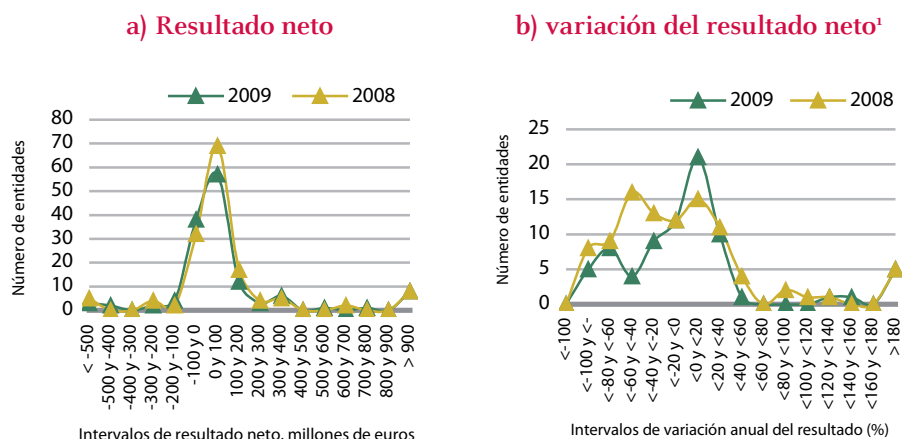
1 Resultados acumulados en el año.

2 Resultado bruto de explotación.

3 Resultados antes de intereses e impuestos.

Distribución del número de sociedades cotizadas no financieras en función de:

GRÁFICO 9



Fuente: CNMV.

1 Se ofrece la distribución del número de entidades en función de la variación de su resultado neto, sujeto a que este resultado fuera positivo en ambos ejercicios.

El endeudamiento conjunto de las sociedades cotizadas no financieras creció un 4,6% en 2009 y la ratio de apalancamiento mostró un ligero repunte.

El endeudamiento conjunto de las sociedades cotizadas no financieras ascendió a 323,7 mil millones de euros a finales de 2009, un 4,6% más que en el ejercicio anterior. Por sectores, se observa que este incremento tuvo su origen en el sector energético, cuya deuda creció casi 18.000 millones entre 2008 y 2009 como consecuencia, fundamentalmente, de la adquisición de Unión Fenosa por Gas Natural (véase cuadro 6). La deuda del resto de sectores retrocedió en términos interanuales, siendo particularmente elevado el descenso en el sector de la construcción e inmobiliarias (-12,7%) y en las empresas relacionadas con el comercio y los servicios (-6,3%). El cociente agregado que relaciona las deudas con el patrimonio neto, es decir, la ratio de

apalancamiento, mostró un leve incremento desde el 1,6 en 2008 hasta el 1,7 en 2009. Todos los sectores, salvo el de comercio y servicios, mostraron un ligero incremento en sus ratios de apalancamiento.

La ratio de cobertura de la deuda, que mide el número de años necesarios para pagar la deuda asumida si se mantuviera constante el EBITDA, aumentó desde 4,6 en 2008 hasta 5 en 2009 para el conjunto de sociedades cotizadas no financieras. Destaca en este último aspecto el descenso de la ratio de cobertura en las sociedades de la construcción e inmobiliarias, desde el 32 hasta el 22. Por su parte, los indicadores de la carga financiera que soportan las entidades mejoraron levemente para el conjunto de las entidades (la ratio EBIT/carga financiera aumentó desde 2,0 en 2008 hasta 2,4 en 2009) debido, por un lado, al menor retroceso de los resultados y, por el otro, al descenso de los tipos de interés. Las diferencias entre sectores relativas a este último indicador son notables, ya que éste mejoró para las sociedades del comercio y los servicios y para las de la construcción e inmobiliarias, mientras que empeoró en las empresas industriales y energéticas (véase cuadro 6).

La ratio de cobertura de la deuda aumentó en 2009, mientras que la carga financiera de las entidades cotizadas no financieras mejoró.

Evolución del endeudamiento financiero bruto por sectores: empresas cotizadas

CUADRO 6

Millones de euros		2005	2006	2007	2008	2009
Energía	Deudas	58.586	59.191	69.172	82.608	100.573
	Deudas/ Patrimonio	0,9	0,9	0,8	0,9	1,1
	Deudas/ EBITDA ¹	2,4	2,2	2,5	2,8	3,5
	EBIT ² / Carga financiera	4,0	4,7	4,1	3,7	3,4
Industria	Deudas	12.760	15.684	13.312	15.645	15.115
	Deudas/ Patrimonio	0,8	0,8	0,6	0,7	0,9
	Deudas/ EBITDA	2,1	2,1	1,8	2,7	5,4
	EBIT / Carga financiera	6,5	5,7	5,9	3,4	1,5
Construcción e inmobiliario	Deudas	48.324	111.000	138.933	119.788	104.593
	Deudas/ Patrimonio	2,2	3,1	3,1	3,8	4,1
	Deudas/ EBITDA	6,5	11,5	10,8	31,9	22,0
	EBIT / Carga financiera	2,8	2,0	1,2	0,0	0,3
Comercio y servicios	Deudas	55.710	91.522	96.941	112.322	105.289
	Deudas/ Patrimonio	1,7	2,5	1,7	2,1	1,8
	Deudas/ EBITDA	2,7	3,6	3,0	3,6	3,6
	EBIT / Carga financiera	3,4	2,4	3,2	2,9	3,4
Ajustes ³	Deudas	-7.942,0	-11.199,0	-17.391,0	-20.802,0	-1.907
TOTAL AGREGADO⁴	Deudas	167.438	266.198	300.967	309.561	323.663
	Deudas/ Patrimonio	1,3	1,7	1,5	1,6	1,7
	Deudas/ EBITDA	2,9	3,9	4,0	4,6	5,0
	EBIT / Carga financiera	3,8	3,3	3,0	2,0	2,4

Fuente: CNMV.

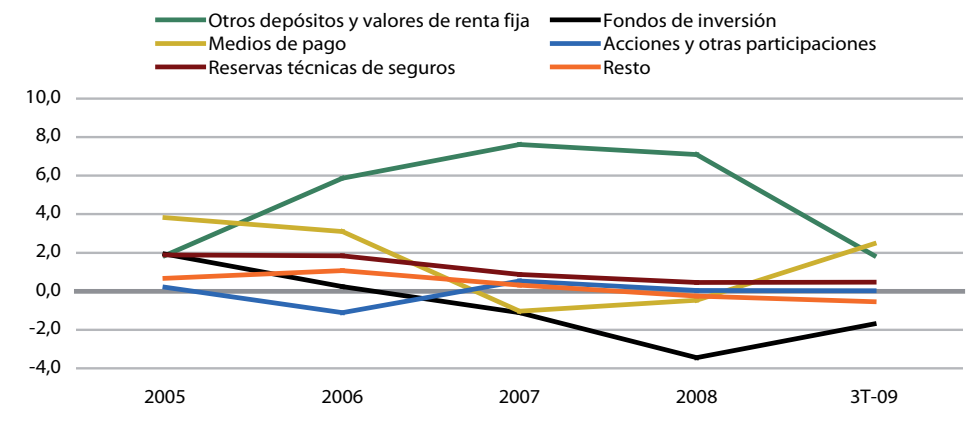
- 1 Resultado bruto de explotación.
- 2 Resultado antes de intereses e impuestos.
- 3 Para elaborar este cuadro se ha eliminado la deuda de las sociedades cotizadas que a su vez consolidan en otro grupo cotizado español. En la fila de ajustes se incluyen las eliminaciones correspondientes a las filiales cuya matriz pertenece a otro sector.
- 4 En el cuadro de endeudamiento no se incluían las entidades financieras, que comprendían las entidades de crédito, compañías de seguros y sociedades de cartera. Dado que los modelos de IPP a partir del ejercicio 2008 para las sociedades de cartera son idénticos a los empleados por el resto de entidades no financieras, se ha decidido incluir dentro de los agregados a las sociedades de cartera. Debido al impacto de Critería Caixacorp se han recalculado los datos correspondientes al cierre del ejercicio 2007.

Continúa el descenso del endeudamiento de los hogares y el aumento de su ahorro, que conllevó durante 2009 una recuperación de las inversiones en fondos de inversión en detrimento de los depósitos a plazo.

Los indicadores de posición patrimonial de los hogares referentes al tercer trimestre de 2009 mantienen las tendencias de trimestres anteriores, es decir, continúa el aumento de la tasa de ahorro (que superaba el 18% de la renta bruta disponible en dicho trimestre) y el descenso de la ratio de endeudamiento (hacia valores cercanos al 125% de la renta bruta disponible). Por otro lado, sí parece haber un cierto cambio de tendencia en la riqueza de los hogares, que, tras los descensos de 2008 y la primera mitad de 2009, se ha estabilizado como consecuencia de los efectos contrapuestos procedentes, por un lado, de la revalorización de los activos financieros y, por el otro, del descenso del valor de los inmobiliarios. Con todo, la adquisición neta de activos financieros de los hogares aumentó hasta niveles cercanos al 3,5% del PIB en septiembre de 2009 (datos acumulados de cuatro trimestres), casi un punto porcentual más que en junio. Por tipos de instrumentos, se observó una recuperación sustancial de las inversiones efectuadas en fondos de inversión y, entre los medios más líquidos, una recomposición a favor de los medios de pago, en detrimento de los depósitos a plazo (véase gráfico 10).

Hogares: Adquisiciones de activos financieros (% PIB)

GRÁFICO 10



Fuente: Banco de España, *Cuentas Financieras*. Datos acumulados de cuatro trimestres.

Categoría	Suscripciones				Reembolsos			
	1T09	2T09	3T09	4T09 ⁸	1T09	2T09	3T09	4T09 ⁸
Rta. fija ¹	18.299,3	15.572,6	19.696,6	20.150,3	19.963,9	19.433,2	20.089,9	21.710,4
Rta. fija mixta ²	361,9	515	1.081,7	3.309,0	806,2	549,3	576,6	792,3
Rta. vble. mixta ³	71	156,3	541,5	366,6	493	284,4	554,2	264,9
Rta. vble. euro ⁴	362,1	489,3	589,2	743,2	751,4	515,9	455,6	734,9
Rta. vble. intercal. ⁵	390,8	598,4	775	1.165,3	506,3	592	457,5	609,5
Gar. rta. fija	3.180,60	3.783,2	2.544,8	2.246,8	3.587,1	3.300,3	4.046,6	4.070,5
Gar. rta. vble. ⁶	636,5	1.369,3	1.683,7	1.899,6	2.372,5	2.944,0	3.100,5	2.574,1
Fondos globales	600,6	971,5	389,4	792,9	1.538,5	588	141,6	280,5
De gestión pasiva ⁷		62,1	204,4	269,0		307,8	164,3	235,9
Retorno absoluto ⁷		567,8	1.256,4	2.221,5		627,3	924,6	1.672,1
IIC de IL	23,5	72,2	66,5		108,3	18,1	24,5	
IIC de IIC de IL	35,5	9,2	170,1		294,6	79,8	57,5	
TOTAL	23.961,8	24.166,9	28.999,2	33.164,3	30.421,8	29.240,1	30.593,5	32.945,1

Fuente: CNMV.

- Hasta 1T09 incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, renta fija internacional y monetarios. Desde 2T09 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios.
- Hasta 1T09 incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.
- Hasta 1T09 incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.
- Hasta 1T09 incluye: Renta variable nacional y Renta variable euro. Desde 2T09 incluye Renta variable euro (que ya incluye RVN).
- Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EE.UU., RVI Emergentes y RVI Otros. Desde 2T09: RVI.
- Hasta 1T09: GRV. Desde 2T09: GRV y Garantía parcial.
- Nuevas categorías desde 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.
- Datos estimados.

2.3 Perspectivas

Las previsiones de los principales organismos internacionales (FMI y OCDE) indican que el crecimiento mundial podría ser cercano al 4,0% en 2010 y algo superior en 2011, lo que confirmaría la senda de recuperación económica a escala internacional. De acuerdo a estas previsiones, el crecimiento de la economía mundial estaría liderado por las economías emergentes, y de manera singular, por las asiáticas, y el afianzamiento de la recuperación de la actividad en las economías desarrolladas, especialmente en EE.UU. Sin embargo, en la medida en que un parte sustancial de la recuperación de la actividad mundial hasta la fecha ha tenido lugar gracias a las extraordinarias medidas de impulso adoptadas por las diversas autoridades¹⁰, existe una gran incertidumbre en torno a la intensidad y, sobre todo, a la sostenibilidad del crecimiento a medida que estas medidas vayan replegándose.

Los principales riesgos que se atisban sobre el escenario macrofinanciero de referencia estarían asociados a posibles problemas de sostenibilidad de las finanzas públicas en varias economías avanzadas, posibles deterioros adicionales en el mercado de trabajo, con el riesgo de incrementos en la tasa de paro estructural, persistencia de los

Las previsiones de los principales organismos internacionales pronostican un crecimiento notable en 2010 y 2011 liderado por las economías emergentes, aunque permanecen algunos riesgos relevantes...

...principalmente asociados a las finanzas públicas y al mercado de trabajo. El principal reto sigue estando asociado al diseño de la retirada de los planes de estímulo.

10 Para los países del G 20, el FMI (*World Economic Outlook*, octubre de 2009) estima que el efecto de los impulsos fiscales discrecionales sobre el crecimiento económico oscila entre 1,2 y 4,7 puntos porcentuales en 2009 y 0,1 y 1,0 puntos en 2010. El coste estimado de estas medidas discrecionales de estímulo fiscal alcanza el 2,0% del PIB en 2009 y el 1,5% del PIB en 2010 para estos países.

desequilibrios en la demanda global y, finalmente, posibles episodios puntuales de repunte en la inestabilidad de algunos mercados o instituciones financieras. En este marco frágil, el principal reto desde el punto de vista de la política económica estaría asociado a la retirada de los planes de estímulo extraordinarios y, de forma singular, al horizonte escogido para dicha retirada.

Las previsiones para la economía española son algo más pesimistas que para el resto de las economías desarrolladas.

Las previsiones que se manejan desde distintos organismos para la economía española son algo más pesimistas que para el conjunto de economías avanzadas. De hecho, de acuerdo con las últimas previsiones del FMI, de enero de 2010, España sería la única de entre las grandes economías desarrolladas que seguiría en recesión en 2010, en un marco caracterizado por un mercado laboral y unas finanzas públicas deterioradas que mejorarían progresivamente a partir de 2011. En este contexto, según el FMI, los principales riesgos que se perciben para la economía española estarían asociados a la posibilidad de que el mercado laboral se deteriore todavía con más intensidad, especialmente cuando algunas medidas adoptadas por el Gobierno dirigidas directamente a mitigar el aumento del desempleo empiecen a perder intensidad, como es el caso del Fondo Estatal de Inversión Local, que pasará de estar dotado con 8.000 millones de euros en 2009 a 5.000 millones en 2010. Otro riesgo relevante es el que se deriva del fuerte incremento del déficit público durante el ejercicio de 2009. Así, un crecimiento elevado y persistente de las necesidades de financiación del sector público podría llegar a tener efectos negativos sobre sus condiciones de financiación, con efectos negativos extensibles al sector privado. Finalmente, es preciso señalar la persistencia de ciertos riesgos en el sector financiero asociados con la posibilidad de un mayor deterioro de los activos vinculados al sector inmobiliario y con la incertidumbre en torno a la culminación del proceso de reestructuración del mismo.

3 La evolución de los mercados nacionales

3.1 Los mercados bursátiles

En 2010, la mayoría de los mercados de renta variable han registrado pérdidas...

Desde comienzos de 2010¹¹, la mayoría de los mercados de renta variable nacionales han registrado pérdidas notables, a excepción de las plataformas de valores latinoamericanos. No obstante, la volatilidad permanece en niveles relativamente reducidos a pesar del repunte observado recientemente y del leve deterioro reciente en las condiciones de liquidez, que, por lo demás, son sustancialmente mejores que hace un año.

...como consecuencia de las dudas sobre las finanzas públicas europeas y la incertidumbre generada por algunos anuncios en materia regulatoria.

Así, el Ibex 35, que acumuló una revalorización cercana al 30% en el conjunto de 2009 (véase cuadro 2), ha comenzado 2010 registrando unas pérdidas del 8,2%, tras las dudas sobre las finanzas públicas europeas suscitadas por los graves problemas financieros del Estado griego, y la incertidumbre generada por varios anuncios del gobierno estadounidense acerca de algunas posibles medidas en materia fiscal y regulatoria que, de materializarse, podrían tener un elevado impacto sobre la banca de EE.UU. El Ibex 35, cuyo descenso se intensificó desde finales de enero, invirtió su tendencia en la primera quincena de marzo.

Los mercados nacionales de negociación para valores latinoamericanos (Latibex), que en 2009 registraron avances muy superiores al Ibex 35 (el índice FTSE Latibex

¹¹ Datos hasta el 15 de marzo.

All-Share prácticamente se duplicó durante el año pasado), han mantenido esta tendencia alcista desde inicios de año. Por su parte, las sociedades cotizadas de pequeña y mediana capitalización muestran ligeros retrocesos desde comienzos de 2010, del 2,7% y 0,6%, respectivamente, después de experimentar durante 2009 menores avances que el resto de índices de renta variable nacional (17,6% y 13,8%, respectivamente).

Como se aprecia en el cuadro 8, la mayoría de sectores ha experimentado caídas en lo que va de 2010, siendo las entidades financieras las que explican la mayor parte del descenso de las cotizaciones, seguidas por el sector de telecomunicaciones, las empresas relacionadas con la producción y el suministro de fuentes energéticas (petróleo, gas y *utilities*) y la construcción y materiales. También han sido notables las caídas durante este periodo en el sector de seguros. El sector inmobiliario registró un leve retroceso, que fue sensiblemente menor que los experimentados en los tres últimos años. En cuanto a los sectores que registran avances, los únicos reseñables pertenecen a aquellas entidades no bancarias que proporcionan servicios financieros y a las empresas del sector de bienes de consumo discrecional. En los gráficos 11 y 12 se observa la incidencia del sector financiero en la presión a la baja de las cotizaciones del Ibex 35 desde principios de 2010 y también la mayor corrección en aquellas empresas cuyo porcentaje de ingresos proviene mayoritariamente del exterior, lo que evidencia un comportamiento contrario al mostrado desde marzo de 2009 hasta finales de dicho año, motivado por el dinamismo de la actividad de las empresas cuya operativa exterior, principalmente en Latinoamérica, es mayor.

Los mercados nacionales para valores latinoamericanos y las sociedades cotizadas de menor tamaño mostraron un comportamiento más favorable.

La mayoría de sectores experimentó descensos en las cotizaciones, más intensos en las entidades financieras y en las sociedades de telecomunicaciones.

Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español (%) CUADRO 8

Índices	2006	2007	2008	2009	III-09 ¹	IV-09 ¹	I-10 (hasta 15 de marzo)		
							% s/trim. ant.	% s/dic	% inter- anual
Ibex 35	31,8	7,3	-39,4	29,8	20,1	1,6	-8,2	-8,2	43,5
Madrid	34,5	5,6	-40,6	27,2	20,9	1,0	-8,5	-8,5	41,3
Ibex Medium Cap	42,1	-10,4	-46,5	13,8	11,7	-5,9	-0,6	-0,6	32,0
Ibex Small Cap	54,4	-5,4	-57,3	17,6	17,9	-11,2	-2,7	-2,7	24,8
FTSE Latibex All-Share	23,8	57,8	-51,8	97,2	15,6	14,6	5,4	5,4	75,7
FTSE Latibex Top	18,2	33,7	-44,7	79,3	12,4	17,6	4,2	4,2	77,4
Sectores²									
Petróleo y gas	18,3	1,8	-30,8	-20,1	10,6	-5,1	-6,7	-6,7	14,1
Químicas	-20,4	-58,4	-67,8	3,4	28,3	-15,8	0,8	0,8	23,2
Materiales básicos	69,3	-17,2	-45,4	23,1	19,1	-5,1	-3,4	-3,4	50,6
Construcción y mat. de construcción	61,6	-12,0	-51,0	25,5	12,0	-5,4	-6,5	-6,5	28,5
Bienes industriales y servicios	28,4	6,9	-41,9	29,3	17,5	0,6	-2,1	-2,1	39,3
Salud	40,7	19,2	-45,0	17,7	4,6	-7,9	0,2	0,2	24,0
Utilities	42,0	18,5	-31,0	-7,8	16,4	2,1	-6,0	-6,0	14,2
Bancos	27,6	-4,5	-47,9	46,3	26,7	1,3	-11,9	-11,9	75,8
Seguros	44,7	-13,3	-25,0	19,8	31,2	-4,3	-5,4	-5,4	72,1
Inmobiliaria	100,4	-42,6	-58,6	-43,8	33,3	-25,8	-0,5	-0,5	-22,9
Servicios financieros	91,1	-35,6	-44,3	20,8	9,8	-7,3	6,8	6,8	57,1
Telecomunic. y medios de comunic.	29,4	26,3	-31,4	23,5	17,1	3,2	-8,8	-8,8	19,7
Consumo discrecional	21,2	-7,7	-39,2	37,0	18,8	7,3	4,8	4,8	77,4
Consumo básico	12,9	6,9	-22,5	-8,4	12,0	-0,8	0,8	0,8	18,0

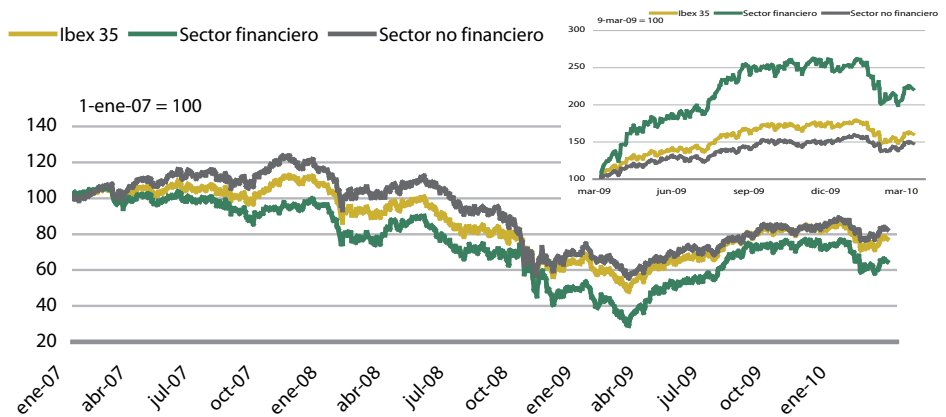
Fuente: Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

2 Clasificación obtenida en Thomson Datastream.

Desglose del Ibex 35: sector financiero y no financiero¹

GRÁFICO 11



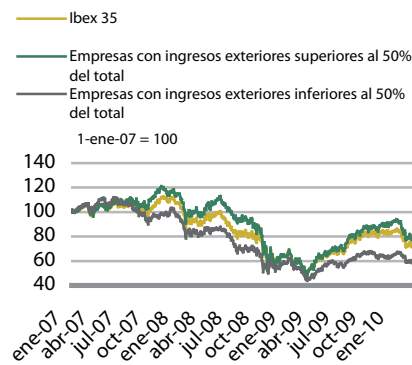
Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de marzo.

1 Las ponderaciones de cada empresa corresponden al peso de su capitalización de mercado en la capitalización del Ibex 35 al cierre del año anterior.

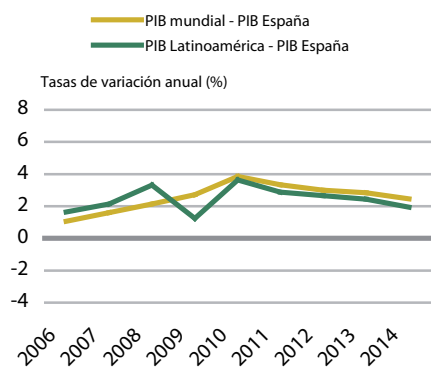
Cotización de las empresas del Ibex 35 más y menos internacionalizadas¹

GRÁFICO 12

Frente al resto del mundo



Diferencias en las expectativas de crecimiento



Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y FMI. Datos hasta el 15 de marzo para el gráfico izquierdo. El FMI ha revisado en enero las previsiones de crecimiento para este año y 2011, pero no ha hecho públicas las revisiones de los años 2012-2014, por lo que se consideran las previsiones realizadas en octubre de 2009 para el periodo completo (2009-2014).

1 En el gráfico izquierdo, las ponderaciones de cada empresa corresponden al peso de su capitalización de mercado en la capitalización del Ibex 35 al cierre del año anterior. Para las entidades de crédito se utiliza como criterio de desglose los beneficios operativos de 2008. Para el resto de empresas se utiliza como desglose los ingresos de 2008.

Recuadro 2: Propuesta de régimen de transparencia sobre posiciones cortas en la UE

El Comité de Supervisores Europeos (CESR) hizo público el pasado 2 de marzo de 2010 un acuerdo paneuropeo para la adopción de un nuevo modelo de comunicación de posiciones cortas para las distintas jurisdicciones europeas.

El modelo se ha remitido a la Comisión Europea para la elaboración de una norma comunitaria de derecho derivado que lo avale jurídicamente, preferentemente a través de una nueva directiva o, alternativamente, mediante una modificación de la Directiva de Transparencia. Hasta entonces, las diferentes jurisdicciones que cuenten con habilitación, a través de los ajustes normativos necesarios en su ordenamiento jurídico nacional, iniciarán los procesos de implementación del nuevo régimen de transparencia. Aquellas jurisdicciones que no cuenten con habilitación tratarán, en la medida de lo posible, de adoptar el modelo cuanto antes, a la espera del desarrollo de la norma comunitaria.

El acuerdo se ha adoptado tras sopesar las ventajas e inconvenientes de la venta en corto y poner de manifiesto la necesidad de establecer un régimen de transparencia común. Las ventas en corto, por un lado, facilitan la liquidez en los mercados, sirven para mitigar posibles sobrevaloraciones de activos (burbujas) y ayudan a realizar una gestión de riesgo más eficiente, al poder utilizarse como herramienta de cobertura. No obstante, también existe un consenso generalizado sobre el impacto negativo que, en ocasiones, un abuso de las ventas en corto representa tanto para la estabilidad financiera como para el funcionamiento ordenado del mercado. Especial atención merece, por sus características fiduciarias y por el efecto propagador de riesgo sistémico, el sector financiero, donde la imagen de solvencia de las entidades está altamente correlacionada con la cotización de sus valores.

El nuevo modelo se basa en la comunicación al supervisor de las posiciones cortas de todos los valores admitidos a negociación en los mercados regulados o en los sistemas multilaterales de negociación del área económica europea. Aquellas posiciones cortas que igualen o superen el 0,2% del capital social de la compañía objeto de dichas posiciones deberán comunicarse al regulador, pero no se harán públicas al mercado. Las posiciones cortas que igualen o superen el 0,5% del capital social deberán comunicarse al regulador y al mercado. El incremento mínimo de posición que debe ser comunicado, en ambos casos, es el equivalente al 0,1% del capital social. La fecha límite de comunicación es la del día siguiente a la fecha en la que se supera el límite establecido (D+1, siendo D el día en el que se supera el límite).

El contenido de la comunicación debe recoger la identidad del inversor, el emisor sobre el cual se tenga la posición corta, el tamaño de la posición y la fecha desde la que se tiene o deja de tener la posición corta comunicable.

CESR estima que la figura del creador de mercado (*market maker*) debe ser considerada exenta de comunicación por sus especiales características y los beneficios que, en términos de liquidez, aporta. No obstante, se pretende evitar la aparición de participantes en el mercado que intenten eludir la obligación de comunicación autocalificándose como creadores de mercado sin poseer las características de estos agentes. En este sentido, CESR entiende que un creador de mercado no puede tener de manera sistemática posiciones cortas en un valor.

Por otro lado, los agentes financieros que actúen a través de su cuenta propia, más como inversores que como proveedores de liquidez, no estarán exentos de comunicar sus posiciones en corto.

CESR continúa trabajando en el desarrollo de los aspectos técnicos del nuevo acuerdo que facilitarán una implementación uniforme y armonizada del modelo, incluyendo los siguientes: i) definición precisa de la figura del creador de mercado, ii) agregación de posiciones en grupos, empresas de gestión de activos, y gestores de fondos, iii) mecanismo de comunicación al regulador y al mercado y iv) cálculo de la posición en supuestos especiales (ampliaciones de capital, emisiones de bonos convertibles, etc.).

CESR está, asimismo, estudiando la posibilidad de armonización de los demás aspectos de la actividad de venta en corto. En este sentido, se intenta alcanzar, lo antes posible, una postura común sobre la aceptación o prohibición de la venta en corto en descubierto. En caso de alcanzarse un acuerdo, la propuesta se enviaría también a la Comisión Europea, acompañando al modelo de comunicación de posiciones cortas, obteniéndose así un tratamiento uniforme a nivel de la Unión Europea de toda la actividad.

Las principales diferencias entre el régimen actual de publicación de posiciones cortas de aplicación en el mercado español y el propuesto por CESR estriban en el ámbito y en los umbrales de las obligaciones de comunicación. Así, según la propuesta de CESR, deberán comunicarse las posiciones cortas en todos los valores admitidos a cotización en mercados, no sólo en los de los emisores financieros, como ahora. El umbral para publicar posiciones cortas individuales pasará del 0,25% actual al 0,5% del capital social y deberán comunicarse al regulador, para su supervisión, aquéllas que excedan del 0,2%. Por último, de acuerdo a la propuesta de CESR, la variación mínima de posición que deberá ser comunicada para publicación o para supervisión será del 0,1%, mientras que actualmente deben comunicarse y publicarse todas las que representen un aumento de la posición previa o que lleven a descender por debajo del 0,25% del capital.

La CNMV estudiará las medidas necesarias para la implementación del modelo en España en cuanto los detalles técnicos del régimen común sean acordados por CESR.

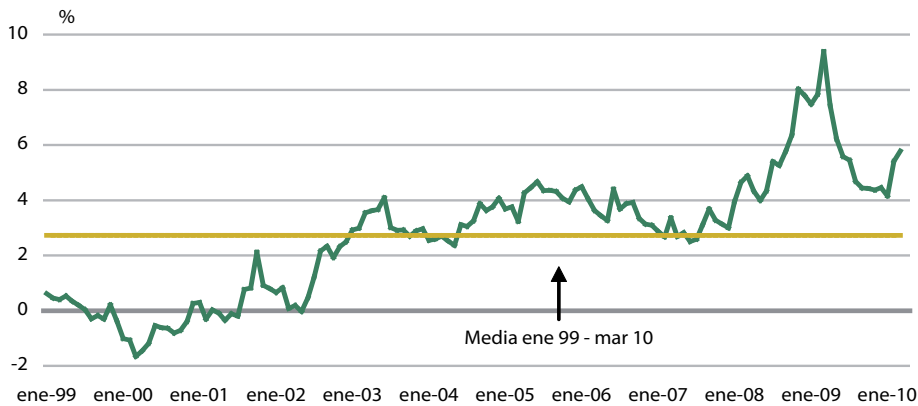
El PER del Ibex 35 ha descendido como consecuencia principalmente de la caída de los precios...

La ratio precio-beneficios¹² (PER) de las acciones españolas retrocede a 10,4 desde el 12,3 a finales de 2009, como consecuencia de la corrección de los precios y, en menor medida, de una mejora en la previsión de beneficios. De esta forma, dicha ratio vuelve a valores de mediados de 2009. El recorte desde principios de año fue mayor que el mostrado por otras bolsas de referencia internacionales en este periodo, profundizándose su diferencial negativo con aquéllos. Esta reciente caída en el PER ha provocado que el indicador que aproxima la prima de riesgo de los activos de renta variable sobre la deuda pública a largo plazo (*earning yield gap*) haya revertido la corrección a la baja que inició en marzo de 2009, como muestra el gráfico 13.

12 Según los beneficios previstos a un año.

Earning yield gap¹ del Ibex 35

GRÁFICO 13



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

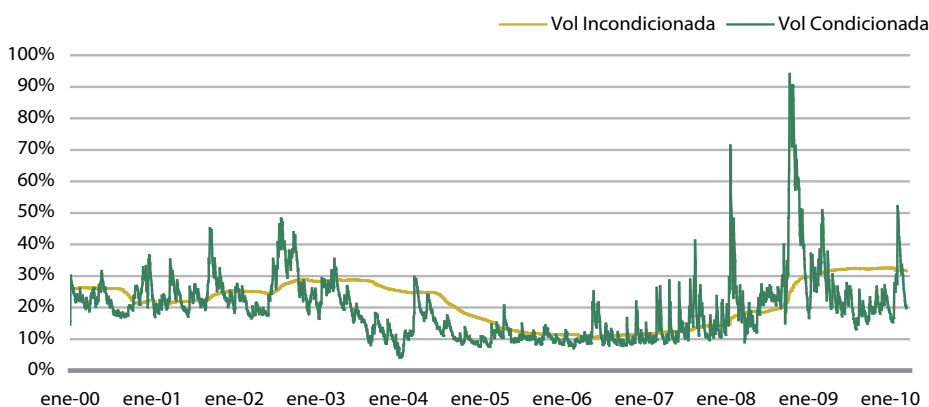
1 Diferencia entre la rentabilidad bursátil, medida como la inversa del PER y la rentabilidad del bono del Estado español a diez años. Datos mensuales hasta marzo de 2010.

Desde el comienzo de 2010, la volatilidad del mercado de renta variable español experimentó un repunte temporal hasta valores superiores al 50% para volver a caer a niveles relativamente reducidos (véase gráfico 14). Por su parte, la sensibilidad de la volatilidad de los rendimientos del índice de renta variable nacional ante los descensos en los precios se ha reducido ligeramente en lo que va de año (véase gráfico 15). En el último mes, también se observa un ligero deterioro de las condiciones de liquidez del mercado de renta variable, medidas a través del *spread bid-ask*, después de la notable mejora iniciada en marzo del año anterior. No obstante, el promedio mensual de este indicador permanece en valores similares a los existentes antes del inicio de la crisis financiera (véase gráfico 16).

...en un marco caracterizado por un cierto aumento temporal de la volatilidad y un leve deterioro de las condiciones de liquidez.

Volatilidad histórica. Ibex 35

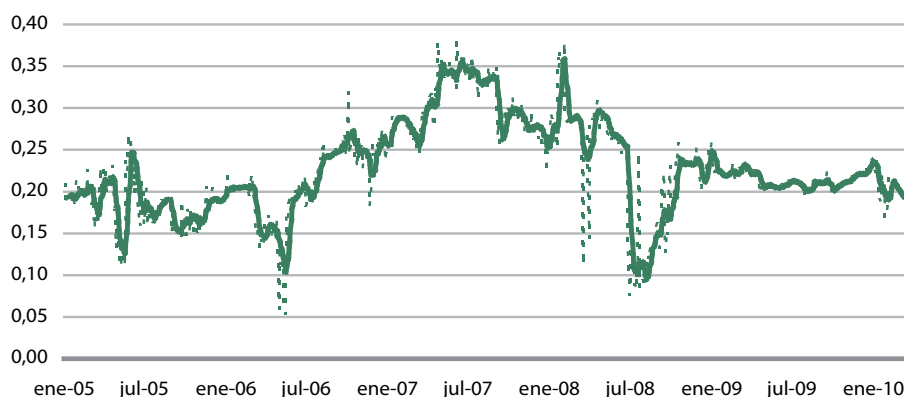
GRÁFICO 14



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 15 de marzo.

Asimetría de la volatilidad del Ibx 35

GRÁFICO 15



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 15 de marzo.

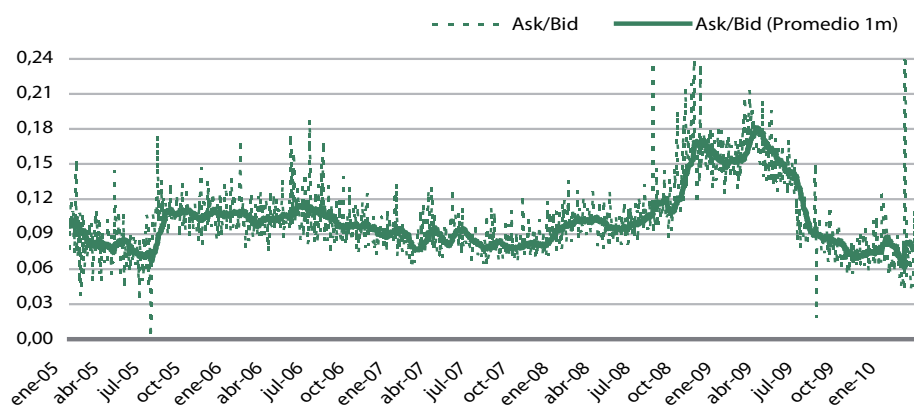
Se representa el parámetro que mide, en un modelo GARCH asimétrico (*), la sensibilidad de la volatilidad condicional a sorpresas negativas en los rendimientos.

(*) La ecuación especificada es: $\ln(P_t / P_{t-1}) = \alpha + \varepsilon_t$

con varianza: $\sigma_t^2 = \omega + \theta \cdot \varepsilon_{t-1}^2 + \beta \cdot \sigma_{t-1}^2 + \eta \cdot \varepsilon_{t-1}^2 \cdot [1 \Leftrightarrow \varepsilon_{t-1} < 0] + u_t$

Liquidez Ibx 35. Spread bid-ask (%)

GRÁFICO 16



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 15 de marzo.

La contratación bursátil, muy irregular en 2009, ha dado signos de recuperación en los primeros meses del año...

La contratación en el mercado bursátil español, que se había caracterizado por mostrar un comportamiento irregular a lo largo de 2009, con un notable descenso del 29% en ese año, ha mostrado signos de recuperación durante los dos primeros meses y medio de 2010, según reflejan los datos en promedio diario. Así, la contratación media diaria del año hasta mediados de marzo se situó en 3.748 millones de euros, lo que representa un crecimiento del 7% respecto a la registrada en el conjunto de 2009¹³.

13 En el conjunto de 2009, el promedio diario de contratación en el mercado bursátil fue de 3.492 millones de euros, por debajo de los 4.895 millones registrados en 2008.

Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 9

	2006	2007	2008	2009	III-09	IV-09	I-10 ¹
Total bolsas	1.154.294	1.667.219	1.243.387	886.135	216.778	259.065	191.172
Mercado continuo	1.146.390	1.658.019	1.235.330	880.544	215.405	257.388	190.135
Corros	5.318	1.154	207	73	14	12	10
de los que SICAV ²	4.581	362	25	20	8	2	2
MAB ³	1.814	6.985	7.060	5.080	1.249	1.544	899
Segundo mercado	49	193	32	3	0	0	0
Latibex	723	868	758	435	110	120	127
Pro-memoria: contratación de no residentes (% s/ total bolsas)							
	58,4	61,6	65,5	nd	64,9	nd	nd

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados desde el 1 de enero hasta el 15 de marzo.

2 Sociedades de inversión de carácter financiero.

3 Mercado alternativo bursátil. Datos desde el inicio de su actividad el 29 de mayo de 2006.

nd: datos no disponibles en la fecha de elaboración del informe.

Pese a la mejora de los mercados financieros en 2009 en términos de precios, volatilidad y liquidez, las emisiones de valores de renta variable continuaron la atonía ya mostrada desde 2008. En el conjunto de 2009, éstas ascendieron a 11.391 millones de euros, sensiblemente inferiores a las cifras de ejercicios anteriores a la crisis.

...aunque las emisiones continúan la atonía ya mostrada desde 2008.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta¹

CUADRO 10

	2006	2007	2008	2009	2009		
					III-09	IV-09	I-10 ²
IMPORTES EFECTIVOS³ (millones de euros)	29.436	69.955	16.349	11.391	1.087	2.311	233
Ampliaciones de capital	26.977	67.887	16.340	11.389	1.087	2.309	233
De ellas, mediante OPS	645	8.503	292	17	7	10	6
Tramo nacional	303	4.821	292	17	7	10	6
Tramo internacional	342	3.681	0	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.459	2.068	10	2	0	2	0
Tramo nacional	1.568	1.517	10	2	0	2	0
Tramo internacional	891	551	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴	86	100	54	53	11	19	9
Ampliaciones de capital	77	91	53	53	11	19	9
De ellas, mediante OPS	8	8	2	2	1	1	1
De ellas, liberadas	20	19	18	11	4	3	1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	14	12	2	1	0	1	0

Fuente: CNMV.

1 Incorpora los importes de las emisiones admitidas a negociación sin publicar folletos de emisión.

2 Datos disponibles hasta el 15 de marzo de 2010.

3 No se incluyen los importes registrados de las operaciones que no llegaron a realizarse.

4 Se incluyen todas las operaciones registradas aunque no llegaran a realizarse.

Recuadro 3: Cambios en el sistema español de compensación, liquidación y registro de valores

El pasado 15 de febrero de 2010 se sometió a consulta pública un documento de la CNMV que contenía una serie de propuestas de modificación en el sistema español de compensación, liquidación y registro de valores de renta variable y que constituyen un conjunto de medidas de gran trascendencia para la ordenación de este segmento del mercado de valores español. Las propuestas de la CNMV recogidas en este documento encuentran su origen en las reflexiones y recomendaciones recogidas en el documento *Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*, elaborado conjuntamente por la CNMV y el Banco de España a finales de 2007.

La compensación, liquidación y registro de operaciones sobre valores es una pieza esencial de cualquier sistema financiero. Estas actividades, cuya función es llevar a efecto el intercambio pactado de valores por efectivo, engloban todos los procesos posteriores a la negociación, hasta el cambio de titularidad de los valores y su registro. El adecuado funcionamiento y la seguridad jurídica de los mecanismos de post-contratación, mucho menos visibles que los de contratación, resultan imprescindibles para garantizar la eficiencia, la competitividad y la estabilidad del sistema financiero.

El sistema español de post-contratación de renta variable (acciones), que lleva vigente casi dos décadas, fue concebido en un entorno histórico de mercados e infraestructuras muy distinto al actual y muestra diferencias relevantes respecto a casi todos los países de nuestro entorno. En general, puede afirmarse que el sistema español de post-contratación de renta variable ha mostrado un grado de solidez y control de riesgos muy elevado, con un nivel ínfimo de incidencias, en comparación con otros mercados internacionales de primer orden, siendo un sistema con un elevado grado de trazabilidad y disciplina, aunque algunas de sus complejidades operativas resultan poco compatibles para su integración en proyectos europeos, como el proyecto del Eurosistema Target 2 Securities (T2S).

En este contexto, las propuestas de la CNMV pretenden caminar hacia un sistema más eficiente y competitivo y, sobre todo, más equiparable a los de nuestro entorno y más flexible para adaptarse a los cambios que están teniendo lugar en los mercados de valores. En concreto, la CNMV ha planteado modificar el sistema actual en tres direcciones:

1. Trasladar la firmeza hacia el momento de la liquidación y dotar de mayor versatilidad al sistema. Actualmente, en el mercado de acciones, la firmeza, entendida como la irrevocabilidad e incondicionalidad de las instrucciones de liquidación, se adquiere en el momento inmediatamente posterior a la contratación, cuando se produce la recepción de volúmenes por Iberclear. Paralelamente, existen mecanismos que tratan de asegurar la entrega, procurando la liquidación de todas las operaciones en su fecha teórica. Sin embargo, esto último no siempre se consigue en la práctica, a pesar de todas las cautelas contenidas en los mecanismos de aseguramiento establecidos. En este ámbito, la reforma propuesta pretende aproximar la firmeza al momento de la liquidación efectiva de la operación, como ocurre en casi todos los sistemas europeos, y relajar así los mecanismos de aseguramiento de la entrega actuales. En paralelo, se pretende que el sistema pueda liquidar en plazos diferentes, dando así una respuesta más adecuada a las demandas de los participantes, de muy

diferente naturaleza, de manera que se homologue con los estándares actuales en otros sistemas europeos.

2. Introducir una cámara de contrapartida central (CCP). Para mantener el atractivo que representa la certidumbre sobre la liquidación de las operaciones contratadas, se propone la creación de una CCP que se convierta en comprador para los vendedores y vendedor para los compradores, centralizando y gestionando el riesgo de crédito de sus participantes. La introducción de una CCP homologará al sistema bursátil español con la estructura que rige la post-contratación en los principales mercados internacionales. La capacidad de compensar posiciones de distinto signo (“neteo”) de la CCP permitirá aumentar la eficiencia global del sistema mediante la reducción del número de operaciones a liquidar.

3. Desplazar el control registral a un momento posterior a la liquidación. En la actualidad, las entregas de valores requieren la aportación de un código, denominado referencia de registro (RR), previamente a su liquidación. En el futuro, se propone que el depositario central (Iberclear) realice un control previo de saldos de valores, manteniendo un código numérico que identifique registralmente los valores, pero permitiendo su aportación a posteriori, lo que simplificará el proceso actual de liquidación de las ventas. Con ello se dotará al sistema de una mayor agilidad de proceso, lo que le aportará más eficiencia y facilitará el acortamiento del ciclo de liquidación en el futuro, lo que, sin duda, será demandado a medio plazo en la Unión Europea.

En relación a su aplicación práctica, los cambios planteados por la CNMV requieren modificación de varias normas, como la Ley del Mercado de Valores, el Real Decreto 116/1992 sobre anotaciones en cuenta, el Reglamento de bolsas, el Reglamento de Iberclear, así como la promulgación de otras normas nuevas, como la que establezca los principios de funcionamiento y el régimen de la CCP.

Se ha constituido un Comité de Seguimiento, presidido por el Vicepresidente de la CNMV, en el que participan el Banco de España, Bolsas y Mercados Españoles y representantes de las asociaciones del sector. Su función será debatir sobre el curso del trabajo preparatorio de la reforma y asesorar a la CNMV al respecto. Para ello, considerará las propuestas elaboradas por dos grupos de trabajo –en los que participan expertos y representantes de la industria– sobre los aspectos técnicos del proyecto. Un primer documento sobre las reformas propuestas se sometió a consulta pública el 12 de febrero de 2010.

El proceso de discusión abierto será transparente, contará con la opinión de todas las partes interesadas y sus resultados se presentarán a consulta pública. Se espera tener un plan de desarrollo detallado de las reformas antes del final de 2010.

3.2 Los mercados de renta fija

Los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública y privada continúan en mínimos históricos, en línea con la política monetaria del BCE. En el ámbito de la deuda pública, los tipos de interés (en promedio) de las letras del Tesoro en marzo¹⁴ en los plazos de tres y seis meses fueron del 0,5% y en el de doce meses del 0,7%. En renta fija privada, los tipos de interés en los mismos plazos fueron del 0,8%, 1,1% y 1,4%.

Los tipos de interés a corto plazo continúan en mínimos, en línea con la política del BCE, ...

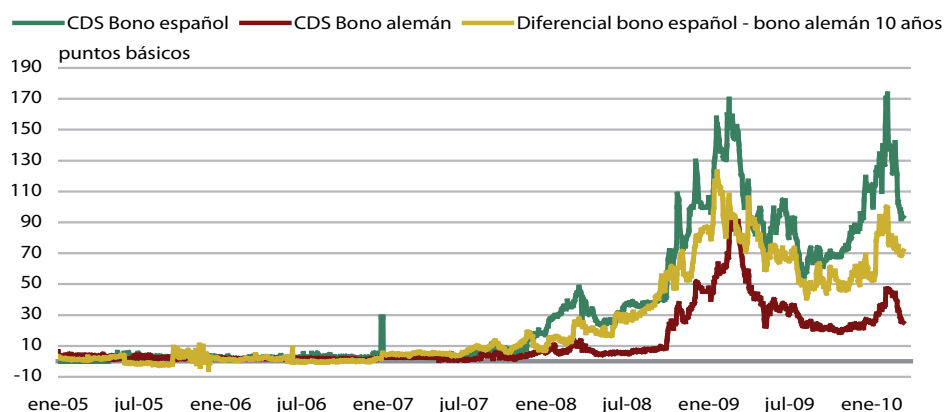
14 Hasta el 15 de marzo.

...mientras que los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública han mostrado una tendencia al alza en el primer trimestre de 2010.

Por el contrario, los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo, que mantuvieron una trayectoria descendente en el segundo semestre de 2009, iniciaron un notable repunte en el primer trimestre de 2010 que ha perdido intensidad en las últimas semanas. Así, el diferencial de tipos de interés entre el bono español y el bono alemán alcanzó los 100 p.b. el 8 de febrero y actualmente oscila en el entorno de los 72 p.b., todavía por encima de los niveles de finales de 2009 (en torno a 60 p.b.). Este perfil es más acentuado en la prima de riesgo del CDS del bono español (véase gráfico 17), que registró un máximo histórico hasta 173 p.b. el 8 de febrero, desde los 113 p.b. a cierre de 2009, si bien cotiza actualmente por debajo de aquel nivel (ligera-mente por debajo de los 95 p.b.).

Prima de riesgo de la deuda pública española¹

GRÁFICO 17



Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 15 de marzo.

Los tipos de la deuda privada a largo plazo han permanecido relativamente estables en lo que va de año...

En lo que llevamos de año, los tipos de la deuda privada de plazos más largos han permanecido prácticamente estables respecto a finales de 2009. En conjunto, el promedio de los tipos de interés de la deuda a tres años descendió hasta el 2,95% en marzo, desde el 3,19% en diciembre de 2009, el tipo a cinco años disminuyó 8 p.b. hasta el 4,11% y el tipo a diez años lo hizo en 3 p.b. situándose en el 4,99% (véase cuadro 11).

Tipos de interés de la renta fija privada¹

CUADRO 11

%	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	mar-09	jun-09	sep-09	dic-09	mar-10
Corto plazo: pagarés de empresa²									
3 meses	3,78	4,97	3,45	0,89	1,70	1,28	0,95	0,89	0,83
6 meses	3,91	4,91	3,54	1,17	1,86	1,52	1,22	1,17	1,13
12 meses	4,00	4,85	3,68	1,43	2,10	1,80	1,45	1,43	1,41
Medio y largo plazo³									
3 años	4,04	4,59	3,79	3,19	3,24	3,40	3,22	3,19	2,95
5 años	4,14	4,65	4,17	4,19	4,00	4,46	4,31	4,19	4,11
10 años	4,26	4,94	4,73	5,02	4,76	5,24	5,14	5,02	4,99

Fuente: AIAF.

1 Promedio de datos diarios. Los datos de marzo corresponden al promedio entre el 1 y el 15.

2 Negociados en el mercado AIAF de renta fija privada.

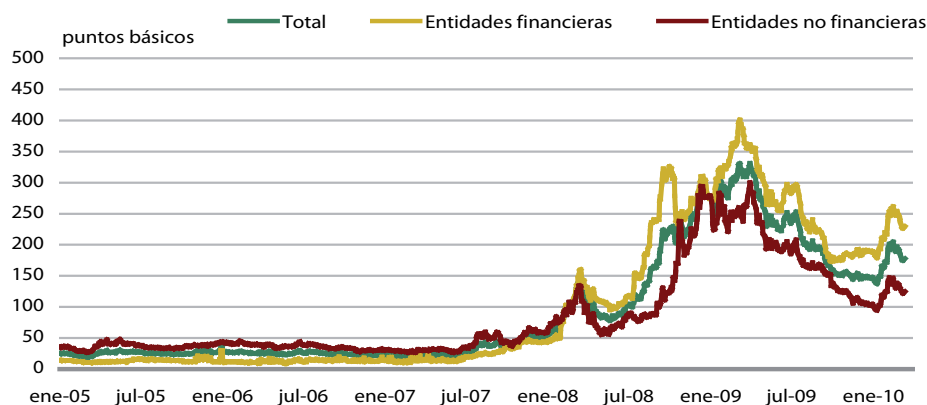
3 Bonos y obligaciones en operaciones a vencimiento negociados en el mercado AIAF.

En cambio, las primas de riesgo de los CDS de los emisores privados españoles han repuntado desde principios de año (30 p.b.), si bien dicho avance parece haberse detenido desde mediados de febrero. Así, desde los 148 p.b. de finales de 2009, el promedio de las primas del conjunto de emisores españoles alcanzó un máximo superior a los 200 p.b. el 8 de febrero, para descender posteriormente hasta los 178 p.b. a mediados de marzo. Esta tendencia sugiere que las variaciones en la presión sobre el riesgo soberano español se han ido extendiendo a nivel corporativo de forma paralela con independencia del sector (véase gráfico 18 y recuadro 5).

...mientras que los CDS de los emisores privados nacionales han repuntado en el primer trimestre debido a un cierto contagio derivado del incremento de riesgo soberano.

Prima de riesgo agregada¹ con información de CDS a cinco años de emisores españoles

GRÁFICO 18



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de marzo.

¹ Media simple.

En 2009, las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV moderaron la tendencia descendente que comenzó en 2007 (cayeron un 19%, frente al recorte del 27% de 2008), si bien varió sustancialmente su composición. Los instrumentos que más incrementaron su importancia relativa fueron los bonos y obligaciones simples (del 2,2% del total de emisiones en 2008 hasta el 16,1% de las mismas en 2009), las cédulas hipotecarias (del 3% hasta el 9,2%) y, en menor medida, las participaciones preferentes (del 0,3% hasta el 3,3%), en detrimento de los pagarés de empresa (del 65,5% hasta el 49,4%) y de los bonos de titulización (del 28,4% hasta el 21,1%). La positiva evolución de las emisiones de bonos y obligaciones simples, que se sextuplicaron en 2009 respecto a 2008, se debe a las emisiones avaladas por el Estado (un 77% del total de emisiones de estos instrumentos). Por su parte, el crecimiento de las cédulas hipotecarias, del 149% en el mismo periodo, se ha podido ver favorecido por el programa de compras del BCE iniciado en junio de 2009.

La composición de las emisiones brutas de renta fija, cuyo volumen cayó un 19% en 2009, varió sustancialmente a favor de los bonos y obligaciones simples, las cédulas hipotecarias y las participaciones preferentes.

En el transcurso de 2010¹⁵, las emisiones totales han ascendido a 39,8 mil millones de euros, notablemente por debajo de los 95,5 mil millones emitidos en el mismo periodo de 2009. El comienzo de 2010 muestra una ralentización de las emisiones de renta fija privada como consecuencia de las dificultades que se siguen observando en la evolución de los mercados de titulización. Mientras en los últimos años este tipo de emisiones ha representado cerca del 20% del total, en lo que llevamos de año únicamente se han registrado seis emisiones de este tipo, cuyo volumen suponía el 3% del total emitido en 2010. No se ha emitido ninguna participación preferente,

Durante 2010 se siguen evidenciando dificultades en algunos mercados, como los de titulización. Sin embargo, la emisión de bonos sin aval del Estado mejora.

15 Hasta el 15 de marzo.

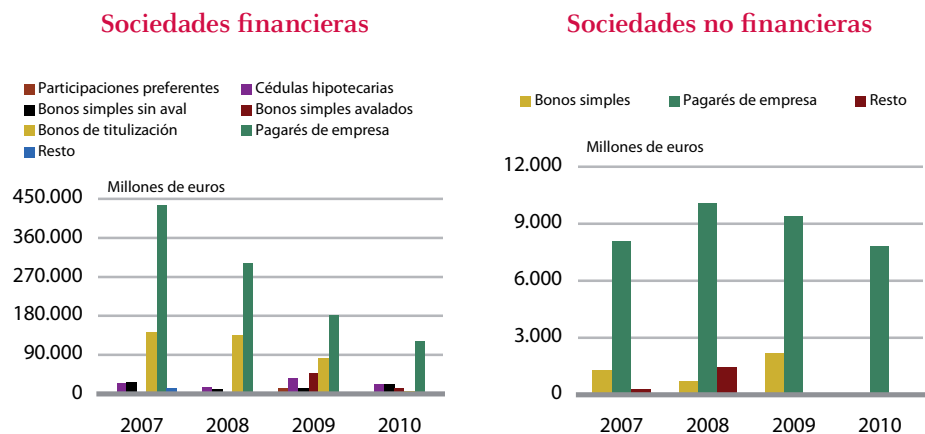
recurso utilizado el año anterior para reforzar el capital regulatorio y que ha podido verse afectado por la exigencia del mercado de instrumentos más tradicionales en la valoración de la solvencia de las entidades y por un entorno de menores beneficios, que hace menos atractivo este tipo de instrumentos para los inversores. La mejora sustancial de la importancia relativa de las emisiones de pagarés de empresa (67% del total en lo que llevamos de año, frente al 49% en 2009) está desvirtuada por la evolución de los instrumentos comentados anteriormente, pues su magnitud se ha recortado a la mitad respecto al mismo periodo del año anterior. Tanto la emisión de bonos simples como la de cédulas hipotecarias mantienen en 2010 tendencias similares a las observadas durante el año anterior, si bien, en el primer caso, hay un menor recurso de las entidades al aval del Estado, lo que podría ser indicativo de una mejora en el acceso a los mercados de financiación (un 35% de las emisiones de bonos simples han sido avaladas en lo que llevamos de 2010) y, en el caso de las cédulas hipotecarias, la preferencia del mercado hacia estos instrumentos en detrimento de los bonos de titulización.

Una parte creciente de la financiación de los emisores españoles se obtiene del exterior.

Las emisiones de renta fija en el exterior compensaron parcialmente la caída de las emisiones en España en 2009, debido principalmente a la emisión de pagarés de empresa (véase gráfico 19). El crecimiento de este tipo de instrumentos fue mayor que el experimentado por aquéllos de más largo plazo (un 41% y un 18%, respectivamente).

Emisión bruta de renta fija por tipo de entidad e instrumento¹

GRAFICO 19



Fuente: CNMV.

¹ Datos hasta el 15 de marzo. A efectos comparativos, los datos de 2010 se anualizan.

Emisiones brutas de renta fija registradas¹ en la CNMV

CUADRO 12

	2006	2007	2008	2009	2009 2010		
					III-09	IV-09	I-10 ²
NÚMERO DE EMISIONES	336	335	337	512	103	118	57
Cédulas hipotecarias	37	32	47	75	13	20	10
Cédulas territoriales	6	8	8	1	0	0	1
Bonos y obligaciones no convertibles	115	79	76	244	51	56	33
Bonos y obligaciones convertibles/ canjeables	1	0	1	6	3	2	0
Bonos de titulización	82	101	108	76	16	13	2
Programas de pagarés	84	107	88	73	11	26	11
De titulización	3	3	2	2	0	1	0
Resto de pagarés	81	104	86	71	11	25	11
Otras emisiones de renta fija	0	3	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	11	5	9	37	9	1	0
IMPORTE NOMINAL (mill. de euros)	523.131	648.757	476.276	387.476	66.722	74.199	39.842
Cédulas hipotecarias	44.250	24.696	14.300	35.574	3.870	11.055	4.600
Cédulas territoriales	5.150	5.060	1.820	500	0	0	125
Bonos y obligaciones no convertibles	46.688	27.416	10.490	62.249	6.138	12.370	7.230
Bonos y obligaciones convertibles/ canjeables	68	0	1.429	3.200	2.200	700	0
Bonos de titulización	91.608	141.627	135.253	81.651	12.956	10.301	1.185
tramo nacional	30.886	94.049	132.730	77.289	11.751	9.696	1.185
tramo internacional	60.722	47.578	2.522	4.362	1.206	605	0
Pagarés de empresa ³	334.457	442.433	311.738	191.342	40.340	39.753	26.703
De titulización	1.993	465	2.843	4.758	953	1.245	870
Resto de pagarés	332.464	441.969	308.895	186.583	39.388	38.508	25.833
Otras emisiones de renta fija	0	7.300	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	911	225	1.246	12.960	1.217	20	0
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	27.361	47.158	12.950	20.989	4.679	2.254	3.100
Emisiones aseguradas	92.213	86.161	9.170	4.794	1.450	785	0

Fuente: CNMV.

1 Incorpora los importes de las emisiones admitidas a negociación sin publicar folletos de emisión.

2 Datos disponibles: 15 de marzo de 2010.

3 Las cifras de emisión de pagarés de empresa corresponden a los importes colocados.

Recuadro 4: Tendencias recientes en los mercados internacionales de renta fija

La crisis financiera ha tenido un impacto significativo en los mercados internacionales de renta fija que, en una primera etapa, extensible hasta finales de 2008, se tradujo en una reducción sustancial del volumen de emisiones de deuda y en un encarecimiento histórico del coste de este tipo de instrumentos, como muestran los importantes repuntes de los *spreads* de crédito de los diferentes tipos de emisores reflejados en el gráfico 3. A lo largo de 2009 se observó una cierta normalización en las condiciones vigentes en estos mercados, lo que facilitó una cierta recuperación de los volúmenes emitidos en algunos de ellos y un descenso de las primas de riesgo.

En este recuadro se detallan las tendencias más recientes mostradas por los mercados primarios internacionales de renta fija, con el fin de ilustrar tanto la variación de las emisiones en 2008 y 2009 como la recomposición de las mismas entre diferentes instrumentos financieros, regiones o tipos de emisores.

1) Emisiones por tipo de instrumento. Como se observa en el panel superior del gráfico R4, el volumen de emisiones netas de instrumentos de renta fija en los mercados internacionales ascendió en 2009 a 6,3 billones de dólares, lo que supone un aumento de 3,3 billones de dólares respecto a la cifra de 2008 y de 1,6 billones respecto a la cifra de 2007. Por tipo de instrumento, se observa que tras el estallido de la crisis, la emisión neta de titulizaciones, que había alcanzado máximos cercanos a 2,5 billones de dólares en 2006, prácticamente desapareció en 2008 y registró un incremento muy reducido en 2009. La recuperación de los volúmenes emitidos en 2009 tuvo su origen en el cuantioso incremento de las emisiones de deuda soberana (que pasaron de 3,3 billones de dólares en 2008 a 5,5 billones en 2009) y en el aumento de las emisiones de bonos de alta calidad crediticia (*investment grade*).

2) Emisiones por región. De acuerdo a la información contenida en el panel intermedio del gráfico R4, el descenso de las emisiones de 2008 estuvo más concentrado en EE.UU. (un 64% del total), mientras que la recuperación de 2009 fue algo más generalizada entre regiones (46% en EE.UU. y 31% en Europa).

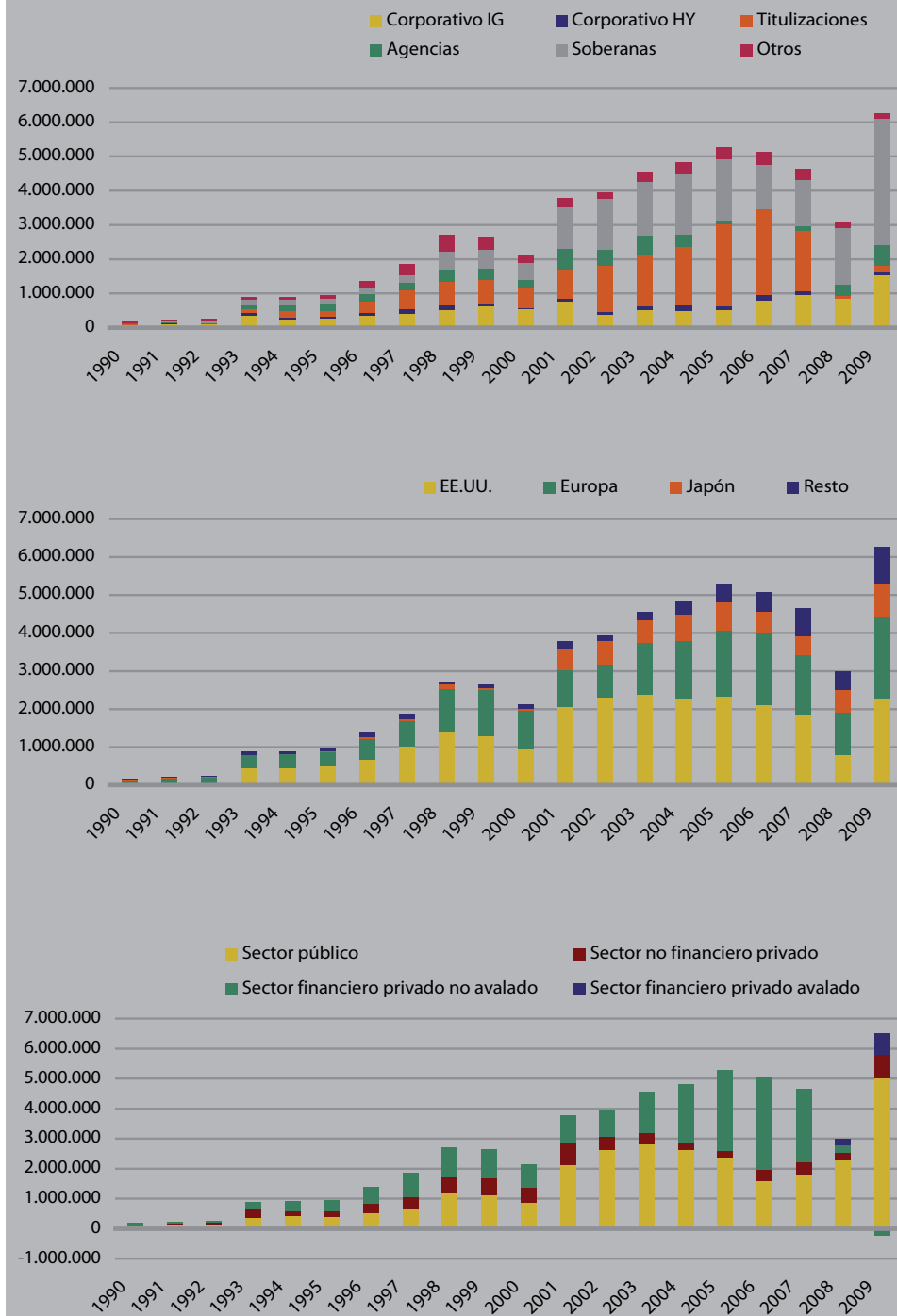
3) Emisiones por tipo de emisor. Mientras que el descenso de las emisiones de 2008 estuvo asociado a la caída de las emisiones de las entidades financieras (debido fundamentalmente al colapso de las titulizaciones), la recuperación de 2009 se atribuye fundamentalmente a las emisiones del sector público (84%) y, en menor medida, a las de las sociedades no financieras (16%), como ilustra el panel inferior del gráfico R4. Con todo, las emisiones netas del sector financiero quedaron en 2009 en niveles algo inferiores a los de 2008, incluso a pesar del aumento del volumen de emisiones avaladas. Esta última observación refleja la fase actual de desapalancamiento en que se encuentra inmerso el sector. En el marco de las sociedades no financieras, es relevante resaltar el proceso observado de sustitución entre sus fuentes de financiación a favor de instrumentos de deuda y en detrimento del crédito bancario, propiciado por el endurecimiento de las condiciones de acceso a esta última fuente (véase gráfico R4).

Las emisiones observadas en los dos primeros meses de 2010 muestran un nuevo incremento en el volumen anual de emisiones mundiales de deuda, liderado nuevamente por el sector público¹.

Emisiones internacionales netas de renta fija (millones de dólares)

GRÁFICO R4

Por tipo de instrumento financiero, región y tipo de emisor



Fuente: Dealogic.

1 En los dos primeros meses del año, las emisiones brutas de deuda ascendieron a 2,1 billones de dólares, de las cuales un 52% correspondieron a emisiones soberanas y un 16% a emisiones de agencias.

Recuadro 5: Desarrollos recientes en la valoración del riesgo de crédito

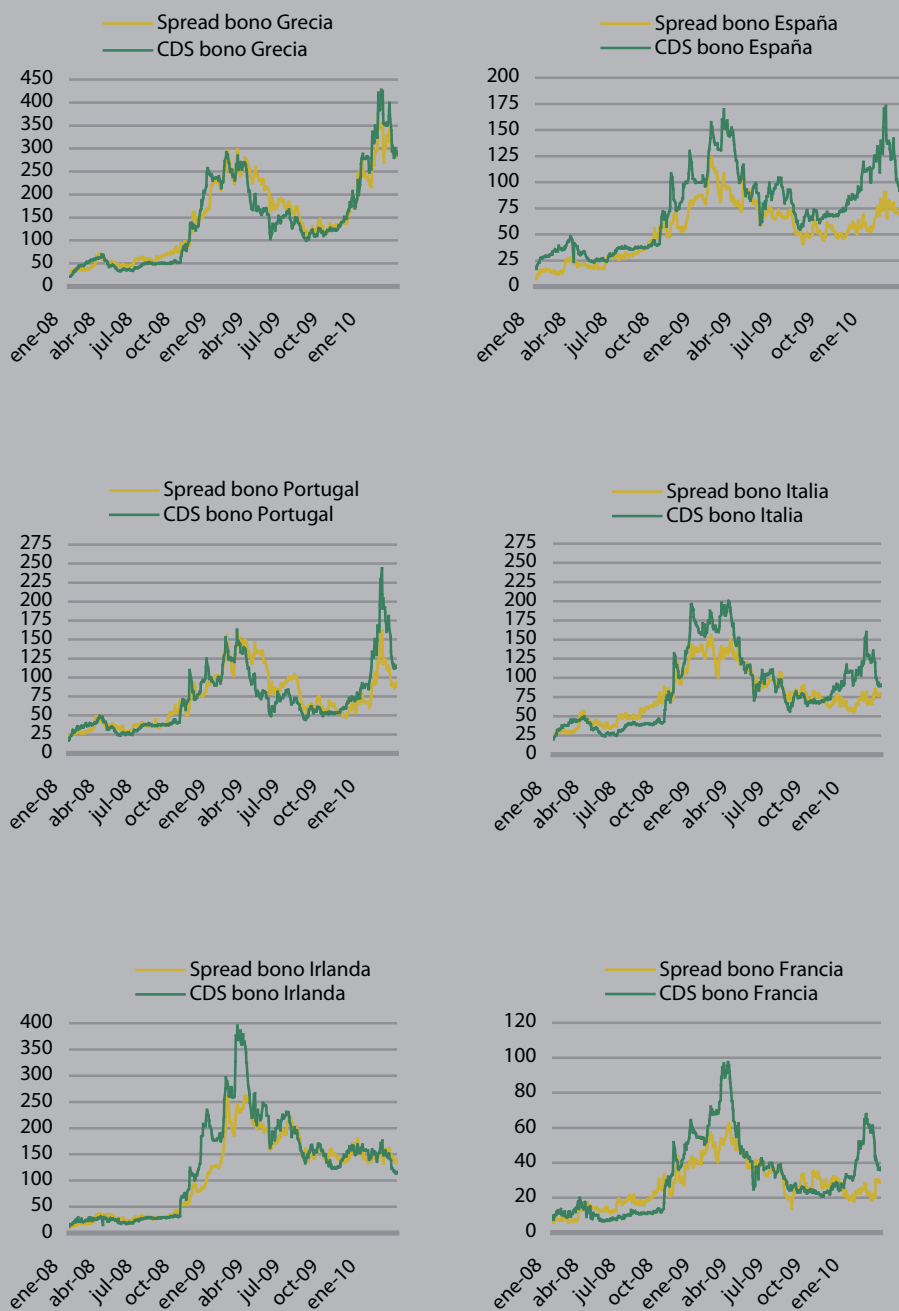
Durante las últimas semanas y, de manera especial, a raíz de las turbulencias provocadas por la constatación de la grave situación de las finanzas griegas, para algunos emisores soberanos europeos se ha observado un comportamiento dispar entre la evolución de los CDS y los *spreads* de los bonos subyacentes (véase el gráfico adjunto). Este hecho ha generado cierta confusión y controversia acerca del papel de los CDS y, de forma singular, de sus potenciales efectos desestabilizadores en los mercados de deuda pública. En este contexto, el objetivo de este recuadro es aportar algo de luz en torno al posible comportamiento anómalo de los mercados de CDS para, a continuación, señalar varias opciones de actuación por parte de las autoridades económicas en este ámbito.

1) La relación entre el mercado de bonos soberanos y el de CDS. En ausencia de fricciones significativas, teóricamente, los *spreads* de los bonos y los CDS deberían estar muy próximos entre sí. Esta relación, que se basa en ausencia de oportunidades de arbitraje, ha sido contrastada con éxito, tomando como referencia horizontes temporales amplios¹. Sin embargo, a corto plazo las diferencias entre ambos pueden ser sustanciales, como ha sucedido en fechas recientes, en las que las primas de los CDS han superado en algunos casos ampliamente al diferencial de los bonos.

Estas diferencias, que aparentemente se acentúan en momentos de mayor tensionamiento en los mercados de deuda pública, pueden producirse como consecuencia de diferentes factores, algunos relacionados con la demanda de CDS y otros con su oferta.

Por un lado, en un contexto como el actual, de elevada incertidumbre agregada, es razonable descontar que una parte de la demanda de CDS soberanos tiene como finalidad cubrir riesgos distintos del soberano, pero positivamente correlacionados con aquél, para los que no existe un mercado de seguro o éste no es lo suficientemente eficiente. En estas circunstancias, la demanda total de CDS se hace más sensible a variaciones en el riesgo percibido sobre la deuda soberana.

Por otro lado, el incremento súbito en la demanda de CDS, bien con la finalidad de cubrir posibles *credit events* de deuda soberana o de asegurar otros riesgos de naturaleza macroeconómica, o bien por motivos puramente especulativos², puede tener un efecto desproporcionado en los precios de estos productos si la oferta de los mismos no es capaz de responder con la misma flexibilidad. En este sentido, la elevada concentración de un parte sustancial de la oferta mundial CDS soberanos en un número relativamente pequeño de entidades³, podría estar relacionada con posibles estrecheces en la disponibilidad de CDS, provocando así sobreacciones a corto plazo en sus precios. A su vez, los voluminosos programas públicos de ayuda al sector financiero han podido agravar, indirectamente, un eventual problema de escasez puntual en la oferta de CDS, al ligar de manera más intensa la probabilidad de una crisis fiscal con una bancaria. Asimismo, la reciente desaparición de algunas de las entidades más activas en la provisión de liquidez en los mercados de CDS, como Lehman Brothers y, en menor medida, Bear Sterns, ha mermado aún más la capacidad de oferta global de estos productos.



Fuente: Thomson Datastream. Los *spreads* de bonos están referenciados al bono alemán.

Así pues, existen varias razones objetivas que permiten entender, al menos parcialmente, las desviaciones recientes entre las primas de los CDS y los correspondientes bonos soberanos de varios países europeos. Respecto a la posibilidad de que las anteriores fricciones en los mercados de CDS estén provocando efectos negativos en la valoración de los bonos públicos correspondientes, ésta parece poco relevante en términos prácticos, teniendo en cuenta los reducidos porcentajes que representan los volúmenes de CDS en comparación con los de la deuda pública correspondiente (estos porcentajes son, aproximadamente, del 4% para Portugal, 3% para Irlanda, 2% para Grecia y España y 1% para Italia).

2) **Algunas posibles vías de actuación.** Uno de los principales fallos en el mercado de CDS, que ha puesto indirectamente de manifiesto el reciente debate en torno a estos productos, es la falta de post-transparencia, pues los precios y volúmenes de las transacciones de este tipo de producto no se dan a conocer al resto de participantes en el mercado. Esta circunstancia puede limitar la capacidad de análisis de los participantes en el mercado, así como de los propios supervisores, amplificando de forma espuria la incertidumbre lógica que sigue a situaciones de crisis como la actual. Además, para la mayoría de los supervisores europeos (salvo España, Reino Unido e Irlanda), este tipo de operaciones son “invisibles”, pues no se incluyen entre las transacciones que se deben comunicar diariamente (*transaction reporting*). Por ello, parece conveniente extender la obligatoriedad de remitir diariamente información fiable y actualizada acerca de los agentes y entidades que ofrecen este tipo de cobertura contra riesgo soberano y de las condiciones de estos contratos (volúmenes, precios, tipología de contrapartes, colaterales exigidos, etc.). En el contexto europeo, sería conveniente incluir nuevos requisitos informativos de esta índole en la MiFID, aprovechando su actual proceso de revisión.

Disponer de información completa y actualizada es un requisito imprescindible para que los supervisores puedan detectar puntualmente posibles comportamientos abusivos/manipuladores en estos mercados, en cuyo caso, en el contexto europeo la vía más natural para atajar este problema es aplicar la Directiva de Abuso de Mercado, introduciendo en la misma las modificaciones que pueda sugerir la experiencia más reciente en el ámbito de los CDS (esta última directiva también está en proceso de revisión por la Comisión Europea⁴).

Finalmente, un fallo de mercado que merece especial atención en este contexto es el relativo al riesgo de contraparte de las operaciones de cobertura a través de CDS. En este sentido, puede ser conveniente reforzar los mecanismos de compensación y liquidación de los contratos de CDS más susceptibles de ser estandarizados mediante el establecimiento de cámaras centrales de contrapartida.

- 1 Véase, por ejemplo, Haibin Zhu (2004), *An empirical comparison of credit spreads between the bond market and the credit default swap market*, BIS Working Papers N. 160, y Blanco, R., Brennan, S. and Marsh, I.W. “An Empirical Analysis of the Dynamic Relation between Investment-Grade Bonds and Credit Default Swaps”, *Journal of Finance*, 60 (2005), pp. 2255–2281.
- 2 En una investigación reciente llevada a cabo por la BaFin alemana (nota de prensa de 8 marzo de 2010), no obstante, se descartó el motivo especulativo como principal razón del súbito incremento en las primas de los CDS de la deuda pública griega, señalándose, en su lugar, la demanda genuina de cobertura contra riesgo de impago como factor principal.
- 3 De acuerdo con los datos de la Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC), en abril de 2009 los cinco mayores oferentes mundiales de CDS concentraban el 49% de la oferta total de estos instrumentos, y los diez mayores oferentes representaban el 72% de la misma.
- 4 La situación en España no requiere de cambios normativos significativos en materia de abuso de mercado o comunicación de operaciones, pues existe obligación de comunicar a la CNMV los CDS contratados cuyo subyacente sea un título negociado en mercados europeos y la norma española sobre abuso de mercado ya se aplica a los CDS.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero¹⁶

Tras dos ejercicios consecutivos de descensos, la industria de fondos de inversión parece haber iniciado una cierta recuperación a lo largo de la segunda mitad de 2009 que se ha traducido en un ligero aumento de su patrimonio agregado y del número de partícipes en ese periodo (véase cuadro 13). Así, el patrimonio de los fondos de inversión se incrementó un 2% desde los 167 mil millones de euros a mediados de 2009 hasta los 170,5 mil millones en diciembre como consecuencia de la revalorización de su cartera, que fue especialmente relevante en el tercer trimestre, y de la notable reducción de los reembolsos netos efectuados por los partícipes. En concreto, el volumen de salidas netas de recursos, que llegó a superar los 18.000 millones de euros por trimestre en varios trimestres de 2008, fue reduciéndose progresivamente a lo largo de 2009 hasta tal punto que en el último trimestre de dicho ejercicio la industria volvía a ser receptora neta de recursos (220 millones de euros), como consecuencia de las suscripciones netas positivas en todas las categorías de fondos contempladas salvo en los fondos garantizados, posiblemente condicionados por su calendario de vencimientos.

En el conjunto del año, el patrimonio de los fondos de inversión descendió en algo más de 5.300 millones de euros (un 3%), lo que supone una caída sensiblemente inferior a la registrada a lo largo de los dos años precedentes (79.000 millones de euros en 2008 y 15.000 millones de euros en 2007). La caída del patrimonio se debió exclusivamente al volumen de reembolsos efectuados, que superó en el conjunto del año los 12.900 millones de euros. La revalorización de la cartera de los fondos de inversión fue sustancial en 2009 como consecuencia de la recuperación de las cotizaciones bursátiles, permitiendo que la rentabilidad conjunta de los fondos volviera a terreno positivo (5,7% en 2009 frente al -4,2% en 2008).

El análisis por categorías presenta ciertas dificultades como consecuencia del cambio normativo de la clasificación por vocaciones de los fondos de inversión¹⁷ que se produjo en el segundo trimestre de 2009, y que dio lugar a numerosas reclasificaciones de fondos entre diferentes categorías¹⁸. Con todo, en términos generales, se observa que los descensos de patrimonio más voluminosos en el conjunto de 2009 se produjeron en las categorías de renta fija y en los garantizados de renta variable, en ambos casos como consecuencia del volumen de reembolsos efectuado. Por el contrario, los fondos de renta fija mixta y los fondos de renta variable internacional mostraron incrementos pronunciados en su patrimonio debido tanto a la entrada de recursos en estos fondos como a la revalorización de su cartera.

El patrimonio de los fondos de inversión volvió a crecer en la segunda mitad de 2009 debido a la sustancial reducción del volumen de reembolsos...

... y a la revalorización de su cartera, que reflejó la recuperación de las cotizaciones bursátiles.

Los mayores incrementos de patrimonio en 2009 se produjeron en los fondos de renta fija mixta y en los fondos de renta variable internacional.

16 Aunque esta clasificación incluye las IIC de inversión libre y las IIC de inversión libre no se realiza una alusión especial sobre estas instituciones, debido a la existencia de un sub-epígrafe específico para ellas.

17 Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora.

18 Estas reclasificaciones han afectado de forma significativa a los fondos globales y a los fondos de retorno absoluto (esta última categoría, de reciente creación).

	2007	2008	2009	2009			
Número				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	2.926	2.912	2.536	2.830	2.735	2.628	2.536
Rta. fija ¹	600	629	582	631	612	598	582
Rta. fija mixta ²	204	195	169	193	190	171	169
Rta. vble. mixta ³	207	202	165	191	181	174	165
Rta. vble. euro ⁴	247	237	182	235	193	185	182
Rta. vble. interncal. ⁵	357	330	242	304	271	252	242
Gar. rta. fija	251	260	233	249	253	241	233
Gar. rta. vble. ⁶	590	590	561	586	610	593	561
Fondos globales	470	469	187	441	208	193	187
De gestión pasiva ⁷			69		69	69	69
Retorno absoluto ⁷			146		148	152	146
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	255.040,9	175.865,3	170.547,7	168.829,3	167.161,0	169.458,4	170.547,7
Rta. fija ¹	113.234,1	92.813,1	84.657,2	91.473,0	86.711,3	85.913,9	84.657,2
Rta. fija mixta ²	13.011,9	5.803,0	8.695,5	5.282,6	5.421,8	6.322,4	8.695,5
Rta. vble. mixta ³	8.848,0	3.958,8	3.879,6	3.301,7	3.480,1	3.812,4	3.879,6
Rta. vble. euro ⁴	16.589,7	5.938,9	6.321,6	4.778,1	4.946,0	6.094,1	6.321,6
Rta. vble. interncal. ⁵	13.948,1	4.254,6	5.902,4	3.808,8	4.108,3	5.020,9	5.902,4
Gar. rta. fija	17.674,4	21.150,3	21.033,4	20.952,0	21.664,1	21.322,7	21.033,4
Gar. rta. vble. ⁶	42.042,1	30.873,7	25.665,8	29.433,3	29.120,6	27.857,4	25.665,8
Fondos globales	29.692,6	11.072,8	3.872,5	9.799,9	3.350,7	3.400,4	3.872,5
De gestión pasiva ⁷			3.216,6		2.714,5	3.066,3	3.216,6
Retorno absoluto ⁷			7.303,0		5.643,6	6.647,7	7.303,0
Participes							
Total fondos de inversión	8.053.049	5.923.346	5.475.403	5.626.786	5.498.325	5.461.473	5.475.403
Rta. fija ¹	2.763.442	2.204.652	2.041.487	2.145.607	2.067.091	2.042.556	2.041.487
Rta. fija mixta ²	493.786	277.629	290.151	247.833	241.097	254.599	290.151
Rta. vble. mixta ³	331.214	209.782	182.542	194.064	187.244	184.985	182.542
Rta. vble. euro ⁴	577.522	377.545	299.353	339.285	270.079	277.093	299.353
Rta. vble. interncal. ⁵	800.556	467.691	458.097	431.575	419.928	434.299	458.097
Gar. rta. fija	549.108	538.799	570.963	525.387	540.428	550.041	570.963
Gar. rta. vble. ⁶	1.715.144	1.402.948	1.188.304	1.339.367	1.339.321	1.272.792	1.188.304
Fondos globales	822.277	444.300	88.337	403.668	96.581	79.288	88.337
De gestión pasiva ⁷			85.403		91.738	97.399	85.403
Retorno absoluto ⁷			270.766		244.818	268.421	270.766
Rentabilidad⁸(%)							
Total fondos de inversión	2,63	-4,21	5,73	-0,32	2,43	2,80	0,73
Rta. fija ¹	2,68	2,06	1,91	0,23	0,55	0,88	0,24
Rta. fija mixta ²	2,01	-7,14	6,85	-1,51	3,48	4,18	0,63
Rta. vble. mixta ³	2,79	-22,21	16,47	-5,66	9,86	10,18	1,99
Rta. vble. euro ⁴	6,05	-39,78	32,41	-13,02	23,34	19,76	3,06
Rta. vble. interncal. ⁵	1,31	-41,71	37,28	-6,60	20,08	15,15	6,30
Gar. rta. fija	2,80	3,29	3,81	1,14	0,94	1,31	0,37
Gar. rta. vble. ⁶	2,46	-2,61	3,56	1,11	0,85	1,40	0,16
Fondos globales	1,58	-8,64	10,90	-1,33	4,90	5,18	1,87
De gestión pasiva ⁷			-		16,50	12,09	4,61
Retorno absoluto ⁷			-		1,54	1,90	0,70

Fuente: CNMV.

Con motivo de las modificaciones en la clasificación de las vocaciones de los fondos de inversión, que comenzó el 1 de abril de 2009, se han producido algunos cambios en los agregados que se mostraban en este cuadro:

- 1 Hasta 1T09 incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, Renta fija internacional y monetarios. Desde 2T09 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios.
- 2 Hasta 1T09 incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.
- 3 Hasta 1T09 incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.
- 4 Hasta 1T09 incluye: Renta variable nacional y Renta variable euro. Desde 2T09 incluye Renta variable euro (que ya incluye RVN).
- 5 Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EEUU, RVI Emergentes y RVI Otros. Desde 2T09: RVI.
- 6 Hasta 1T09: GRV. Desde 2T09: GRV y Garantía parcial.
- 7 Nuevas categorías desde 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.
- 8 Rentabilidad anual para 2007, 2008 y 2009. Rentabilidad trimestral no anualizada para los trimestres de 2009.

El número de partícipes de los fondos de inversión quedó cerca de los 5,5 millones a finales de 2009, lo que supone un descenso aproximado de 450.000 respecto a la cifra de 2008. La caída del número de partícipes también ha moderado sustancialmente su ritmo respecto a ejercicios anteriores (en 2008 el número de partícipes se redujo en más de dos millones), e incluso, como se comentó al principio del epígrafe, a lo largo del cuarto trimestre de 2009 hubo un ligero incremento de unos 14.000 nuevos partícipes.

Por su parte, el número de fondos, que se había mantenido relativamente estable en cifras cercanas a los 2.900 en los trimestres posteriores al inicio de la crisis, mostró una tendencia claramente descendente a lo largo de 2009, como consecuencia del incremento del número de fusiones entre ellos (448), especialmente en las categorías de renta fija. El número de fondos quedó así en 2.536 a finales de 2009. Estos datos evidencian que las gestoras han aprovechado el cambio normativo de las vocaciones de fondos de inversión para reorganizar y racionalizar la oferta de productos existente, con el fin de que éstos sean más competitivos y de que permitan ganancias de eficiencia en su gestión.

Los análisis más recientes sobre las condiciones de liquidez de las inversiones de los fondos en el ámbito de la cartera de renta fija privada revelan que el volumen de activos de liquidez reducida de los fondos aumentó ligeramente desde los 14.386 millones de euros en septiembre de 2009 hasta los 14.870 millones de euros en diciembre (483 millones de euros más). En concreto, la importancia de estos activos sobre el patrimonio total de los fondos de inversión aumentó levemente desde el 8,5% en septiembre de 2009 hasta el 8,7% en diciembre (véase cuadro 14). La variación de la exposición de los fondos a activos de menor liquidez fue diferente dependiendo de la categoría de activo contemplada. En particular, el aumento de la exposición a activos menos líquidos tuvo su origen en el incremento de los activos de renta fija de liquidez reducida (más de 1.000 millones de euros entre el tercer y el cuarto trimestre de 2009), mientras que el volumen de titulaciones de liquidez reducida disminuyó cerca de 600 millones de euros. Aunque la proporción de activos de liquidez reducida respecto al patrimonio de los fondos se ha estabilizado desde hace varios trimestres, se percibe un grado de tensión menor para estos instrumentos, en línea con la mejora de las condiciones de liquidez que se ha producido en los mercados secundarios de renta fija privada a lo largo de 2009. Además, una parte relevante de estas inversiones menos líquidas están concentradas en cédulas hipotecarias y en emisiones de renta fija avaladas, activos que, presumiblemente, tendrían menos dificultades en términos de liquidez si tuvieran que ser enajenados.

El número de partícipes descendió en 450.000 en 2009, si bien en el último trimestre se invirtió la tendencia,

... mientras que el número de fondos mostró una clara disminución como consecuencia de las fusiones entre ellos.

La importancia relativa de los activos de liquidez reducida de los fondos se ha mantenido estable desde mediados de 2009 en torno al 8,6% de su patrimonio.

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s. total de la cartera		
	jun-09	sep-09	dic-09	jun-09	sep-09	dic-09
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	3.504,4	4.008,9	4.637	19,0	19,9	20,7
Renta Fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	4.504,1	4.181,1	4.619	37,4	32,0	31,4
Renta fija no financiera	260,7	179,2	190	5,4	2,8	3,9
Titulizaciones	6.314,4	6.017,4	5.423	78,6	75,1	73,4
Titulización AAA	4.491,1	3.711,0	3.179	76,3	72,3	81,7
Resto titulizaciones	1.823,3	2.306,4	2.244	84,9	80,1	64,1
TOTAL	14.583,6	14.386,5	14.870	33,6	30,2	30,1
% sobre patrimonio FI	8,7	8,5	8,7			

Fuente: CNMV.

Las perspectivas para la industria son algo más favorables que en trimestres anteriores, pero existe un grado elevado de incertidumbre en torno a ellas.

En el contexto que se acaba de describir, de mejora en la evolución del patrimonio gestionado, aplicación de medidas para aumentar la eficiencia de la gestión y estabilidad del peso relativo de activos poco líquidos en las carteras de los fondos, las perspectivas para la industria son ligeramente más favorables que en trimestres anteriores, aunque no están exentas de riesgos. En particular, la variabilidad mostrada por los mercados financieros y el incremento de los reembolsos efectuados por los partícipes en los primeros meses del año han introducido un grado elevado de incertidumbre en torno a estas perspectivas. A favor de la industria juega el incremento del ahorro de los hogares, que ha pasado de valores cercanos al 10% de su renta disponible a finales de 2007 a valores superiores al 18% en el tercer trimestre de 2009. El mantenimiento de las tendencias más recientes en cuanto a la distribución de este ahorro (menor inversión en depósitos y mayor en fondos de inversión, véase gráfico 10) dependerá de las estrategias comerciales desarrolladas por las sociedades gestoras y por las entidades financieras, especialmente por aquéllas que puedan experimentar mayores dificultades de acceso a los mercados mayoristas de financiación.

IIC inmobiliarias

Las IIC inmobiliarias continúan operando en un entorno complejo derivado del ajuste del sector inmobiliario nacional y del incremento de las peticiones de reembolso...

Las IIC inmobiliarias continúan operando en un entorno de cierta complejidad, como consecuencia del fuerte ajuste del sector inmobiliario nacional y del notable incremento de los reembolsos solicitados por los partícipes. Los fondos de inversión inmobiliarios (FII) comenzaron a mostrar ciertas dificultades desde finales de 2008, que se prolongaron hasta los primeros meses de 2009. El aumento de las solicitudes de reembolso de los partícipes y la evolución desfavorable del mercado inmobiliario hicieron que algunas entidades experimentaran problemas de diverso grado a la hora de atender dichos reembolsos.

...que ha dado lugar en algunos fondos a ventas anticipadas de activos, tasaciones adicionales de inmuebles y reducciones o suspensiones en los reembolsos.

En este marco, algunos FII optaron por realizar determinadas ventas anticipadas de activos, reducir la frecuencia de los reembolsos o realizar tasaciones adicionales de los inmuebles. Adicionalmente, y a petición de las gestoras de dos FII, la CNMV autorizó la suspensión de los reembolsos de varios fondos por un periodo de dos años¹⁹. De este modo, las gestoras pueden aplicar un plan de venta ordenado para atender los reembolsos solicitados.

¹⁹ A finales de 2009, dos FII presentaban reembolsos suspendidos (Santander Banif Inmobiliario y Segurfondo Inversión) y uno tenía solicitudes de reembolsos aplazadas hasta noviembre de 2010 (BBVA Propiedad).

En el conjunto de 2009, el patrimonio de los FII descendió un 12,7%, hasta los 6.465 millones de euros, y el número de partícipes lo hizo en un 14,2%, hasta los 83.583 (véase cuadro 15). El número de fondos al final del año era de ocho, uno menos que en 2008. De ellos, al finalizar el año uno estaba en proceso de liquidación y tres presentaban reembolsos suspendidos o aplazados. La rentabilidad del conjunto de fondos de inversión inmobiliarios fue del -8,3% en 2009, lo que marca un mínimo histórico para este tipo de instrumentos, en línea con el ajuste del sector inmobiliario doméstico.

En este marco, es preciso resaltar el hecho de que del patrimonio total de los FII a finales de 2009 (6.465,1 millones de euros), 4.693,9 millones (el 72,6% del total) pertenecía a fondos en liquidación o con reembolsos suspendidos o aplazados. Del patrimonio restante (1.771,2 millones de euros), que es aquél que pertenece a fondos realmente operativos, 586,2 millones de euros (el 33,1%) estaban en manos del grupo de la sociedad gestora del fondo, de acuerdo con la información comunicada en las participaciones significativas. Por tanto, el patrimonio total de los FII no liquidados, suspendidos o con reembolsos aplazados que está en manos de inversores que no pertenecen al grupo financiero de la gestora del fondo ascendía en diciembre de 2009 a 1.184,9 millones de euros, lo que representa el 18,33% del total del patrimonio de FII.

Por su parte, el patrimonio de las sociedades de inversión inmobiliarias (SII) descendió un 17% en 2009 hasta los 309 millones de euros, el número de accionistas se redujo ligeramente desde 937 hasta 928 y el número de instituciones quedó en ocho, una menos que en el año precedente.

En el marco que se acaba de describir, las perspectivas para el conjunto de IIC inmobiliarias son las más desfavorables dentro del conjunto de IIC españolas y es poco probable que la situación de estas instituciones mejore sustancialmente hasta que no lo haga el sector inmobiliario español. Las medidas que han tomado las gestoras (descritas previamente), la reducción del volumen de reembolsos efectuados por los partícipes a lo largo de 2009 y el respaldo de algunos grupos financieros a los fondos del propio grupo mejorarán previsiblemente las condiciones de liquidez de los fondos en los próximos trimestres o, al menos, evitarán un mayor deterioro de las mismas.

En el ámbito normativo, cabe señalar la propuesta de modificación del Reglamento de IIC realizada por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera que actualmente está en trámite de audiencia pública y que, entre otras modificaciones, propone eliminar la disposición que establece que, una vez transcurridos dos años desde el acuerdo de liquidación, la gestora correspondiente inscribirá los bienes y derechos sobre inmuebles en el Registro de la Propiedad a favor de todos los partícipes. De esta manera, se evita el problema que supondría para los partícipes pasar a ser miembros de una comunidad de propietarios sin un administrador definido, pues, a diferencia de lo que prevé la normativa vigente, se mantendrá la implicación y responsabilidad de la gestora hasta que finalice el proceso de venta de inmuebles.

En 2009, el patrimonio y el número de partícipes de los FII continuaron a la baja, a la vez que su rentabilidad descendió.

El porcentaje del patrimonio total de los FII no liquidados, suspendidos o con reembolsos aplazados en manos de inversores que no pertenecen al grupo financiero de la gestora del fondo era del 18% a finales de 2009.

El patrimonio y el número de accionistas de las sociedades de inversión inmobiliarias también cayeron en 2009.

Es poco probable que la situación de las IIC inmobiliarias mejore sustancialmente hasta que no lo haga el sector inmobiliario español.

En el marco normativo, destaca la propuesta de modificación del Reglamento de IIC que afecta al procedimiento de liquidación de estos fondos. La propuesta pretende mantener la implicación y la responsabilidad de la gestora hasta que finalice el proceso de venta de inmuebles.

	2006	2007	2008	2009	2009			
					I	II	III	IV
FONDOS								
Número	9	9	9	8	9	8	8	8
Partícipes	150.304	145.510	97.390	83.583	95.284	89.461	87.903	83.583
Patrimonio (millones de euros)	8.595,9	8.608,5	7.406,9	6.465,1	6.758,1	6.547,2	6.494,3	6.465,1
Rentabilidad (%)	6,12	1,27	0,69	-8,32	-4,50	-1,23	-1,37	-1,45
SOCIEDADES								
Número	8	9	9	8	9	9	8	8
Accionistas	749	843	937	928	938	937	929	928
Patrimonio (millones de euros)	456,1	512,9	371,9	308,6	369,1	360,7	313,0	308,6

Fuente: CNMV.

IIC de inversión libre

La industria de inversión libre parece haber iniciado un leve proceso de expansión, que está siendo más temprano e intenso en el ámbito de las IIC de IL.

Las IIC de inversión libre y las IIC de inversión libre parecen haber iniciado en 2009 un ligero proceso de recuperación similar al de los fondos de inversión tradicionales, después de varios trimestres de retroceso. La recuperación ha sido más temprana y más intensa en el ámbito de las IIC de inversión libre, ya que las dificultades que se originaron a raíz de la crisis tuvieron un impacto mayor en las IIC de inversión libre. En este contexto, conviene recordar que las IIC de inversión libre se enfrentaron a problemas de liquidez y de valoración de sus activos como consecuencia de las restricciones de los *hedge funds* extranjeros en los que habían invertido. Además, atender el incremento del volumen de reembolsos solicitado por los partícipes, que, por otra parte, es una característica que han compartido casi todos los tipos de fondos a lo largo de la crisis, fue más problemático para estas entidades, ya que algunas de sus IIC subyacentes también habían sufrido restricciones o suspensiones en materia de reembolsos.

El patrimonio y el número de partícipes de las IIC de IL descendieron notablemente en 2009. La mitad del número de instituciones se encontraba en proceso de liquidación a finales del mismo.

Así, el patrimonio de las IIC de inversión libre finalizó 2009²⁰ en 830 millones de euros frente a los 1.021 millones de 2008, mientras que el número de partícipes descendió desde los 8.151 hasta los 5.411. El número de instituciones quedó en 41, una más que a finales de 2008, aunque más de la mitad de ellas se encontraba en proceso de liquidación, mediante procedimiento formal o porque hubiera comunicado su intención de hacerlo a la CNMV. Con todo, y a pesar de un cierto comportamiento errático en los datos trimestrales, se percibe una cierta recuperación de este segmento de fondos desde mediados de 2009, tanto en términos de patrimonio como de partícipes.

Por el contrario, las IIC de IL mostraron en el conjunto de 2009 una cierta expansión en términos de su patrimonio, número de partícipes e instituciones. Su rentabilidad fue sustancial en los trimestres centrales del año.

Por su parte, el patrimonio de las IIC de inversión libre finalizó 2009 en 611 millones de euros, lo que supone un crecimiento cercano a los 72 millones de euros respecto de la cifra de 2008 (véase cuadro 16). En concreto, el patrimonio de estas instituciones ha crecido en todos los trimestres de 2009 salvo en el primero. El número de partícipes se incrementó desde los 1.589 hasta los 1.839, en un patrón similar al del patrimonio, y el número de instituciones quedó en 28, cuatro más que en 2008. La rentabilidad agregada de estos fondos fue sustancial en los dos trimestres centrales del año (8,1% en el segundo trimestre y 5,2% en el tercer trimestre) y ligeramente negativa a finales del mismo (-0,13%).

20 Datos de octubre en la fecha de cierre del informe.

En estos momentos, las perspectivas para la industria de inversión libre presentan un grado de incertidumbre relativamente elevado. Como nota positiva destaca la reanudación del proceso de expansión del sector en términos de patrimonio, partícipes e, incluso, de rentabilidades. Sin embargo, el elevado número de instituciones en proceso de liquidación tenderá a reducir el patrimonio del sector con una cierta intensidad en los próximos meses. Con todo, si persiste la normalización de los mercados financieros internacionales y la moderación del volumen de reembolsos solicitados por los partícipes que ya se observa en otras categorías de fondos, es razonable esperar una cierta expansión para este segmento de IIC en el conjunto de 2010.

Sus perspectivas presentan un grado elevado de incertidumbre. El sector podría mostrar una cierta expansión si disminuye la volatilidad de los mercados.

Principales magnitudes de las IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 16

	2006	2007	2008	2008	2009	II	III	IV ¹
				IV	I			
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Número	2	31	40	40	40	40	40	41
Partícipes	2	3.950	8.151	8.151	5.646	5.577	5.303	5.411
Patrimonio (millones de euros)	0,6	1.000,6	1.021,3	1.021,3	775,2	709,5	846,8	830,3
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Número	5	21	24	24	26	26	27	28
Partícipes	21	1.127	1.589	1.589	1.551	1.768	1.778	1.839
Patrimonio (millones de euros)	24,4	445,8	539,4	539,4	451,4	536,9	602,6	611,2
Rentabilidad (%)	n.s.	0,84	-4,82	-3,59	-0,40	8,12	5,21	-0,13

Fuente: CNMV.

1 Datos disponibles: octubre de 2009. Rentabilidad mensual trimestralizada.

En el ámbito normativo, cabe hacer mención de los desarrollos acontecidos tras la presentación de una propuesta de directiva por parte de la Comisión Europea en abril de 2009 para regular a las gestoras de vehículos de inversión alternativa. Bajo esta denominación se agrupan diversas modalidades de inversión (*hedge funds*, *private equity*, fondos de *commodities*, fondos inmobiliarios, etc.), canalizadas a través de patrimonios o sociedades cuya propiedad corresponde a un número más o menos amplio de inversores y cuya gestión corre, generalmente, a cargo de profesionales. A diferencia, sin embargo, de la inversión colectiva tradicional, se trata de modalidades de inversión no sujetas a regulación en algunas jurisdicciones y cuya comercialización se concentra, principalmente, entre inversores institucionales y profesionales. Algunos de estos vehículos, como los *hedge funds* o el *private equity*, ya habían suscitado la atención de los reguladores con anterioridad al estallido de la crisis financiera, debido a su impacto potencial sobre el riesgo sistémico canalizado, principalmente, a través del apalancamiento.

En el marco normativo, destaca la propuesta de una directiva por parte de la Comisión Europea en abril de 2009 para regular a las gestoras de vehículos de inversión alternativa...

En línea con las recomendaciones del G-20, la Comisión Europea presentó en abril de 2009 una propuesta de directiva para regular a los gestores de las instituciones de inversión alternativa. La propuesta pretende que, como mínimo, estén sujetas a regulación las actividades de los gestores que administren patrimonios elevados. En este sentido, se establece un umbral mínimo de 100 millones de euros, aunque éste se eleva a 500 en ausencia de apalancamiento y si no se permiten los reembolsos durante un período mínimo de 5 años, como ocurre, por ejemplo, con algunos vehículos de capital-riesgo, por entender que bajo estas condiciones el riesgo sistémico es menos relevante. De acuerdo con las estimaciones de la Comisión, estos umbrales

...que actualmente está siendo tramitada en el Consejo y en el Parlamento Europeo.

permitirían que la directiva cubriese al 30% de las gestoras y al 90% de los activos administrados correspondientes a los *hedge funds* domiciliados en la Unión Europea. La regulación contemplada en la propuesta de la Comisión implica la sujeción de las gestoras a condiciones de autorización y funcionamiento, con el acatamiento de reglas de transparencia y normas de conducta. Actualmente, esta propuesta está siendo tramitada tanto en el seno del Consejo como en el Parlamento Europeo.

4.2 Empresas de servicios de inversión

Las ESI continúan notablemente afectadas por la crisis. Sus ingresos siguieron cayendo en 2009, aunque con menos intensidad que en 2008.

La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) continúa estando fuertemente afectada por la crisis y sus principales líneas de negocio volvieron a generar menos ingresos para estas entidades en 2009. El ritmo de caída de las comisiones percibidas fue, eso sí, menor que el observado en 2008, especialmente en el caso de las agencias de valores, que en 2008 presentaron un ejercicio muy desfavorable. El número de entidades en pérdidas descendió ligeramente desde 28 en 2008 hasta 26 en 2009, en un marco de caídas sustanciales en sus tasas de rentabilidad. Las condiciones de solvencia del sector continúan siendo holgadas a pesar de la entrada en vigor de la nueva normativa de solvencia, que incrementó los requerimientos de recursos propios de las entidades²¹. A continuación se describen en detalle la evolución de la actividad, la rentabilidad y la solvencia de los diferentes tipos de ESI en 2009.

Los beneficios agregados antes de impuestos de las sociedades de valores cayeron un 29% en 2009. El volumen de comisiones percibidas disminuyó un 17%.

En el caso de las **sociedades de valores**, el beneficio agregado antes de impuestos ascendió a 359 millones de euros, un 29% menos que en 2008 (véase cuadro 17). En 2008 el resultado antes de impuestos cayó un 33%. Las comisiones totales percibidas por estas entidades ascendieron a 781 millones de euros, un 17% menos que en 2008. Las comisiones más importantes para las sociedades de valores, que son aquéllas que se derivan de la tramitación y la ejecución de órdenes en los mercados, quedaron en 549 millones de euros, un 15% menos que en 2008 (en 2008 cedieron un 17%). Otro tipo de comisiones relevantes mostraron comportamientos divergentes: mientras que las comisiones percibidas por la comercialización de IIC descendieron un 31% (frente al -43% de 2008) hasta los 63 millones de euros, las comisiones por asesoramiento en materia de inversión mostraron un incremento del 9%, hasta los 57 millones de euros, reduciendo así la importancia relativa de otras comisiones tradicionalmente importantes para las sociedades de valores como aquéllas relacionadas con la colocación y el aseguramiento de las emisiones en los mercados primarios de renta variable o fija.

Los gastos de explotación no cayeron al mismo ritmo que los ingresos, mientras que las pérdidas asociadas al deterioro de activos se incrementaron.

El margen bruto obtenido por las sociedades de valores, que se obtiene agregando a las comisiones netas percibidas el resto de comisiones asociadas a otras líneas de negocio (que no forman parte de su negocio más típico) ascendió a 758 millones de euros, lo que supone una caída del 21% respecto al margen de 2008. El menor descenso de los gastos de explotación de estas entidades (un 15%, hasta los 378 millones de euros) respecto al mostrado por el margen bruto y el aumento de las pérdidas asociadas al deterioro de activos, hicieron que el resultado de explotación cediera aún más, un 37%. Finalmente, el incremento de los resultados extraordinarios dejó la caída de los beneficios totales antes de impuestos en el 29% señalado anteriormente.

Por su parte, las **agencias de valores** obtuvieron un beneficio agregado antes de impuestos de 10,5 millones de euros en 2009 (véase cuadro 17), lo que supone un des-

21 Circular 12/2008 sobre solvencia de las ESI.

censo elevado respecto al año anterior, del 54%, pero sustancialmente inferior al registrado en 2008 (79% con respecto a 2007). Por partidas de ingreso, las comisiones percibidas por estas entidades ascendieron a 144 millones de euros, un 16% menos que en 2008 (la caída de estas comisiones en 2008 alcanzó el 37%). Los ingresos por tramitación y ejecución de órdenes cedieron un 13% (-51% en 2008), los obtenidos por la comercialización de IIC lo hicieron un 23% (-57% en 2008) y los asociados a la gestión de carteras cayeron un 7% (-24% en 2008).

En conjunto, el margen bruto obtenido por estas entidades ascendió a 130,7 millones de euros, un 19% menos que en 2008. A pesar de que los principales ingresos de estas entidades cayeron menos que en 2008, los gastos de explotación no se han ajustado con la misma intensidad a pesar de que también descendieron (un 13%), lo que finalmente ha dado lugar a caídas en el resultado de explotación y en el resultado antes de impuestos superiores al 50%.

El beneficio agregado antes de impuestos de las agencias de valores en 2009 fue un 54% menor que en 2008. Las comisiones percibidas cayeron un 16%...

...pero los gastos de explotación lo hicieron en menor cuantía (13%).

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (2009)

CUADRO 17

Importe en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores			S. gestoras de cartera		
	dic-08	dic-09	% var.	dic-08	dic-09	% var.	dic-08	dic-09	% var.
1. Margen de intereses	117.783	163.202	38,6	7.977	2.652	-66,8	1.482	341	-77,0
2. Comisiones netas	674.542	529.792	-21,5	149.874	127.410	-15,0	12.044	10.820	-10,2
2.1. Comisiones percibidas	943.619	781.555	-17,2	172.344	144.373	-16,2	23.877	21.835	-8,6
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	648.036	548.951	-15,3	62.345	53.988	-13,4	0	0	-
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	42.502	25.726	-39,5	4.847	2.989	-38,3	0	0	-
2.1.3. Depósito y anotación de valores	21.198	16.183	-23,7	676	509	-24,7	0	0	-
2.1.4. Gestión de carteras	17.306	11.543	-33,3	21.137	19.633	-7,1	20.683	18.549	-10,3
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	52.276	56.966	9,0	4.130	2.571	-37,7	2.484	2.698	8,6
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	12	10	-16,7	0	0	-	0	0	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	19	14	-26,3	10	28	180,0	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	91.167	63.296	-30,6	31.287	23.966	-23,4	66	18	-73,0
2.1.9. Otras	71.103	58.865	-17,2	47.913	40.688	-15,1	644	571	-11,4
2.2. Comisiones satisfechas	269.077	251.763	-6,4	22.470	16.963	-24,5	11.833	11.016	-6,9
3. Resultado de inversiones financieras	792.084	43.855	-94,5	-925	1.709	-	-108	92	-
4. Diferencias de cambio netas	-643.539	22.437	-	20	-265	-	13	5	-58,4
5. Otros productos y cargas de explotación	17.712	-854	-	3.741	-845	-	-432	-389	9,9
MARGEN BRUTO	958.584	758.431	-20,9	160.686	130.661	-18,7	13.000	10.869	-16,4
6. Gastos de explotación	446.356	378.100	-15,3	136.818	118.988	-13,0	11.330	9.142	-19,3
7. Amortizaciones y otras dotaciones	8.572	7.729	-9,8	3.130	2.522	-19,4	512	198	-61,4
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	69.055	96.855	40,3	415	60	-85,6	0	135	-
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	434.601	275.747	-36,6	20.323	9.090	-55,3	1.157	1.395	20,5
9. Otras ganancias y pérdidas	68.167	83.343	22,3	2.506	1.438	-42,6	-8	-15	-105,1
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	502.768	359.090	-28,6	22.829	10.529	-53,9	1.150	1.379	19,9
10. Impuesto sobre sociedades	137.481	98.631	-28,3	8.423	5.666	-32,7	385	419	8,9
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	365.286	260.458	-28,7	14.406	4.862	-66,2	765	961	25,5
11. Resultado de actividades interrumpidas	2.292	0	-100,0	0	0	-	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	367.578	260.458	-29,1	14.406	4.862	-66,2	765	961	25,5

Fuente: CNMV.

Finalmente, las sociedades gestoras de cartera, cuya actividad de prestación de servicios de inversión es la más limitada en el conjunto de ESI, obtuvieron de forma agregada unos beneficios antes de impuestos de 1,4 millones de euros, casi un 20% más que en 2008. El descenso de las comisiones percibidas (-9%) fue algo menos intenso que los de las sociedades o agencias de valores, pero el elemento que las diferencia respecto a las anteriores, y que fundamenta el crecimiento de los beneficios,

Los beneficios agregados antes de impuestos de las sociedades gestoras de cartera ascendieron a 1,4 millones de euros, un 20% más que en 2008.

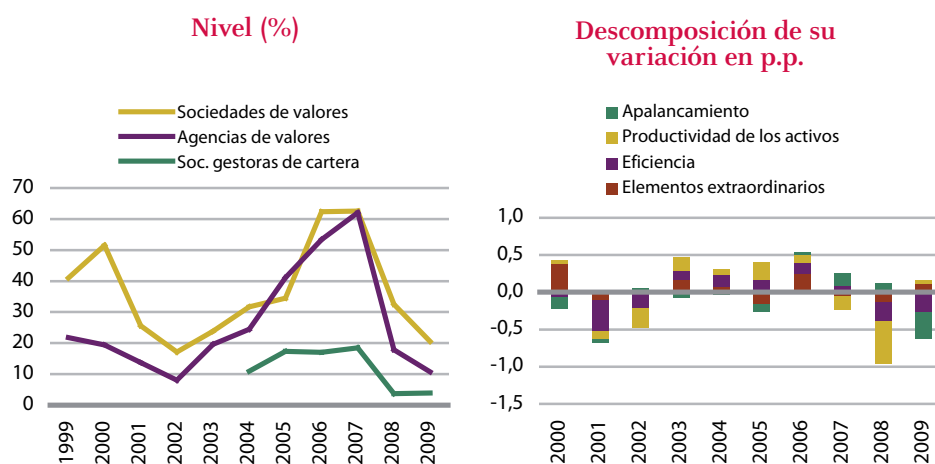
radica en la mayor contención de los gastos de explotación (superior al 19%) y en la reducción de las amortizaciones y dotaciones.

La rentabilidad de las ESI sobre fondos propios cayó desde el 32,5% al 20,5% en el caso de las sociedades de valores y del 17,9% al 10,7% en el de las agencias.

En línea con la moderación de los resultados, la rentabilidad antes de impuestos sobre el patrimonio (ROE) para el conjunto de ESI descendió en 2009, aunque de forma menos intensa que en 2008 (véase gráfico 20). La rentabilidad de las sociedades de valores se redujo desde el 32,5% en 2008 hasta el 20,5% en 2009, mientras que la de las agencias de valores lo hizo desde el 17,9% hasta el 10,7%. Por el contrario, la rentabilidad de las sociedades gestoras de cartera aumentó ligeramente, desde el 3,7% hasta el 4,0%. La descomposición de la variación de la rentabilidad de las sociedades y agencias de valores muestra diferencias interesantes entre los años 2008 y 2009. Como se observa en el gráfico 20 (panel derecho), la caída de la rentabilidad de las ESI en 2008 estuvo relacionada con la moderación de la productividad de los activos y de la eficiencia junto con elementos extraordinarios de carácter negativo²². Sin embargo, la reducción de la rentabilidad en 2009 (véase gráfico 20, panel derecho) estaría asociada a dos elementos: el descenso del apalancamiento y una cierta pérdida de eficiencia de las entidades, que refleja el incremento de las pérdidas asociadas al deterioro de los activos financieros. Los elementos de carácter extraordinario y la productividad de los activos habrían tenido un impacto ligeramente positivo.

ROE antes de impuestos de las ESI

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

El número de ESI en pérdidas disminuyó ligeramente, desde 28 en 2008 hasta 26 en 2009. Cuatro de ellas presentaban déficit de recursos propios.

Como muestra el gráfico 21, el número de entidades en pérdidas (antes de impuestos), que creció notablemente entre 2007 y 2008, tendió a estabilizarse a lo largo de 2009 y finalizó el mismo año en 26 (de un total de 109), dos menos que en diciembre de 2008. De las 26 entidades en pérdidas, 14 eran agencias de valores, 10 eran sociedades de valores y dos eran sociedades gestoras de cartera. El volumen agregado de las

22 Para analizar la variación del ROE de las ESI, se descompone dicha ratio de la siguiente manera:

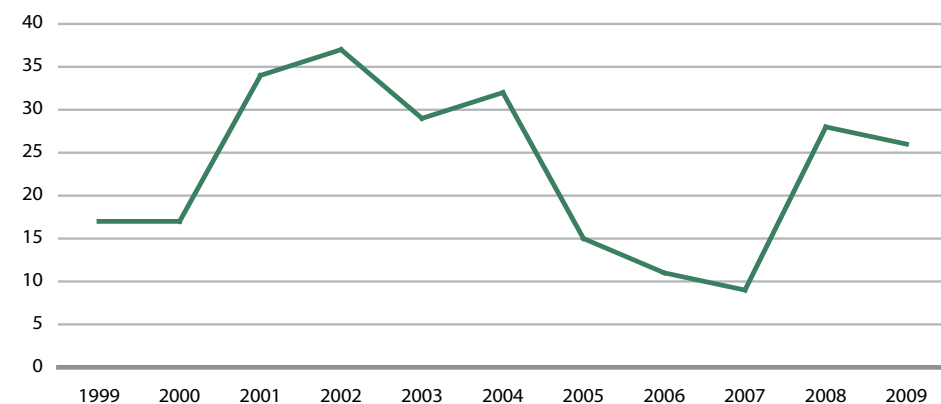
$$ROE = \frac{B \text{ antes impuestos}}{\text{Fondos Propios}} = \frac{B \text{ antes impuestos}}{\text{Rdo.Explotación}} (1) \times \frac{\text{Rdo.Explotación}}{\text{M.Bruto}} (2) \times \frac{\text{M.Bruto}}{\text{Activo}} (3) \times \frac{\text{Activo}}{\text{Fondos Propios}} (4)$$

donde los cocientes numerados se identifican como indicadores: (1) de los elementos de carácter extraordinario de la cuenta de pérdidas y ganancias, (2) de la eficiencia de las entidades, (3) de la productividad de los activos y (4) del apalancamiento. Para obtener un mayor detalle sobre el cálculo y la interpretación de esta descomposición, véase el recuadro "Descomposición del ROE" del informe *Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas*, del Boletín del primer trimestre de 2008.

pérdidas de estas entidades ascendió a 25,8 millones de euros, lo que supone cerca del 7% del beneficio total agregado antes de impuestos del sector. De estas entidades, cuatro presentaban además déficit de recursos propios.

Número de ESI en pérdidas

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

En cuanto a las condiciones de solvencia del sector, éstas continúan siendo holgadas, si bien se observó un cierto descenso del margen de solvencia agregado de las ESI, que se puede atribuir parcialmente a la nueva normativa de solvencia (Circular 12/2008 sobre solvencia de las ESI), en la medida en que ha dado lugar a un aumento de los recursos propios exigibles como consecuencia de los nuevos requerimientos por riesgo operacional. Al finalizar 2009, el exceso de recursos propios de las sociedades de valores era 3,7 veces superior al volumen de recursos exigidos (4,6 veces en 2008), el de las agencias de valores era 1,5 veces superior a lo exigido (2,1 veces en 2008) y el de las sociedades de cartera se mantuvo estable en 1,5 veces por encima de lo exigido (véase gráfico 22). El número de entidades que finalizó el ejercicio con déficit de recursos propios ascendió a seis (cinco agencias de valores y una sociedad de valores). Las entidades con déficit de solvencia son objeto de un seguimiento específico por parte de la CNMV para que, de acuerdo con lo previsto por la normativa, diseñen planes de viabilidad adecuados para erradicar esta situación lo antes posible.

Finalmente, una agencia de valores²³ publicó un hecho relevante el 5 de marzo en el que comunicó haber presentado solicitud de concurso voluntario y solicitud de intervención de la entidad, por lo que la CNMV acordó la intervención de la misma, así como la suspensión de su actividad, con objeto de garantizar la máxima protección de los inversores²⁴. El concurso de acreedores se declaró el pasado 23 de marzo.

Las condiciones de solvencia del sector continúan siendo holgadas, a pesar de un cierto descenso del margen de solvencia que se puede atribuir parcialmente a la nueva normativa. Al finalizar 2009, seis entidades tenían déficit de recursos propios.

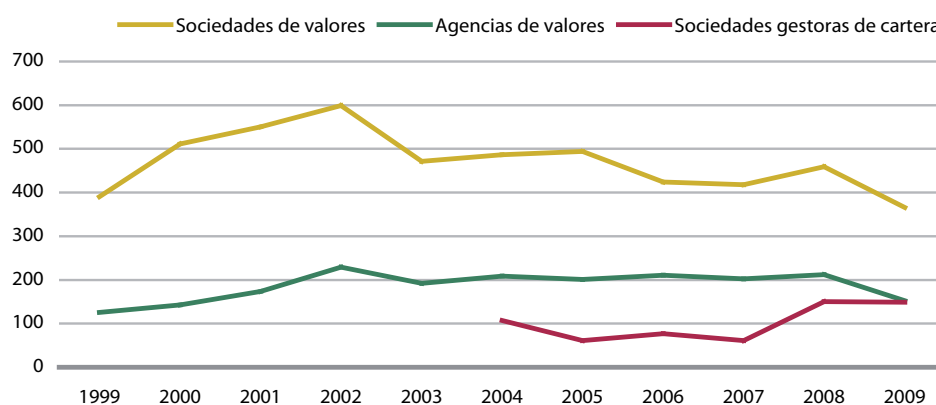
23 Sebroker Bolsa AV.

24 Véase comunicación de la CNMV del 5 de marzo de 2010.

Margen de solvencia de las ESI

GRÁFICO 22

(exceso de recursos propios computables sobre los recursos propios exigibles, %)



Fuente: CNMV.

Las perspectivas para el conjunto de ESI son algo más favorables que en trimestres anteriores, como consecuencia de la relativa normalización de los mercados financieros y la moderada recuperación de la industria de fondos de inversión.

Las perspectivas para el conjunto de ESI son algo más favorables que en trimestres anteriores, como consecuencia de la relativa normalización de los mercados financieros producida a lo largo de los últimos meses y la moderada recuperación de la industria de fondos de inversión. En los próximos meses, de consolidarse el crecimiento de la contratación en los mercados de renta variable y una cierta recuperación, aunque leve, de la industria de fondos de inversión, es razonable esperar que continúe la moderación del retroceso de las comisiones percibidas por las ESI y que incluso algunas líneas de negocio retomen una cierta expansión. También, una eventual sustitución de financiación empresarial a favor de instrumentos de renta fija, que ya se percibe en el ámbito internacional (véase gráfico 4), podría jugar a favor de estas entidades. Con todo, continúa la percepción de un cierto exceso de capacidad en el sector, por lo que un proceso de reestructuración del mismo no es descartable.

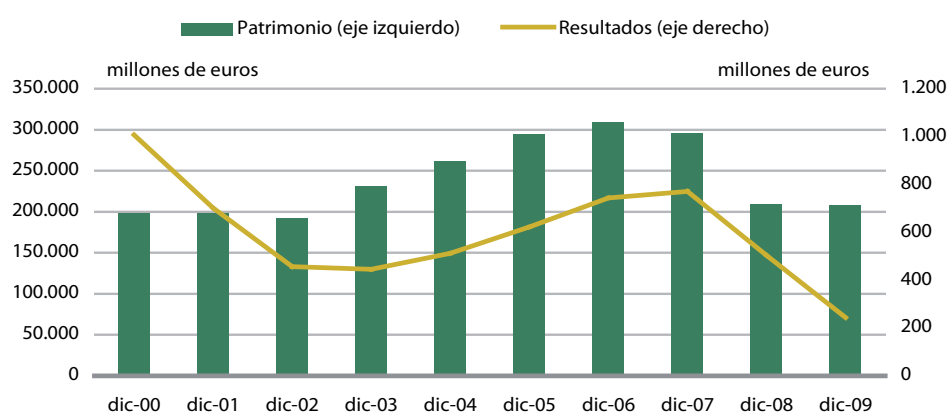
4.3 Sociedades gestoras de IIC

El patrimonio conjunto gestionado por las sociedades gestoras de IIC descendió ligeramente en 2009...

Los datos agregados de las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) correspondientes al conjunto de 2009 muestran que el patrimonio conjunto gestionado por estas entidades descendió hasta los 208 mil millones de euros, lo que supone una caída cercana a los mil millones de euros respecto a las cifras de 2008. La caída del patrimonio gestionado fue mucho menor que la experimentada en 2008 (próxima a los 87.000 millones de euros, véase gráfico 23). Así, el importe del patrimonio gestionado por las SGIIC se sitúa a finales de 2009 en valores similares a los existentes al principio de la década.

Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado y resultados antes de impuestos

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV. Datos hasta diciembre de 2009.

En este marco de ligera moderación del patrimonio gestionado se observa una caída sustancial de los resultados agregados de las sociedades, que en el conjunto de 2009 ascendieron a 243 millones de euros, menos de la mitad de lo que obtuvieron en 2008 (véase gráfico 23). Este descenso de los resultados se atribuye parcialmente a la caída en las comisiones de gestión percibidas por las entidades, que pasaron de representar el 1,1% del patrimonio en 2008 al 0,82% en 2009 en promedio (véase cuadro 19).

La rentabilidad agregada sobre fondos propios cayó desde el 34% en 2008 hasta el 16,6% en 2009, en línea con la moderación de los beneficios de las entidades. De este modo, el freno en el deterioro de la industria de fondos de inversión debería permitir una cierta estabilización en las cuentas de pérdidas y ganancias de las sociedades gestoras y del número de entidades en pérdidas. Este último se redujo desde 34 en diciembre de 2008 hasta 31 en diciembre de 2009, lo que evidencia un esfuerzo de este sector por consolidar una estructura de oferta con una dimensión más acorde a la previsible evolución de la demanda en el medio plazo. En particular, no se puede descartar que en el futuro próximo se acelere el proceso de reestructuración del sector de sociedades gestoras a la vista de la percepción de un cierto exceso de capacidad en el mismo, la posible reestructuración del mapa de entidades de crédito y el aumento de la utilización del pasaporte comunitario a la actividad de gestión de IIC por parte de los grupos extranjeros con presencia en España.

... mientras que sus resultados agregados cayeron por debajo de la mitad de los obtenidos en 2008, debido, fundamentalmente, a la caída de las comisiones percibidas.

La rentabilidad agregada sobre fondos propios cayó desde el 35% en 2008 hasta el 17% en 2009, mientras que el número de entidades en pérdidas se redujo desde 34 hasta 31.

Sociedades gestoras de IIC: resultados antes de impuestos y ROE

CUADRO 18

Importes en millones de euros

Año	Resultados antes de impuestos	ROE antes de impuestos (%)
2001	701,7	72,9
2002	457,1	50,1
2003	445,4	50,1
2004	512,2	57,3
2005	622,8	66,2
2006	744,0	68,9
2007	771,1	60,5
2008	503,5	34,0
2009	243,1	16,6

Fuente: CNMV.

Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado, ingresos por gestión de IIC y corretaje medio

CUADRO 19

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) ¹
2000	198.280	2.869	1,45	63,5
2001	198.115	2.465	1,24	65,8
2002	192.099	2.259	1,18	72,7
2003	231.458	2.304	1,00	73,8
2004	262.132	2.670	1,02	73,6
2005	293.973	2.976	1,01	72,2
2006	308.476	3.281	1,06	71,5
2007	295.922	3.194	1,08	70,5
2008	209.020	2.302	1,10	70,8
2009	207.999	1.703	0,82	68,6

Fuente: CNMV.

1 Relación entre los gastos por comisiones de comercialización de fondos y los ingresos por comisiones de gestión de IIC.

4.4 Otros intermediarios: capital riesgo

En 2009 se registraron 19 nuevas entidades de capital riesgo y 13 se dieron de baja.

Según el registro de entidades de capital riesgo (ECR), durante 2009 se registraron 19 nuevas entidades de capital riesgo y 13 se dieron de baja. Entre las entidades nuevas, 9 fueron sociedades de capital riesgo, siete fueron fondos y tres sociedades gestoras de ECR. En 2008, el número de ECR registradas en el CNMV aumentó en 55, de las cuales 25 fueron sociedades (SCR), 21 fueron fondos y nueve sociedades gestoras.

Altas y bajas en el registro de ECR en 2009

CUADRO 20

	Situación a 31/12/2008	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2009
Entidades	322	19	13	328
Fondos de capital-riesgo	95	7	1	101
Sociedades de capital-riesgo	154	9	10	153
Sociedades gestoras de ECR	73	3	2	74

Fuente: CNMV.

Según los datos de ASCRI, la inversión de las compañías de capital riesgo en España descendió sustancialmente en 2009 (-47%).

Según los datos de la asociación española de capital riesgo (ASCRI), la inversión de las compañías de capital riesgo en España descendió un 46,6% hasta los 1.617 millones de euros en 2009, lo que supone una caída aún mayor que la observada en 2008 (cuando experimentó un retroceso del 31,6%). Los volúmenes actuales de inversión son cercanos a los existentes en 2004. Aún así, según las proyecciones realizadas con datos internacionales²⁵, esta caída sería menos pronunciada que la experimentada en el resto de países. A nivel mundial, la caída en el volumen de inversiones se estima en torno al 74%, mientras en Europa habría sido del 67%.

25 A nivel europeo, la información se extrae del *Quarterly Activity Indicator Trends in Q3 2009*, de la European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), noviembre de 2009. Para la evolución mundial, la información procede del informe *Private Equity 2009* del *International Financial Services London* (IFSL), agosto de 2009. A falta del dato completo de 2009 en ambas fuentes, para calcular las variaciones en ese año de los volúmenes de inversión mundial y europeo se procede a anualizar dichos datos.

En particular, el número de operaciones llevadas a cabo por estas compañías descendió de forma similar en 2009 con respecto a 2008, con unas caídas del 5,2% y el 4%, respectivamente. Por su parte, las desinversiones durante 2009 ascendieron a 860 millones de euros, un 20,9% más que en 2008 (en aquel año descendieron un 55,6% respecto al nivel de 2007). El número de operaciones de desinversión fue de 316, cifra un 8,1% inferior al año anterior (recorte del 11,3% en 2008).

El número de operaciones llevadas a cabo por estas compañías descendió un 5% y las desinversiones lo hicieron un 21%.

A modo de síntesis, las dificultades que atraviesan las entidades financieras están limitando la capacidad de las entidades de capital riesgo para financiar grandes operaciones apalancadas. La caída del volumen invertido se debe a la práctica ausencia de este tipo de operaciones. Respecto al bajo volumen de desinversiones, en un escenario de valoración de las compañías a la baja, las entidades de capital riesgo estarían esperando un mejor momento para vender sus empresas participadas. De hecho, un 46% del volumen desinvertido se debió al reconocimiento de minusvalías, en gran parte motivadas por las dificultades de refinanciación de la deuda en algunas operaciones. En este escenario, los analistas del sector perciben una reactivación del mismo desde finales de año tanto en España como en el resto de Europa. No obstante, advierten que esta incipiente recuperación será lenta en tanto que no mejore la disponibilidad de financiación. Con todo, los volúmenes de inversión en 2010 podrían ser superiores a los 2.000 millones de euros. Las desinversiones, por su parte, podrían animarse gracias a las colocaciones previstas en los mercados de valores en 2010.

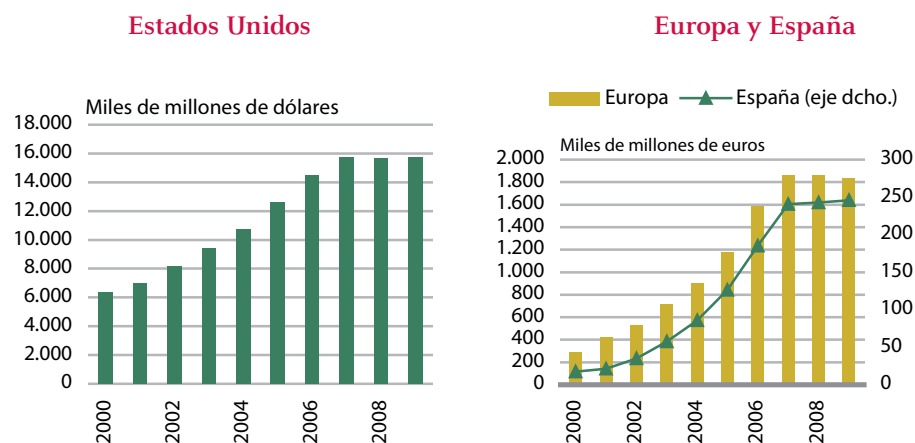
Las dificultades para captar financiación continúan limitando el desarrollo de las actividades relacionadas con el capital riesgo. Las perspectivas para el sector apuntan hacia una cierta reactivación del mismo a finales de año, aunque permanecen muy condicionadas a la disponibilidad de financiación.

5 Mercados de titulización: propuestas recientes para su reactivación

5.1 Introducción

La titulización de activos a gran escala ha supuesto uno de los fenómenos más visibles del intenso proceso de innovación financiera acaecido durante la última década. Esta práctica financiera ha favorecido el extraordinario dinamismo del crédito privado en un buen número de economías avanzadas durante los años previos a la crisis actual, al permitir a los titulares originales de los derechos de crédito expandir su abanico tradicional de canales de financiación. Así, en el periodo comprendido entre 2000 y 2007, el volumen de activos titulizados en Estados Unidos aumentó en un 148%, cifra que alcanza el 534% en Europa y casi el 1.300% en España, como ilustran los paneles del gráfico 24. La importancia de la titulización en España durante el último ciclo expansivo, especialmente la referida a activos hipotecarios, queda patente por el hecho de que España es el segundo país europeo en volumen vivo de titulizaciones, únicamente superado por el Reino Unido, con un valor estimado de activos titulizados (incluyendo titulizaciones de cédulas hipotecarias) equivalente al 24,7% del PIB del año 2009.

La titulización de activos a gran escala ha sido uno de los fenómenos más visibles del intenso proceso de innovación financiera de la última década.



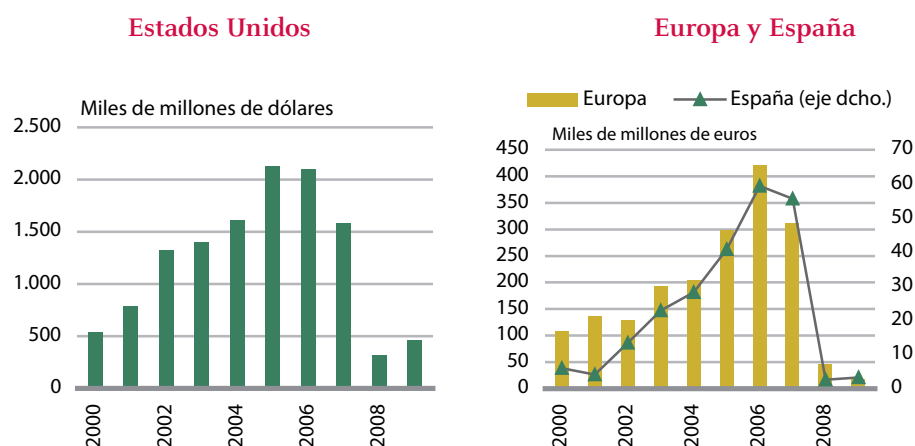
Fuente: Dealogic.

Los problemas de fallidos en el segmento de hipotecas *subprime* en EE.UU. incrementaron sustancialmente la desconfianza de los inversores en estos productos estructurados, hundiendo su demanda.

Los problemas de fallidos registrados en el sector de hipotecas *subprime* en Estados Unidos a partir de la primera mitad de 2007 supusieron, sin embargo, un punto de inflexión en la senda de crecimiento que hasta ese momento había mantenido la titulización de créditos hipotecarios en ese país. Así, a pesar de que inicialmente el volumen de impagos en préstamos *subprime* no era especialmente significativo en relación al tamaño del mercado hipotecario estadounidense, el hecho de que una parte importante de los mismos hubiese sido titulizada (en torno a un 75%) provocó una importante merma en la confianza de los inversores en este tipo de producto estructurado. En cuestión de varios meses, esta desconfianza se extendió, prácticamente, a los activos de titulización de todo el mundo, provocando el hundimiento de la demanda de este tipo de productos por parte de los inversores privados. Como resultado directo de esta retirada abrupta de la confianza inversora, las nuevas emisiones de titulizaciones se han restringido sustancialmente en todas las jurisdicciones, como ilustra el gráfico 25.

Emisiones brutas de titulización

GRÁFICO 25



Fuente: Dealogic.

En este difícil contexto han surgido dudas razonables acerca del futuro de la titulización. De un lado, es innegable que la titulización de activos tiene un elevado potencial como instrumento de mejora en la gestión de los riesgos y la financiación de las entidades de crédito. Por otro lado, la gravedad de los problemas en torno a esta práctica financiera que la crisis ha puesto de manifiesto revela que cualquier oportunidad para su recuperación vendrá determinada por la capacidad de los reguladores y de la propia industria para solucionar los errores del pasado y sentar las bases de un nuevo marco para la titulización más simple, transparente y fiable para los inversores finales.

El objetivo de este epígrafe es, primero, identificar las principales áreas de vulnerabilidad de las que, de manera general, han adolecido las titulaciones en sus años de mayor auge y, segundo, describir algunas de las propuestas planteadas recientemente para favorecer su recuperación. Con este propósito, el capítulo se estructura en torno a cuatro grandes áreas de interés: los problemas de incentivos en las estructuras de titulización (sección 2), el papel central de las agencias de *rating* en la valoración de productos estructurados (sección 3), la necesidad de avanzar en la transparencia, simplificación y estandarización de las titulaciones (sección 4) y el interés en mejorar el funcionamiento de los mercados secundarios (sección 5). Por último, la sección 6 recoge unas breves reflexiones finales.

5.2 Compatibilidad de incentivos en las cadenas de titulización

La elevada longitud y complejidad de la cadena de contratos en una titulización hacen de los productos estructurados un terreno natural para la aparición de conflictos de interés entre las distintas partes intervinientes. Entre estos posibles conflictos, hay dos que, por su relevancia, merecen una atención especial. El primero es el relativo a la posible presencia de intereses contrapuestos dentro de las agencias de *rating*, en su doble papel de calificadores de riesgos y de proveedores de servicios de asesoría, cuya discusión se pospone hasta la siguiente sección. El segundo está relacionado con la posible falta de incentivos del originador del activo crediticio titulado para emplearse con la suficiente diligencia en la evaluación de la calidad crediticia de los activos titulizados.

Este último problema de riesgo moral, que es frecuente en contratos y productos financieros de todo tipo, cobra especial importancia en el ámbito de las titulaciones, dada la dificultad intrínseca a la que se enfrentan los inversores a la hora de evaluar la calidad de estos productos. En particular, el elevado número de créditos individuales que, en ocasiones, se incluyen en un fondo de titulización y la complejidad de las técnicas de estructuración de estos productos suponen una barrera importante para la verificación externa de la calidad real de los activos subyacentes. Esto último, unido a la enorme presión de la demanda de activos de alta calidad crediticia durante el último periodo expansivo, ha podido contribuir de manera sustancial a exacerbar los problemas de incentivos de las entidades de crédito originadoras.

Con el objetivo de lograr una mayor alineación entre los intereses del originador y los de los inversores finales, recientemente se ha promovido la idea de imponer unos requerimientos mínimos obligatorios de retención de los activos titulizados por parte de la entidad originadora. Así, variantes de este planteamiento ya han recibido el respaldo del Grupo de los Veinte (G-20), del Gobierno de EE.UU. y de la Unión Europea (UE).

En este marco, han surgido dudas sobre el futuro de la titulización. Su recuperación vendrá determinada por la capacidad de los reguladores y de la industria para sentar un nuevo marco de desarrollo más simple y transparente para estos productos.

La longitud y complejidad de la cadena de contratos en una titulización favorece la aparición de conflictos de interés entre las partes intervinientes.

Para alinear los intereses del originador y de los inversores finales, recientemente se ha promovido la idea de imponer unos requerimientos mínimos de retención de los activos titulizados por parte del originador.

La idea ha obtenido el respaldo del G-20,

...de la Unión Europea, que modificó la Directiva de Requisitos de Capital en mayo de 2009, y...

...del Gobierno de EE.UU.

Para aumentar la eficacia de esta medida es necesario promover una implementación equilibrada y flexible para adecuar los requerimientos mínimos al perfil de riesgo real de los distintos tipos de titulización.

La complejidad de las titulaciones dio un papel central a las agencias de rating en la valoración de estos productos, que luego fue ampliamente cuestionado.

En el caso del G-20, la declaración de la Cumbre de líderes de Pittsburgh de septiembre de 2009²⁶, en su punto 12, incluye la necesidad de que los originadores o *sponsors* retengan una parte del riesgo, aunque no se proporciona ninguna referencia cuantitativa.

Dentro del ámbito europeo, en mayo de 2009 se aprobó una enmienda a la Directiva de Requisitos de Capital (artículo 122a), que prohíbe a las instituciones de crédito de la UE invertir en titulaciones en las que el originador retiene menos de un 5% del interés económico neto de los activos titulizados. Además, la Directiva establece que el interés económico deberá mantenerse de manera continuada, sin que pueda recurrirse a ninguna forma o mecanismo de mitigación del riesgo de crédito. Está previsto que esta norma entre en vigor a partir de 2011.

Por su parte, el Gobierno de EE.UU. lanzó el pasado año una propuesta²⁷ en el marco de su plan general de reforma financiera que avanza en la misma dirección que la europea, planteándose también una retención mínima del 5%. No obstante, la propuesta estadounidense contiene dos diferencias importantes con respecto a la nueva norma europea. La primera estriba en el hecho de que en la propuesta estadounidense se pretende incidir directamente sobre los originadores, y no sobre las entidades adquirentes de los activos, como en el caso europeo. La segunda diferencia aparece en relación al grado de flexibilidad en la aplicación del coeficiente mínimo de retención, mayor en el caso de la propuesta norteamericana, que permitiría a las autoridades supervisoras ajustar ese coeficiente mínimo, aumentándolo o disminuyéndolo, en determinados casos.

Con todo, el establecimiento de retenciones mínimas obligatorias es una medida que, en su espíritu, va claramente en la dirección adecuada para lograr una mayor sintonía entre los intereses de las distintas partes. Para aumentar su eficacia, no obstante, es necesario promover una implementación equilibrada y lo suficientemente flexible como para adecuar los requerimientos mínimos al perfil de riesgo real de los distintos tipos de titulización. En el caso de la medida europea, además, es preciso inducir requisitos mínimos de retención similares a los previstos en el artículo 122a de la Directiva de Requisitos de Capital a los originadores de titulaciones en los balances de otras entidades distintas de las de crédito, que son el objeto exclusivo de esa Directiva. De otro modo, existe el riesgo de que se generen oportunidades de arbitraje regulatorio que favorezcan artificialmente la acumulación de activos de titulización en las carteras de instituciones no sujetas a requisitos de capital.

5.3 El papel de las agencias de *rating*

La complejidad y, en ocasiones, opacidad de algunas titulaciones han hecho que las agencias de *rating* hayan asumido un papel central en la valoración de estos productos. Por ello, la brusca pérdida de valor generalizada de las titulaciones que tuvo lugar al comienzo de la actual crisis ha planteado una serie de interrogantes acerca de la calidad de las valoraciones de estos productos por parte de estas agencias.

26 G-20 (2009): *Declaración de la Cumbre de Líderes de Pittsburgh*, 24-25 de septiembre de 2009. Disponible en http://www.g20.org/Documents/pittsburgh_summit_leaders_statement_250909.pdf.

27 Departamento del Tesoro de Estados Unidos (2009): *Financial Regulatory Reform. A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*. Disponible en http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf

En concreto, entre los problemas más relevantes detectados en este ámbito destacan la posibilidad de conflicto de intereses en el doble papel de las agencias de *rating*, como oferentes de servicios de asesoramiento o consultoría a los emisores de titulizaciones, por un lado, y valoradores, por el otro; el riesgo de selección estratégica de las calificaciones por parte de los emisores (*rating shopping*) con el objetivo de lograr la mejor calificación posible; la reducida experiencia en la calificación de titulizaciones, especialmente, aquéllas más complejas para las que no existían registros estadísticos sobre su comportamiento histórico lo suficientemente representativos; y la falta de información relativa a algunos aspectos clave como la metodología de valoración, el significado de las calificaciones o la profundidad y calidad del análisis de riesgos de los activos subyacentes.

Algunos de estos problemas no son completamente nuevos para reguladores y supervisores, y en el pasado reciente ya habían motivado diversas iniciativas basadas en la autorregulación, como es el caso del código de conducta para las agencias de calificación de crédito de IOSCO (2008)²⁸. No obstante, la profunda reflexión abierta a raíz de la crisis ha concluido en la necesidad, ampliamente consensuada, de regular las actividades de las agencias de *rating*. En el contexto europeo, esta necesidad se ha traducido en la reciente publicación del Reglamento 1060/2009, que establece por primera vez un sistema de registro y supervisión de las agencias de *rating*.

En el ámbito de la financiación estructurada, las principales medidas contenidas en el nuevo reglamento europeo incluyen las siguientes:

- Prohibición de recomendaciones sobre la configuración de las titulizaciones que se van a calificar. Esto es, no se permite que las agencias presten a la vez servicios de asesoramiento y de calificación.
- Obligación de informar sobre todas las evaluaciones. Con el objetivo de limitar las prácticas de *rating shopping*, las agencias deberán proporcionar información sobre todas las titulizaciones para las que emitan una calificación preliminar, con independencia de que exista una calificación definitiva.
- Obligaciones relativas a la calificación de activos previamente calificados por otra agencia. Así, de acuerdo a la nueva regulación europea, una agencia no podrá negarse a emitir una calificación de una titulización por el hecho de que una parte de los activos hayan sido calificados anteriormente por otra agencia.
- Requisitos organizativos. Según el nuevo reglamento, la mayoría de los miembros del consejo de las agencias de *rating* deberán tener una experiencia adecuada y un mínimo de dos consejeros deberán ser independientes. En el caso de que la agencia realice calificaciones sobre titulizaciones, se exige, adicionalmente, que al menos uno de los miembros independientes y otro miembro del consejo tengan extensos conocimientos y experiencia de alto nivel en el ámbito de los mercados de titulización.
- Requisitos de información. El nuevo reglamento introduce las siguientes medidas en este ámbito: i) las agencias deben facilitar toda la información sobre el análisis de pérdidas y de flujos de caja empleado en la calificación, junto con una indicación sobre las variaciones previstas de la calificación, ii) las agencias deben

Entre los problemas más relevantes destacan la posibilidad de conflicto de intereses, derivada de su doble papel de asesores y valoradores.

La reflexión abierta tras la crisis ha resuelto la necesidad de regular las agencias de rating, que, en el ámbito europeo, se ha traducido en la publicación del Reglamento 1060/2009.

28 International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2008: *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>.

informar de los métodos y modelos utilizados en las calificaciones, incluyendo la obligación de incorporar simulaciones de escenarios de estrés al establecer las calificaciones, iii) de cara a facilitar la distinción entre los *ratings* de productos estructurados frente a otros activos más tradicionales, se establece la obligación de incluir un símbolo adicional que distinga expresamente las categorías usadas para la calificación de titulaciones, iv) las agencias deben indicar el nivel de análisis efectuado con respecto a los activos subyacentes, debiéndose señalar si se ha efectuado un análisis directo de los activos o si se han basado en el análisis de un tercero, y v) cuando la falta de datos fiables o la complejidad de la estructura de una titulación planteen serias dudas en cuanto a la fiabilidad del análisis de riesgos, la agencia no debe emitir calificación crediticia alguna o debe retirar una calificación crediticia existente.

En general, el Reglamento establece límites a los conflictos de intereses dentro de las agencias, al tiempo que impone requisitos de información más exigentes.

En resumen, esta nueva iniciativa regulatoria establece límites a los conflictos de intereses dentro de las propias agencias, al mismo tiempo que impone requisitos de información mucho más exigentes. Estos dos aspectos –incentivos y transparencia informativa– son fundamentales para que las agencias de *rating* cumplan satisfactoriamente su función primigenia de mitigación de los problemas de información asimétrica entre originadores e inversores. Por tanto, el mayor reto en estos momentos es el de poner en marcha la nueva reglamentación de forma ágil y efectiva.

En cuanto a la responsabilidad supervisora de las agencias de *rating*, el reglamento asigna esta competencia a los supervisores designados por los Estados Miembros, si bien existe acuerdo político para que esta competencia sea asumida por la futura autoridad supervisora europea resultante de la transformación de CESR.

5.4 Medidas para la transparencia, simplificación y estandarización de las titulaciones

Recuperar la pérdida de confianza de los inversores en los mercados de titulación pasa por dotar a estos productos de un mayor grado de transparencia, simplicidad y estandarización.

Como se ha subrayado al comienzo de este capítulo, el rápido deterioro de los mercados de titulación a nivel global sólo es explicable en base a una súbita pérdida de confianza por parte de los inversores, la cual es achacable, en gran medida, a la complejidad y falta de transparencia que en muchos casos ha rodeado a la titulación de activos. En este sentido, resulta claro que recuperar la confianza perdida pasará necesariamente por dotar a estos productos de un mayor grado de transparencia, simplicidad y estandarización. Así, desde distintos ámbitos, se han planteado en los últimos tiempos varias iniciativas dirigidas a aumentar la transparencia y la simplicidad en las titulaciones, incluyendo las que se describen a continuación.

IOSCO ha emitido un informe que contiene una lista exhaustiva de los principios a seguir en materia de desgloses de información sobre titulaciones.

IOSCO ha emitido en fechas recientes un informe²⁹ que contiene una lista exhaustiva de los principios a seguir en materia de desgloses de información sobre emisiones de titulaciones. En concreto, IOSCO incide sobre algunos aspectos cuya transparencia ha de mejorarse: identidad, situación legal, funciones y responsabilidades de cada uno de los partícipes en la cadena de titulación, así como posibles vínculos entre ellos; experiencia en operaciones de titulación por parte del originador y del administrador de los activos; composición y características de los activos que integran el fondo de titulación y rendimiento individualizado, por tipo de activo (por ejemplo,

29 International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2010: *Disclosure Principles for Public Offerings and Listing of Asset-Backed Securities*. El documento que se puso a consulta está disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD296.pdf>.

por cohortes de hipotecas incorporadas al fondo); concentración de riesgos por parte del fondo en un número reducido de deudores finales; estructura de la transacción, incluyendo la estructura de los flujos de fondos, comisiones y gastos, disposición de posibles excedentes, cláusulas y procesos de revocación y terminación del contrato, etc.; mejoras crediticias sobre el fondo; utilización de derivados para alterar el flujo de fondos; naturaleza de los riesgos asumidos por el fondo; tipología de mercados en los que se pretende comercializar el fondo y aspectos fiscales relevantes.

Con el objetivo de favorecer la simplificación de las titulizaciones, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés) ha revisado recientemente los requerimientos exigidos a las re-titulizaciones en el contexto del nuevo marco de capital de Basilea II³⁰. En concreto, tras constatarse que las re-titulizaciones han sido una de las categorías de productos estructurados más complejas y que más deterioro han sufrido a raíz de la crisis, el BCBS ha incrementado sensiblemente las ponderaciones de riesgo de estos activos. Así, Basilea II incorporará una nueva escala de ponderaciones creada ad hoc para estos productos que, en algún caso, conlleva un aumento de dichas ponderaciones superior al cien por ciento de las anteriormente previstas. La aplicación de estos nuevos criterios está prevista a partir de 2011.

Por su parte, el Banco Central Europeo ha lanzado hace unos meses a consulta pública una propuesta para establecer una estructura de recogida y mantenimiento de información muy detallada de los préstamos que forman parte de los fondos de titulización, a nivel individualizado, en el marco del sistema de garantías del Eurosistema. El objeto de esta propuesta es doble. Por un lado, con la misma se pretende facilitar el acceso a información lo suficientemente desagregada por parte de las agencias de *rating* y, en general, de los inversores en este tipo de productos en el mercado europeo. Por otro lado, el BCE persigue de este modo impulsar el establecimiento de un procedimiento estandarizado de recopilación y presentación de la información relativa a fondos de titulización en el área del euro.

A nivel de autoridades supervisoras nacionales, también en el ámbito de la transparencia, la CNMV ha sido pionera en la puesta en marcha de una regulación específica dirigida a incrementar los requisitos de información pública periódica de los fondos de titulización. Así, en aplicación de la Circular 2/2009, de 25 de marzo, de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulización, desde comienzos de 2010 la CNMV recibe los estados públicos y reservados de los fondos de titulización emitidos en España.

Finalmente, la propia industria está liderando varias iniciativas encaminadas a lograr un mayor nivel de transparencia y estandarización en algunos aspectos clave de las titulizaciones. Éste es el caso del decálogo de propuestas formulado por la Global Joint Initiative (2008), que comprende propuestas concretas, junto con guías para su implementación, en aspectos diversos como la estandarización en la definición y el funcionamiento de las mejoras crediticias, el establecimiento de estándares relativos a las prácticas de *due diligence*, la mejora en las prácticas de valoración y auditoría por parte de terceros, o el establecimiento de programas específicos de formación sobre productos estructurados dirigidos a directivos con responsabilidades de supervisión y vigilancia de estos productos. La iniciativa más ambiciosa procedente de

Por su parte, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea ha revisado los requerimientos exigidos a las re-titulizaciones.

El Banco Central Europeo ha puesto a consulta pública una propuesta para establecer una estructura de recogida y mantenimiento de información detallada de los préstamos de los fondos de titulización.

En el ámbito de las autoridades supervisoras nacionales, la CNMV ha sido pionera en lo que se refiere a transparencia, al poner en marcha una regulación específica dirigida a incrementar los requisitos de información pública periódica de los fondos de titulización.

También, la propia industria está liderando varias iniciativas encaminadas a lograr un mayor nivel de transparencia y estandarización en algunos aspectos clave de las titulizaciones.

30 Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS), 2009: *Enhancements to the Basel II Framework*. Disponible en <http://www.bis.org/publ/bcbs157.htm>.

la industria, hasta el momento, corresponde a la lanzada por el American Securitization Forum (ASF) de EE.UU., que en 2008 puso en marcha el proyecto RESTART (Residential Securitization Transparency and Reporting) con el objetivo de reestablecer la confianza de los inversores en las titulaciones hipotecarias. Este proyecto se divide en seis fases. En julio del 2009 se publicaron las versiones finales de las dos primeras, que se implementarán a lo largo de 2010. Ambas fases están dirigidas a aumentar y reforzar los requisitos de transparencia. En la primera fase se estableció un conjunto de requisitos de información (*disclosure package*) con el doble objetivo de, primero, proveer más información sobre los préstamos titulizados a inversores, agencias de *rating* y otras partes interesadas y, segundo, estandarizar la presentación de los datos de los préstamos y de las transacciones para fomentar su comparabilidad. La segunda fase se centra en el cumplimiento de unos requisitos de actualización mensual de cierta información crítica acerca de los préstamos titulizados (*reporting package*).

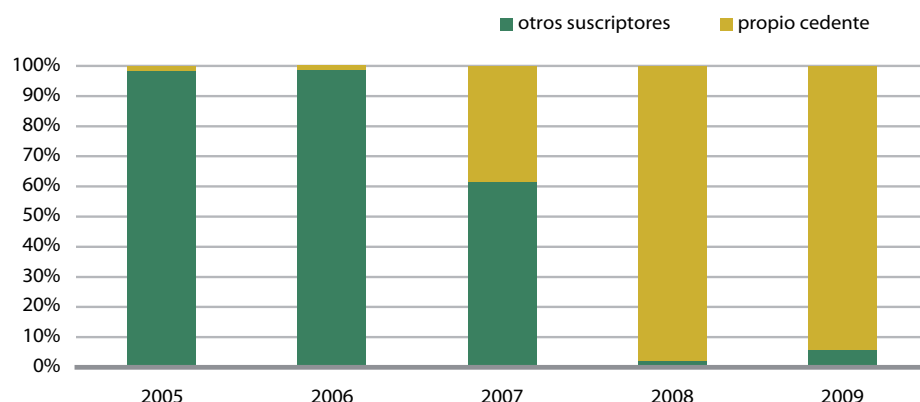
5.5 Propuestas para los mercados secundarios de activos de titulación

Durante la crisis, la negociación de productos estructurados ha caído notablemente, propiciando un descenso notable de la liquidez en los mercados secundarios...

A pesar del elevado grado de liquidez mostrado por los mercados secundarios de productos estructurados antes de la crisis, durante la misma la negociación de este tipo de instrumentos ha caído notablemente. Por ejemplo, según datos recogidos por IOS-CO, la contratación de titulaciones hipotecarias residenciales cayó un 45% durante las primeras fases de la crisis. En el caso español, aunque ha continuado la actividad emisora de titulaciones, la mayor parte de las realizadas a partir de finales de 2008 han sido retenidas por las entidades originadoras y presentadas como colateral en las operaciones de financiación con el Banco Central Europeo (véase gráfico 26). La misma tónica parece también percibirse en el resto de mercados europeos y en EE.UU., donde el Gobierno puso a finales de 2008 un programa extraordinario destinado a facilitar la recuperación de los mercados de titulación, mediante la admisión de activos titulizados como garantía en operaciones de financiación ejecutadas por la Reserva Federal³¹.

Distribución del importe nominal de los bonos de titulación en España por tipo de suscriptor¹

GRÁFICO 26



Fuente: CNMV.

¹ Según folleto de emisión registrado en la CNMV.

31 Ashcraft, A.B. y T. Schuermann, 2008: "Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit," Federal Reserve Bank of New York, Staff Report nº 318.

No obstante, es preciso señalar que las causas directas de la abrupta contracción de la liquidez en los mercados secundarios de titulaciones, que ha impedido a muchos inversores encontrar contrapartida durante la crisis, han tenido más que ver con la desconfianza sobre la calidad de los activos subyacentes de los productos estructurados que con posibles fallos en el funcionamiento del mercado. Además, al problema de desconfianza generalizada sobrevenido durante la crisis hay que añadirle la estrechez de los márgenes en el mercado primario, sintomática de una inadecuada valoración del riesgo en el momento de emisión de estos productos. Este último factor ha provocado que ampliaciones de los *spreads* exigidos impliquen precios en el mercado secundario muy por debajo de la par.

En este contexto, se han planteado recientemente iniciativas internacionales con el objetivo de examinar posibles mecanismos de mejora de la liquidez y eficiencia en estos mercados. Entre ellas cabe destacar las consultas e informes desarrollados por CESR e IOSCO, que se han centrado en la posibilidad de establecer regímenes de transparencia posterior a la negociación (post-transparencia), es decir, la publicación de datos relativos al volumen y precio negociados.

Así, CESR, en un informe reciente³² sobre el nivel de transparencia en los mercados de derivados de crédito y titulaciones, ha concluido que la falta de post-transparencia no es una razón central para explicar la iliquidez actual de mercados de titulaciones, aunque subraya que la post-transparencia juega un papel importante en el funcionamiento del mercado, en la medida en que favorece una correcta valoración de estos productos. La implementación de medidas dirigidas a mejorar la post-transparencia, no obstante, ha de llevarse a cabo, según CESR, de forma equilibrada, para evitar posibles efectos negativos sobre el grado de liquidez. Finalmente, CESR recomienda en su informe la implementación de forma escalonada de un régimen post-transparencia armonizado a nivel europeo para los instrumentos de titulación que se consideren homogéneos.

Por su lado, IOSCO ha llegado a conclusiones similares en términos de la importancia relativa de la post-transparencia en los mercados de titulación³³. Así, aunque IOSCO admite que la falta de información sobre las transacciones en estos mercados no puede considerarse una causa de primer orden de su iliquidez actual, sí señala que esta última circunstancia evidencia la ausencia de información precisa para la correcta valoración de los productos estructurados. A partir de una consulta a los participantes del mercado, IOSCO ha analizado los principales beneficios e inconvenientes de un régimen obligatorio de post-transparencia. Entre los primeros se cita la reducción de las asimetrías de información entre participantes en el mercado, la mejora del proceso de formación de precios y la provisión de información útil para los inversores a la hora de valorar sus carteras. Entre los posibles inconvenientes, se señala que la complejidad, la falta de homogeneidad y la propia naturaleza ilíquida de muchos de los instrumentos de titulación podrían reducir la comparabilidad de sus precios. Además, como en otros muchos ámbitos, la publicación de más información post-negociación puede ejercer un efecto negativo sobre los incentivos de los

...que ha tenido más que ver con la desconfianza de los agentes en estos productos que con posibles fallos en el funcionamiento del mercado.

En este contexto se han planteado iniciativas internacionales con el objetivo de examinar mecanismos de mejora de la liquidez y la eficiencia en estos mercados.

CESR ha subrayado la importancia de la post-transparencia en el funcionamiento del mercado, pero indica que las medidas en este ámbito se deben realizar de forma equilibrada para evitar efectos negativos sobre el grado de liquidez del mercado.

IOSCO ha llegado a conclusiones similares.

32 Committee of European Securities Regulators (2009): "Transparency of corporate bond, structured finance product and credit derivatives markets". Disponible en <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=5798>.

33 International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2009: *Transparency of Structured Finance Products*. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD306.pdf>.

participantes en el mercado, en la medida que éstos se vean forzados a revelar datos con contenido informativo acerca de sus posiciones y estrategias.

Con todo, parece claro que un aumento en los requisitos de post-transparencia supone un paso en la dirección correcta.

Con todo, parece claro que un aumento en los requisitos de post-transparencia, especialmente en estos momentos de elevada incertidumbre y desconfianza, supone un paso en la dirección correcta. Cualquier medida en este ámbito deberá tener en cuenta los elementos idiosincrásicos presentes en los distintos mercados secundarios de titulización, y de forma singular los siguientes: el grado de liquidez o volumen negociado para cada tipo de instrumento, el volumen emitido originalmente en las emisiones, el tipo de colocación pública o privada, el tamaño de la base de inversores, el grado de homogeneización de los valores, el coste de implantación del régimen de post-transparencia y la conveniencia de introducir grados de flexibilidad en los requerimientos de información (por ejemplo, demoras en la publicación de datos, publicación de datos agregados frente a datos por operación, utilización de volúmenes de negociación mínimos exentos de publicación para proteger el anonimato de los participantes, etc.)

Como complemento a lo anterior, se deben considerar medidas para alcanzar un grado mayor de homogeneización en las condiciones de negociación de estos activos.

Finalmente, como complemento natural a una eventual redefinición de los requisitos de post-transparencia en estos mercados, es necesario considerar posibles medidas adicionales para alcanzar un mayor grado de homogeneización en las condiciones de negociación de estos activos, incluyendo la posibilidad de acordar un régimen común (o razonablemente similar) a nivel de los principales mercados regulados.

5.6 Reflexiones finales

Tanto los reguladores como la propia industria se hallan en estos momentos inmersos en la búsqueda de medidas para revitalizar los mercados de titulización.

Tanto los reguladores como la propia industria se hallan en estos momentos inmersos en la búsqueda de medidas para revitalizar los maltrechos mercados de titulización. La vuelta a las prácticas vigentes en estos mercados antes de la crisis actual no parece posible, por la mayor cautela que, previsiblemente, emplearán los inversores en el futuro, ni deseable, en vista de los numerosos fallos detectados en torno a esta práctica financiera. En este artículo se han señalado los problemas que, en este contexto, la crisis ha revelado como de mayor gravedad y se han descrito las principales medidas que se han planteado recientemente para solventarlos. Entre los primeros, se han enfatizado los conflictos de intereses entre las distintas partes involucradas en una titulización, la falta de robustez en las valoraciones y los problemas de incentivos de las agencias de *rating*, el déficit de transparencia, simplicidad y estandarización de buena parte de los activos de titulización y la falta de información post-negociación en los mercados secundarios.

El éxito de este esfuerzo dependerá del equilibrio entre nuevos elementos regulatorios y nuevas prácticas por parte de la industria.

El objetivo del proceso en curso de búsqueda de soluciones para los anteriores problemas es claro: impulsar la recuperación sostenible de los mercados de titulización, bajo la hipótesis de que, a pesar de los excesos del pasado reciente, todavía existe margen para seguir desarrollando esta tecnología financiera, que reviste un enorme potencial como instrumento de financiación bancaria y de redistribución de riesgos a nivel agregado. Cualquier iniciativa exitosa en este ámbito requerirá, con toda seguridad, una combinación equilibrada de nuevos elementos regulatorios y de nuevas prácticas, más responsables, por parte de la industria.

II Informes y análisis

Los fondos de inversión españoles: evolución reciente e impacto de la crisis financiera

M^a Isabel Cambón Murcia y M^a Ángeles Martínez Blasco (*)

* M^a Isabel Cambón Murcia pertenece al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV y M^a Ángeles Martínez Blasco, al Departamento de Supervisión de IIC y ECR.

1 Introducción

El objetivo de este artículo es describir la evolución de la industria de los fondos de inversión (FI) españoles a lo largo de la última década, subrayando especialmente las principales consecuencias de la crisis financiera para estas instituciones y las sociedades que las gestionan. También se destacan las principales actuaciones de la CNMV motivadas por el impacto de la crisis en el sector y se analizan sus perspectivas.

La industria de los fondos de inversión tiene un papel importante dentro del sistema financiero, ya que proporciona la posibilidad de canalizar el ahorro de diferentes tipos de inversores, con tamaño y grado de sofisticación dispares, hacia instrumentos financieros de una amplia variedad de mercados, acceder a una gestión profesional y obtener las ventajas de la diversificación. El volumen sustancial de activos gestionados por la industria, que actualmente representa el 16% del PIB, y su importancia para el pequeño ahorro hacen necesario valorar el impacto que ha tenido la crisis financiera en las principales variables que definen el tamaño del sector, así como analizar sus consecuencias en algunos tipos de fondos que han sufrido especialmente sus efectos. En este contexto, el artículo destaca asimismo las actuaciones de la CNMV ante los problemas que han afectado a los fondos de inversión durante la crisis, con el objetivo de proteger al inversor y fomentar la transparencia y el trato equitativo entre los partícipes.

En cuanto a la organización del artículo, la sección 2 resume las principales tendencias que marcaron la evolución de los FI españoles desde el año 2000 hasta el inicio de la crisis financiera, a mediados de 2007. La sección 3 analiza el impacto de la crisis en este sector, destacando, sobre todo, el descenso de las rentabilidades, los problemas de liquidez en las carteras de algunos fondos y el notable incremento de los reembolsos, así como el impacto sobre los ingresos y resultados de las sociedades gestoras. La sección 4 se dedica a las diversas actuaciones de la CNMV en el sector motivadas por la crisis, mientras que la sección 5 analiza las perspectivas del sector. Finalmente, la sección 6 presenta algunas conclusiones.

2 Evolución de los FI y sus sociedades gestoras hasta el inicio de la crisis financiera

A lo largo de la última década, se pueden observar, a grandes rasgos, tres etapas en la evolución de la industria de los fondos de inversión españoles. Las dos primeras, que son objeto de análisis en este epígrafe, pertenecen al periodo previo a la crisis, mientras que la tercera etapa, que se analizará en el epígrafe siguiente, se corresponde con la evolución de la industria a lo largo de la crisis.

Las dos etapas del periodo pre-crisis están bien diferenciadas, si atendemos a las principales variables que caracterizan el desarrollo de la inversión colectiva. Así, la primera de estas etapas, que se extiende hasta finales de 2002, está caracterizada por una elevada desconfianza de los inversores, asociada al pinchazo de la burbuja tecnológica y a los diversos escándalos contables que se produjeron durante la misma en EE.UU. y en Europa. Durante esta etapa se produjo un retroceso sustancial de la industria en términos de patrimonio y partícipes, en un marco de rentabilidades negativas y reembolsos cuantiosos, muy superiores a las suscripciones.

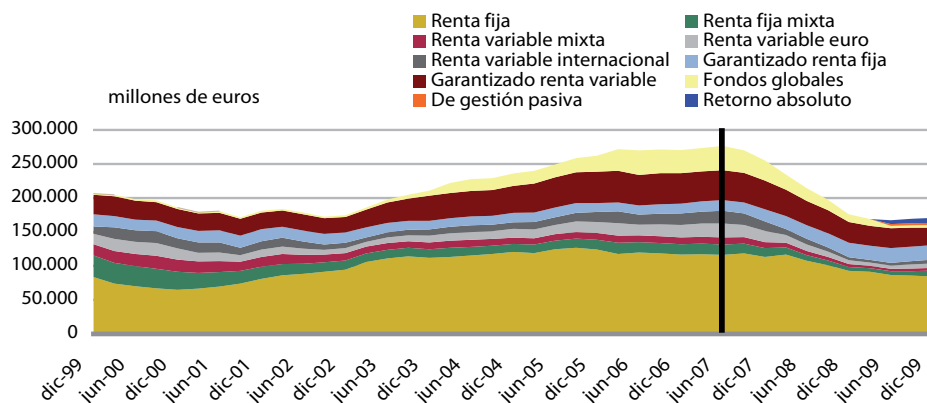
En contraste con la primera, la segunda subetapa del periodo precrisis (2003-junio de 2007) se asocia a una fuerte expansión de la industria en un marco internacional caracterizado por un descenso notable de la aversión al riesgo y unos tipos de interés históricamente reducidos, que propiciaron la búsqueda de inversiones alternativas, entre ellas la inversión colectiva, con rentabilidad más elevada que la proporcionada por los depósitos bancarios y otros activos de riesgo reducido.

En lo que sigue de esta sección, se revisará la evolución del patrimonio de los FI durante las dos etapas anteriores a la crisis, analizando el comportamiento de los dos componentes que determinan su variación: el flujo neto de suscripciones y la revalorización de la cartera. También se revisará la evolución de la oferta de fondos de inversión, tanto en lo que se refiere a su número como a su composición, y del número de partícipes. Finalmente, el apartado se centrará en la evolución de los ingresos y resultados de las sociedades gestoras.

2.1 Patrimonio

Como se ha indicado, el período 2000-2002 fue particularmente difícil para la industria de inversión colectiva, como consecuencia de la elevada incertidumbre que siguió a la fuerte corrección que tuvo en las principales bolsas mundiales a comienzos de este siglo. En particular, el patrimonio de los FI de carácter financiero descendió desde los 206 mil millones de euros a finales de 1999 hasta los 174 mil millones de euros a finales de 2002 (véase gráfico 1), lo que supone una caída acumulada del 15%. Las categorías de menor riesgo (fondos de renta fija y fondos garantizados de renta fija y renta variable) aumentaron su importancia relativa en el patrimonio total de los FI desde el 63% hasta el 76%, poniendo de manifiesto el aumento de la aversión al riesgo de los inversores, cuyo perfil era ya marcadamente conservador¹.

¹ El patrimonio de los fondos de renta fija incluso aumentó en términos absolutos desde los 83,8 mil millones de euros en diciembre de 1999 hasta los 94,3 mil millones de euros en diciembre de 2002.



Fuente: CNMV. Datos hasta diciembre de 2009.

Entre 2003 y junio de 2007, la mejora del entorno económico y financiero se tradujo en una fuerte expansión del patrimonio de los FI, que creció en más de 100 mil millones de euros (equivalente a una tasa de variación del 58%), marcando un máximo histórico de 276,6 mil millones de euros en junio de 2007. La variación del patrimonio en las distintas categorías de fondos puso de manifiesto un significativo aumento de la preferencia por el riesgo entre los inversores.

Los fondos de renta fija y los fondos garantizados de renta variable incrementaron su patrimonio en 46 mil millones de euros, y los fondos globales lo hicieron en 33 mil millones de euros².

El patrimonio de los fondos de inversión extranjeros registrados en la CNMV creció a lo largo de todo el periodo considerado, aunque a un ritmo mucho más elevado en los últimos años. Así, desde diciembre de 1999 hasta diciembre de 2002 su patrimonio aumentó en 175 millones de euros, hasta alcanzar 895 millones, mientras que entre 2003 y junio de 2007 lo hizo en 13.316 millones de euros hasta los 14.211 millones. La fuerte expansión de esta modalidad de fondos dio lugar a un aumento progresivo del peso relativo de estas instituciones en el conjunto de fondos de inversión, desde el 0,3% a finales de 1999 hasta el 4,9% a mediados de 2007.

Conviene resaltar que en el último tramo de esta segunda etapa, entre junio de 2006 y junio de 2007, se apuntó un cierto cambio de tendencia en el patrimonio de los FI, que se estabilizó en torno a los 270 mil millones de euros, como consecuencia del trasvase de recursos hacia los depósitos bancarios debido a las subidas de los tipos de interés, la modificación de la fiscalidad del ahorro³ y el cambio de estrategia de las entidades de crédito, que se vieron cada vez más necesitadas de recursos para hacer frente a la demanda de crédito hipotecario. Este último factor pudo condicionar notablemente las estrategias comerciales de las entidades, favoreciendo un crecimiento sustancial del volumen de depósitos y un aumento paralelo en los reembolsos de los

2 La importancia relativa del patrimonio de estos fondos creció desde el 1% en los primeros años de la década hasta el 14% en junio de 2007.

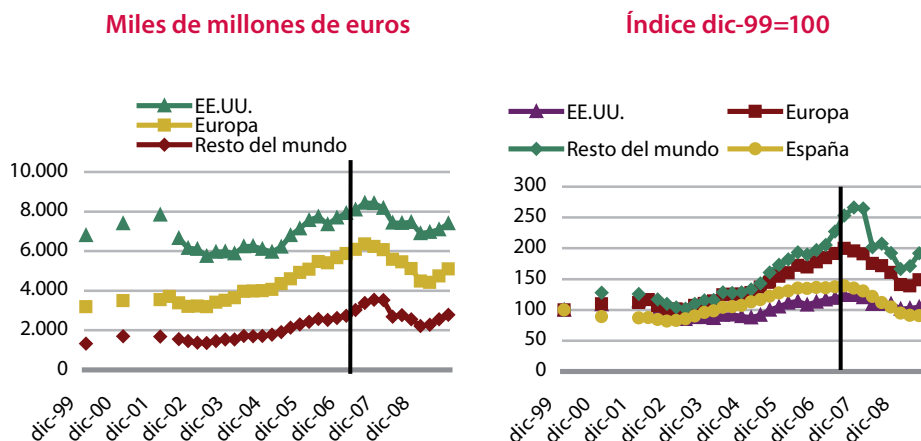
3 El cambio de fiscalidad de los fondos tuvo lugar debido a la modificación de la tributación de las rentas procedentes del ahorro, que pasaron a tener un tipo único del 18% independientemente de su plazo de generación, y del cambio en el porcentaje de retención fiscal que se aplicaba sobre las ganancias obtenidas, que aumentó del 15% al 18%.

FI. Por todo ello, la estabilización del patrimonio de los FI a lo largo de este periodo se atribuye fundamentalmente a la revalorización de la cartera.

Como se aprecia en el gráfico 2, la evolución del patrimonio de los FI españoles entre el año 2000 y junio de 2007 se ajusta, en líneas generales, al patrón de comportamiento de la industria de fondos en otros países, si bien el crecimiento fue notablemente más intenso en Europa y en el “resto del mundo” (que excluye a EE.UU. y Europa) que en España y EE.UU. En conjunto, entre diciembre de 1999 y junio de 2007, el patrimonio de los fondos de inversión aumentó un 153% en el “resto del mundo”, un 100% en Europa, un 39% en España y un 24% en EE.UU.

Patrimonio de los fondos de inversión por áreas geográficas

GRÁFICO 2



Fuente: EFAMA. Datos hasta septiembre de 2009. Se ilustra con puntos debido a la falta de datos trimestrales al comienzo de la serie.

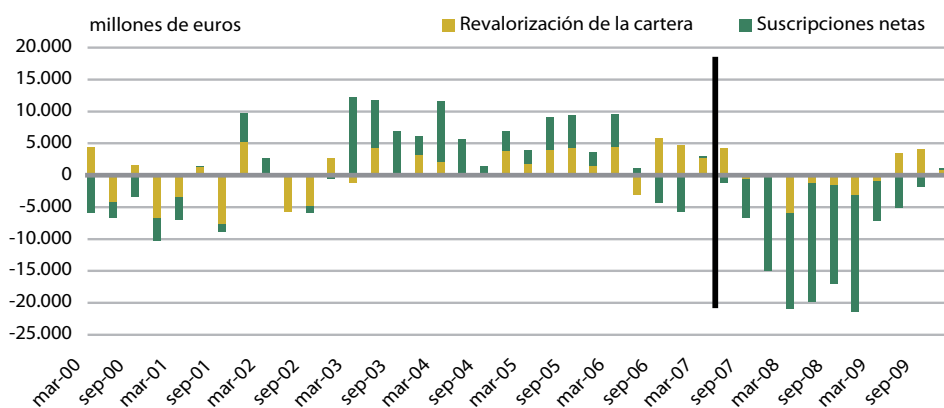
2.2 Fuentes de variación del patrimonio: suscripciones y reembolsos y revalorizaciones de la cartera

Las variaciones en el patrimonio de los FI son producto de dos componentes cuyos movimientos no tienen por qué coincidir, ya que están sujetos a determinantes distintos. Se trata de las entradas y salidas de fondos efectuadas por los partícipes (suscripciones y reembolsos) y de los cambios en el valor de la cartera, motivados por las fluctuaciones en el precio de sus activos.

Entre 2000 y 2002, la evolución de las suscripciones y reembolsos en los FI españoles se caracteriza por el predominio de los segundos, con una retirada neta de fondos cercana a los 14.000 millones de euros (véase gráfico 3), si bien se percibe un comportamiento notablemente heterogéneo entre categorías de fondos (de hecho, algunas categorías fueron receptoras de fondos). Entre 2003 y la primera mitad de 2006 predominaron las suscripciones y la industria captó casi 70 mil millones de euros en términos netos. De este importe, 38,5 mil millones de euros fueron destinados a categorías conservadoras y 27,2 mil millones a fondos globales. Finalmente, en el año anterior a la crisis, como se comentó con anterioridad, el aumento de la competencia con los depósitos bancarios se tradujo en una salida neta de fondos en la industria superior a 11 mil millones de euros.

Descomposición de la variación trimestral del patrimonio de los fondos de inversión

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV. Datos hasta diciembre de 2009.

En cuanto al valor de la cartera agregada de los fondos, sus variaciones responden principalmente a la evolución de los precios de la renta variable. Como se aprecia en el gráfico 3, en los tres primeros años de la década el descenso del patrimonio de los fondos tuvo su origen tanto en la depreciación de la cartera como en la caída de los precios de la renta variable. En concreto, durante esta etapa, los reembolsos netos supusieron el 44% del descenso del patrimonio, mientras que la caída en el valor de la cartera representó el 56% de dicho descenso. Desde 2003 hasta el verano de 2007, el cambio de tono en las bolsas permitió un crecimiento sustancial en el valor de la cartera, que alcanzó máximos en el año 2006⁴. Durante este período, la revalorización de la cartera supuso el 43% del incremento patrimonial y la entrada neta de fondos, el restante 57%. Cabe destacar que en los tres trimestres previos al inicio de la crisis, el escaso aumento del patrimonio de los fondos se debió al notable incremento de los reembolsos, que compensó negativamente una parte sustancial (casi el 70%) de la revalorización de la cartera de estas instituciones.

Atendiendo a la rentabilidad de las distintas categorías de fondos, se ponen de manifiesto los siguientes patrones de comportamiento entre 2000 y 2007:

- 1) Los fondos de renta fija han presentado rentabilidades que han oscilado entre el 1,5% y el 3,7% en el periodo considerado dependiendo de la evolución de los tipos de interés subyacentes a las inversiones efectuadas (véase cuadro 1).
- 2) Por el contrario, los fondos de renta variable pura han mostrado variaciones en su rentabilidad mucho más pronunciadas, entre el -30% y el 30%⁵, en línea con los movimientos de las bolsas de referencia.
- 3) Los fondos garantizados, por su parte, han mostrado rentabilidades acotadas por su propia composición: entre el 0,8% y el 4,5% los de renta fija y entre el -1,2% y el 4,7% los de renta variable.

4 El patrimonio de los FI como porcentaje del PIB alcanzó un máximo del 29,3% en el primer trimestre de 2006.

5 La renta variable euro obtuvo una rentabilidad del 27,3% en el ejercicio 2006.

Rentabilidad de los fondos de inversión (%)

CUADRO 1

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Renta fija ¹	3,3	3,7	2,7	1,8	1,7	1,5	2,0	2,7	2,1	1,9
Renta fija mixta ²	-0,1	-1,0	-3,6	3,7	3,8	5,0	4,2	1,9	-7,1	6,9
Renta variable mixta ³	-6,9	-7,3	-17,0	10,1	6,2	11,9	10,3	2,7	-22,2	16,5
Renta variable euro ⁴	-11,0	-13,8	-30,1	23,8	15,3	21,4	27,3	6,1	-39,8	32,4
Renta variable internacional ⁵	-15,8	-20,6	-33,2	12,8	7,0	25,6	13,4	1,5	-41,7	37,3
Garantizado renta fija	3,8	4,4	4,5	2,4	2,6	1,7	0,8	2,8	3,3	3,8
Garantizado renta variable ⁶	-1,2	0,1	1,1	3,3	4,1	4,0	4,7	2,4	-2,6	3,6
Fondos globales	-6,1	-11,8	-12,7	4,8	2,2	6,2	4,1	1,5	-8,6	10,9
De gestión pasiva ⁷										-
Retorno absoluto ⁷										-
TOTAL	-1,9	-1,6	-3,6	4,2	3,4	5,0	5,6	2,7	-4,2	5,7

Fuente: CNMV.

- 1 Hasta 1T09 incluye: renta fija corto plazo, renta fija largo plazo, renta fija internacional, monetarios y FIA-MM (estos últimos hasta 2006). Desde 2T09 incluye: renta fija euro, renta fija internacional y monetarios.
- 2 Hasta 1T09 incluye: renta fija mixta y renta fija mixta internacional. Desde 2T09 incluye: renta fija mixta euro y renta fija mixta internacional.
- 3 Hasta 1T09 incluye: renta variable mixta y renta variable mixta internacional. Desde 2T09 incluye: renta variable mixta euro y renta variable mixta internacional.
- 4 Hasta 1T09 incluye: renta variable nacional y renta variable euro. Desde 2T09 incluye: renta variable euro (que ya incluye renta variable nacional).
- 5 Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EEUU, RVI Emergentes y RVI Otros. Desde 2T09: RVI.
- 6 Hasta 1T09: GRV. Desde 2T09: GRV y garantía parcial.
- 7 Nuevas categorías desde 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en fondos globales. No se proporciona datos de rentabilidad para 2009 anual porque no se dispone de información para los cuatro trimestres del ejercicio.

2.3 Número de fondos y número de partícipes

El número de FI se mantuvo relativamente estable en torno a los 2.500 entre 2000 y 2002 (véase cuadro 2). La importancia relativa de las categorías de renta fija, garantizados y renta variable en el número total de fondos era bastante parecida, en torno al 25% para cada una de ellas. Las categorías mixtas tenían un peso ligeramente inferior (alrededor del 22%). Entre 2003 y 2007 el número de FI creció sustancialmente, hasta superar los 2.900. En total, el número de fondos registrados aumentó en más de 400, concentrándose el incremento en fondos globales y garantizados de renta variable, fundamentalmente.

Número de fondos de inversión (unidades)

CUADRO 2

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Renta fija ¹	629	596	597	638	627	624	606	600	629	582
Renta fija mixta ²	303	277	254	251	231	217	212	204	195	169
Renta variable mixta ³	269	315	308	265	232	222	222	207	202	165
Renta variable euro ⁴	211	225	225	218	217	222	232	247	237	182
Renta variable internacional ⁵	323	391	390	332	336	348	353	357	330	242
Garantizado renta fija	229	243	214	191	191	211	220	251	260	233
Garantizado renta variable ⁶	377	396	388	433	474	514	561	590	590	561
Fondos globales	114	114	132	195	286	347	418	470	469	187
De gestión pasiva ⁷										69
Retorno absoluto ⁷										146
TOTAL	2.455	2.557	2.508	2.523	2.594	2.705	2.824	2.926	2.912	2.536

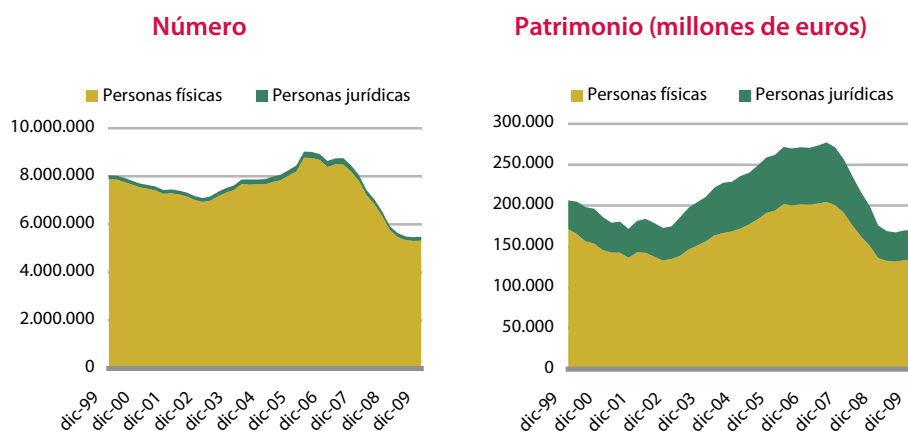
Fuente: CNMV. Datos de fin de periodo. Véanse notas al pie del cuadro 1.

El número de partícipes de los FI mostró un patrón similar al del patrimonio a lo largo de los años previos a la crisis. Entre 2000 y 2002, los FI perdieron cerca de un millón de partícipes (desde 8 millones hasta 7,1 millones). Los descensos más importantes se produjeron en las categorías de renta fija, mientras que el número de partícipes de los fondos de renta variable internacional aumentó notablemente. Entre 2003 y junio de 2007, el número de partícipes de los FI creció en 1,7 millones, hasta los 8,8 millones, debido al aumento en las categorías de fondos globales (935.000) y garantizados de renta variable (637.000).

Con escasas variaciones a lo largo de todo el periodo de estudio, la proporción de personas físicas en el total de partícipes es mayoritaria, oscilando entre el 97% y el 98% del total. La proporción del patrimonio que poseen las personas físicas se sitúa en un rango que oscila en estos años entre el 73% y el 83% del patrimonio total, lo que evidencia la menor cuantía invertida por partícipe respecto a los inversores institucionales. La evolución de la participación media por tipo de inversor ha mostrado perfiles diferentes a lo largo del periodo considerado. La participación media de las personas físicas en los FI inició la década en valores cercanos a los 22 mil euros por partícipe, descendió hasta 18 mil euros a finales de 2002 y posteriormente se recuperó hasta superar los 24 mil euros a mediados de 2007. La participación media del inversor institucional, con una tendencia más errática, creció entre 2000 y septiembre de 2004 (desde los 220 mil euros por partícipe hasta los 310 mil euros por partícipe), y descendió con posterioridad hasta los 283 mil euros por partícipe a mediados de 2007 (véase gráfico 4).

Partícipes de los fondos de inversión

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV. Datos hasta diciembre de 2009.

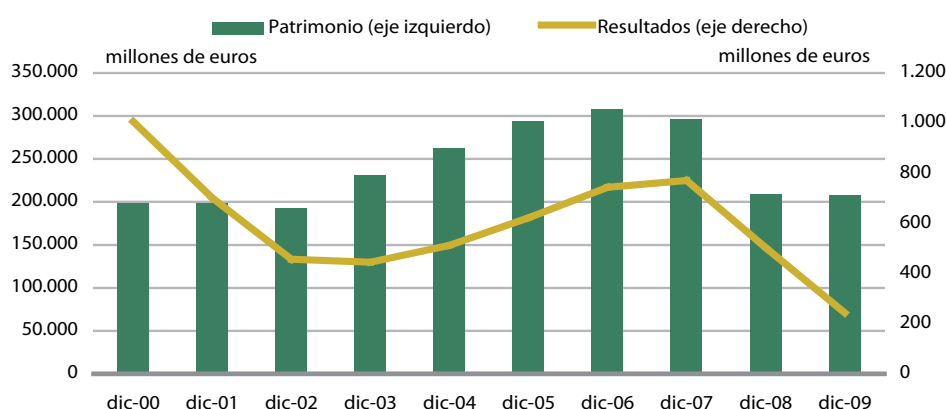
2.4 Sociedades gestoras de IIC (SGIIC)

Las SGIIC registradas en la CNMV conforman un grupo de entidades notablemente heterogéneo por su tamaño, en el que predominan las entidades que pertenecen a bancos o cajas, siendo las entidades independientes un grupo minoritario. A lo largo de los primeros años de la década, el descenso del patrimonio gestionado por estas instituciones y su recomposición hacia categorías de menor riesgo, que generalmente proporcionan menos ingresos para las gestoras, dio lugar a una moderación notable en los resultados agregados de las sociedades gestoras, que pasaron de obtener unos

beneficios conjuntos superiores a los 1.000 millones de euros en 2000 a cerca de 450 millones de euros en los ejercicios 2002 y 2003⁶ (véase gráfico 5).

Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado y resultados antes de impuestos

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV. Datos hasta diciembre de 2009.

Este descenso de los beneficios tuvo su origen en la caída de los ingresos más importantes que perciben este tipo de entidades, a saber, las comisiones por la gestión de las IIC. La comisión media de gestión descendió desde el 1,45% sobre el patrimonio medio diario en 2000 hasta el 1,00% en 2003, como consecuencia de la redistribución del patrimonio de los FI hacia categorías más conservadoras en este periodo, que generalmente tienen asociadas comisiones más reducidas. Este descenso dio lugar a una caída en los ingresos percibidos por la gestión de las IIC cercana a los 600 millones de euros en estos primeros años de la década (véase cuadro 3). A pesar de las dificultades del período, el número de entidades aumentó de 120 a 125 a lo largo de estos años, si bien las que presentaban pérdidas (antes de impuestos) aumentaron desde 17 hasta 31.

Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado, ingresos por gestión de IIC y corretaje medio

CUADRO 3

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) ¹
2000	198.280	2.869	1,45	63,5
2001	198.115	2.465	1,24	65,8
2002	192.099	2.259	1,18	72,7
2003	231.458	2.304	1,00	73,8
2004	262.132	2.670	1,02	73,6
2005	293.973	2.976	1,01	72,2
2006	308.476	3.281	1,06	71,5
2007	295.922	3.194	1,08	70,5
2008	209.020	2.302	1,10	70,8
2009	207.999	1.703	0,82	68,6

Fuente: CNMV.

¹ Relación entre los gastos por comisiones de comercialización de fondos y los ingresos por comisiones de gestión de IIC.

⁶ Resultados antes de impuestos.

A partir de 2003, gracias al incremento del patrimonio gestionado, se invirtió la tendencia descendente anterior, dando lugar a una recuperación sustancial de los resultados, que alcanzaron un máximo en 2007 superior a los 770 millones de euros (véase gráfico 5). En este periodo de bonanza, las cifras obtenidas por las gestoras no alcanzaron las de los años 1999 o 2000, a pesar de tener un patrimonio bajo gestión mucho mayor, debido parcialmente al aumento de la competencia entre estas entidades, que se tradujo en comisiones medias de gestión sensiblemente inferiores a las observadas durante los primeros años de la década y relativamente estables y, también, al encarecimiento de los servicios de comercialización de los fondos a través de otras entidades. Estos gastos por comercialización, que representaban el 63% de los ingresos por comisiones de gestión en el año 2000, aumentaron hasta más del 70% a lo largo de estos años (véase cuadro 3). El número de entidades descendió hasta 112 (mínimo histórico) en el primer semestre de 2006, y aumentó hasta 116 a mediados de 2007. Las entidades en pérdidas se redujeron progresivamente hasta 12 en diciembre de 2006 (19 en 2007).

3 Principales consecuencias de la crisis financiera en los FI y sus sociedades gestoras

3.1 Fondos de inversión de carácter financiero

Como se ha indicado, los FI alcanzaron su máximo patrimonio histórico a mediados de 2007, es decir, en el momento en que comienza la crisis hipotecaria y financiera internacional. Desde entonces y hasta diciembre de 2009, el patrimonio de los FI cayó hasta los 170,5 mil millones de euros⁷, es decir, disminuyó un 38% en poco más de dos ejercicios. El 95% de la caída respondió al sustancial incremento de los reembolsos netos efectuados por los partícipes, correspondiendo el 5% a la pérdida de valor de la cartera (véase gráfico 3). El incremento de la aversión al riesgo de los partícipes a lo largo de este periodo se tradujo en una recomposición del patrimonio de los fondos a favor de las categorías de menor riesgo⁸ (véase gráfico 1). En comparación con otros países, la caída del patrimonio de los fondos de inversión desde el inicio de la crisis fue mayor en España: en Europa fue del 20% y en EE.UU. del 12% (véase gráfico 2).

En este periodo, la industria perdió más de tres millones de partícipes, de los cuales un 28,5% correspondió a la categoría de fondos globales, un 26,5% a las categorías de renta variable pura y un 25,6% a los fondos de renta fija. El número de fondos de inversión permaneció relativamente estable en torno a los 2.900 a lo largo de varios trimestres. Sin embargo, en 2009 se produjo una reducción notable en el número de fondos, motivada por procesos de fusión, algunos de ellos relacionados con la modificación de las vocaciones de los FI.

Como se ha indicado, la salida neta de recursos de la industria supuso el grueso de la variación patrimonial negativa del patrimonio durante el período. El flujo neto

7 Destaca el hecho de que el dato del 3T09 muestra el primer crecimiento en el patrimonio agregado de los FI desde el inicio de la crisis.

8 La importancia relativa de los fondos de renta fija y los garantizados se incrementó desde el 64% del patrimonio total en junio de 2007 hasta el 77% en diciembre de 2009 (alcanzando un máximo del 84% en marzo de 2009), en detrimento de las de mayor riesgo.

de salida, que había comenzado varios trimestres antes del inicio de la crisis, se vio acentuado por el aumento de la incertidumbre que se generó entre los partícipes. El volumen de reembolsos netos se incrementó progresivamente hasta alcanzar valores históricamente muy elevados, que oscilaron entre los 15.000 y los 18.000 millones de euros por trimestre en la segunda mitad del año 2008, coincidiendo con el periodo de mayores turbulencias en los mercados financieros. A lo largo de 2009 se observó una moderación notable de esta tendencia. Así, en el tercer trimestre del año algunas categorías de FI volvieron a ser receptoras netas de fondos, y en el cuarto trimestre las suscripciones netas agregadas para el conjunto de FI fueron positivas.

En el ámbito de la **valoración de la cartera** de los FI, cabe mencionar dos tipos de efectos: unos relacionados con las inversiones de los fondos en activos directamente involucrados en la crisis (directos) y otros relacionados con la evolución y las tensiones observadas en los mercados financieros (indirectos). Como se ilustra a continuación, la exposición de los FI españoles a los primeros fue escasa:

- 1) **El comienzo de la crisis del segmento hipotecario *subprime* en EE.UU.** Únicamente 14 productos de inversión colectiva (nueve FI y cinco SICAV) tenían en su cartera activos afectados por la crisis de las hipotecas *subprime*⁹. En cuanto a su peso en la industria española de fondos, el valor total de estos vehículos representaba únicamente el 0,0162% del patrimonio total de las IIC. En concreto, los fondos más afectados tenían inversiones en tres instituciones francesas en las que los reembolsos fueron suspendidos transitoriamente en el verano de 2007, al poseer en cartera bonos respaldados por hipotecas de alto riesgo. De las IIC españolas, sólo una se vio obligada a realizar reembolsos parciales en los términos establecidos por el artículo 48.7 del Reglamento de IIC, al tener invertido más del 5% del patrimonio en una IIC extranjera que suspendió las suscripciones y los reembolsos. En los casos en los que la inversión era inferior al 5%, la CNMV instó a las SGIIC a que publicasen un hecho relevante¹⁰, garantizando así la máxima transparencia a los partícipes.
- 2) **La quiebra de Lehman Brothers.** El grado de exposición directa de las IIC al riesgo de contraparte del banco estadounidense Lehman Brothers estimado por la CNMV, tanto a través de inversiones de contado como de derivados, representaba el 0,13% del patrimonio global de las IIC (300,2 millones de euros¹¹). De ellos, 242,7 millones correspondían a inversiones de FI (en 129 FI) y 57,5 millones a SICAV (en 330). La mitad de los fondos afectados eran garantizados o de renta fija a corto plazo.
- 3) **El fraude de Madoff.** Finalmente, en diciembre de 2008 se produjo un último acontecimiento inesperado, el fraude de las inversiones **Madoff**, que tuvo igualmente una repercusión limitada en las IIC españolas¹². El volumen de activos expuesto ascendió a 106,9 millones de euros (un 0,05% del patrimonio total de las IIC), de los cuales 56,5 millones de euros correspondía a FI y el resto a SICAV. El número de IIC afectadas fue de 224 (39 FI y 175 SICAV).

9 Nota de prensa de la CNMV de 23 de agosto de 2007.

10 De acuerdo con lo establecido en los artículos 19 de la Ley de IIC y 28.1 del RIIC.

11 Nota de prensa del 17 de septiembre de 2008.

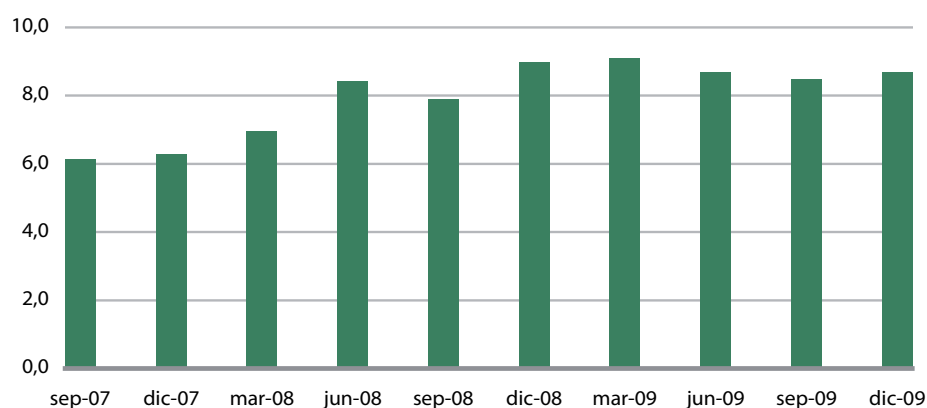
12 Nota de prensa del 16 de diciembre de 2008.

En cuanto a los efectos indirectos de la crisis, destacan la notable pérdida de valor de la cartera para los FI con un mayor porcentaje de renta variable¹³, producida por la caída de los precios de estos instrumentos, y las dificultades asociadas a las inversiones en determinados tipos de instrumentos financieros cuya liquidez se vio mermada. En particular,

- 1) La **caída de las bolsas** a escala internacional, que comenzó a finales de 2007 y se prolongó hasta marzo de 2009, se tradujo en pérdidas sustanciales en el valor de la cartera de los FI. La rentabilidad de los fondos de renta variable pura en 2008 se aproximó al -40% y la de los fondos de renta variable mixta al -22% (véase cuadro 1). Sólo la rentabilidad de los fondos de renta fija (incluidos los garantizados) fue positiva. En conjunto, la rentabilidad de los FI fue del -4,2% en 2008. La recuperación de los mercados financieros desde marzo de 2009 dio lugar a un cambio de tendencia y propició aumentos en el valor de la cartera en los meses centrales del año, algo que no ocurría desde el inicio de la crisis (véase gráfico 3).
- 2) **Ante el deterioro de la liquidez** que se produjo en determinados segmentos de los mercados financieros, la CNMV puso en marcha un proceso continuo de evaluación y seguimiento de las condiciones de liquidez de los instrumentos mantenidos en la cartera de los FI. Esta tarea se basó en tres tipos de actuaciones: cuantificación de los instrumentos menos líquidos de la cartera de los FI, verificación de la idoneidad de la información que las sociedades gestoras ofrecían a sus partícipes y comprobación de que las estructuras subyacentes en los fondos garantizados eran adecuadas a las condiciones existentes en los mercados financieros. Las dos últimas actuaciones serán analizadas con más detalle en un epígrafe posterior.

La medición del concepto de liquidez de una cartera de instrumentos financieros no es una tarea sencilla, al no existir indicadores inequívocos de la facilidad con la que un determinado activo puede ser enajenado en el mercado. La CNMV ha considerado diferentes criterios para evaluar la parte menos líquida de la cartera de los FI, utilizando los diversos tipos de precios que ofrecen los difusores de información más relevantes. Los resultados de este análisis revelan que el porcentaje del patrimonio de los FI con escasa liquidez es relativamente modesto y que no ha experimentado variaciones sustanciales en el periodo considerado. De hecho, desde junio de 2008 oscila entre el 8% y el 9% del patrimonio total de los fondos de inversión (véase gráfico 6).

13 Al menos hasta el 1T09.



Fuente: CNMV.

Finalmente, conviene subrayar el hecho de que algunos FI con inversiones en instrumentos de renta fija, cuyo valor se deterioró de manera significativa durante la crisis, acabaron mostrando rentabilidades negativas y volatilidades superiores a lo esperado por los partícipes. Con el fin de facilitar que los inversores analicen los productos que les ofrece la industria de acuerdo con sus objetivos de rentabilidad/riesgo, la CNMV introdujo entre los objetivos de su Circular 1/2009, por la que se modificaron las vocaciones inversoras de los fondos, la necesidad de proporcionar al inversor una información clara y concisa sobre la política de inversión de la IIC y también la de incorporar algunas matizaciones en las definiciones de algunas vocaciones para adaptarlas a la situación real del sector de la inversión colectiva española (véase el apartado 4).

3.2 Fondos de inversión inmobiliarios (FII)

Los FII, que tienen un peso reducido en la industria¹⁴, han sido uno de los segmentos de fondos más afectados por la crisis financiera. La coincidencia de ésta con un intenso ajuste en el sector inmobiliario doméstico, unido a un elevado volumen de reembolsos provocado por la percepción negativa de los inversores sobre el sector, han reducido el volumen patrimonial y han mermado la liquidez de estos fondos, ya de por sí inferior a la de los fondos de carácter financiero. Su evolución durante los años de crisis se expone a continuación.

Justo antes del inicio de la crisis, a mediados de 2007, la industria de FII contaba con nueve fondos, 153.630 partícipes y un patrimonio de 8.900 millones de euros. A lo largo de los primeros meses de la crisis, estos fondos se vieron afectados con menos intensidad que los fondos de carácter financiero. La evolución presentada por estas instituciones estuvo en línea con el proceso de ajuste mostrado por el sector inmobiliario español. Así, en el conjunto de 2007, su patrimonio apenas creció un 0,15%, hasta los 8.600 millones de euros (véase cuadro 4), frente al 48% de 2005 y el 33% de 2006. La escasa rentabilidad de los FI en este ejercicio (del 1,27% frente al 6% de 2006) fue prácticamente compensada por las suscripciones netas negativas.

14 Apenas el 3,8% del patrimonio de fondos de inversión de carácter financiero a diciembre de 2009.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 4

	2006	2007	2008	2009				
				2009	I	II	III	IV
FONDOS								
Número	9	9	9	8	9	8	8	8
Partícipes	150.304	145.510	97.390	83.583	95.284	89.461	87.903	83.583
Patrimonio (millones de euros)	8.595,9	8.608,5	7.406,9	6.465,1	6.758,1	6.547,2	6.494,3	6.465,1
Rentabilidad (%)	6,12	1,27	0,69	-8,31	-4,50	-1,23	-1,37	-1,45
SOCIEDADES								
Número	8	9	9	8	9	9	8	8
Accionistas	749	843	937	928	938	937	929	928
Patrimonio (millones de euros)	456,1	512,9	371,9	308,6	369,1	360,7	313,0	308,6

En 2008, los FII continuaron reflejando el ajuste del sector inmobiliario nacional en un marco caracterizado por el fuerte aumento de los reembolsos de los inversores, situación que ejerció presión sobre la liquidez de estas IIC. Esta situación dio lugar a un descenso del patrimonio de los FII a lo largo del año superior a los 1.200 millones de euros, hasta situarse en 7.407 millones de euros. El descenso en el número de partícipes también fue significativo (más de 48.000 durante 2008), lo que dejó la cifra total por debajo de los 100.000 partícipes a final de año. Los FII obtuvieron una rentabilidad anual positiva en 2008 (0,69%), pero ya en el último trimestre del año ésta fue negativa.

Las dificultades más notorias para estas instituciones se observaron entre finales de 2008 y principios de 2009, cuando algunos FII tuvieron problemas para atender los reembolsos en las ventanas de liquidez previstas, debido a la evolución adversa del mercado inmobiliario y al aumento de las solicitudes de reembolso. Algunos FII solicitaron a la CNMV autorización, dentro de lo previsto en la normativa¹⁵, para la realización de determinadas operaciones, como la venta anticipada de inmuebles y la reducción de la frecuencia de los reembolsos (de una al año, como mínimo, a una cada dos años). Asimismo, dos gestoras modificaron los folletos de sus fondos al objeto de realizar tasaciones adicionales de los inmuebles, para adecuar el valor liquidativo del fondo a la evolución del mercado inmobiliario. Además, en los primeros meses de 2009, ante la falta de liquidez para atender las órdenes de reembolsos recibidas por las gestoras, la CNMV autorizó, a petición de aquéllas, la suspensión durante dos años de los reembolsos de dos FII¹⁶. Esta medida está permitiendo a las gestoras correspondientes aplicar un plan ordenado de venta de activos del fondo con el fin de obtener la liquidez necesaria para atender los reembolsos solicitados.

En este marco, el patrimonio y el número de FII continuaron descendiendo a lo largo de 2009. Al finalizar dicho ejercicio, el número de FII era de ocho, uno menos que en diciembre de 2008. De ellos, actualmente uno está en liquidación y dos han suspendido los reembolsos durante dos años. En cuanto al patrimonio de los FII, éste cayó durante 2009 hasta los 6.465,1 millones de euros, 941,8 millones menos que a finales del año anterior, y el número de partícipes descendió hasta los 83.583 (13.807 menos que en 2008).

En cuanto a la rentabilidad de los FII durante 2009, ésta fue negativa (-8,31%), lo que representó una novedad en la historia de estos fondos.

15 Artículos 56.5 y 63.3 del Reglamento de IIC (RD 1309/2005, de 4 de noviembre).

16 Santander Banif Inmobiliario y Segurfondo Inversión.

En conjunto, desde el inicio de la crisis, la caída de la rentabilidad de los FII, junto con el elevado volumen de reembolsos, ha dado lugar a un retroceso en su patrimonio del orden de 2.435 millones de euros, hasta situarlo en 6.465 millones de euros de saldo vivo, es decir, en niveles de 2005.

No obstante, respecto a este último dato, es preciso resaltar el hecho de que del patrimonio total de los FII a finales de 2009 (6.465,1 millones de euros), 4.693,9 millones (el 72,6% del total) pertenecía a fondos en liquidación o con reembolsos suspendidos o aplazados. Del patrimonio restante (1.771,2 millones de euros), que es aquél que pertenece a fondos realmente operativos, 586,2 millones de euros (el 33,1%) estaba en manos del grupo de la sociedad gestora del fondo, de acuerdo con la información comunicada en las participaciones significativas. Por tanto, el patrimonio total de los FII no liquidados, suspendidos o con reembolsos aplazados que está en manos de inversores que no pertenecen al grupo financiero de la gestora del fondo ascendía en diciembre de 2009 a 1.184,9 millones de euros, lo que representa el 18,33% del total de patrimonio de FII.

Como novedad relacionada con las IIC inmobiliarias cabe señalar la entrada en vigor de la ley que regula las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI) el pasado 28 de octubre de 2009. Esta ley introduce en nuestro derecho un régimen¹⁷ similar al de los REIT (*Real Estate Investment Trusts*) extranjeros. Además, la norma prevé la posibilidad de transformar las IIC en SOCIMI y viceversa, y algunas sociedades gestoras ya han comunicado su interés.

3.3 IIC de inversión libre (IIC de IL) e IIC de IIC de inversión libre (IIC de IIC de IL)

Respecto a esta forma de inversión, es preciso señalar en primer lugar que la inversión libre representa un porcentaje residual respecto al total de patrimonio de las IIC financieras (apenas el 0,73% a octubre de 2009¹⁸), debido a su relativa juventud en España (se implantó en 2006) y al perfil del inversor que mantiene este tipo de activos, de carácter marcadamente institucional¹⁹. Además, en el caso español, el comienzo de la crisis financiera coincidió con las primeras etapas de vida de estos productos, erosionando su incipiente proceso de expansión y dando lugar a retrocesos en el patrimonio y el número de estas instituciones desde finales de 2008.

Con anterioridad, en 2007, la industria de inversión libre vivió un periodo de expansión sustancial, en el que la flexibilización del régimen de reembolsos de estas entidades²⁰ jugó un papel clave. En este marco, se observó un crecimiento sustancial en el número de instituciones y de patrimonio. En diciembre estaban registrados en la

17 Este nuevo régimen pretende impulsar el mercado del alquiler en nuestro país, dirigiéndose al pequeño y mediano accionista y mediante un tratamiento fiscal muy ventajoso. El legislador ha aprovechado esta Ley para flexibilizar el tratamiento jurídico y fiscal de las IIC inmobiliarias así como su política de inversión, al eliminar el requisito de que el 50 por ciento de su activo esté invertido en viviendas, residencias estudiantiles y residencias de la tercera edad.

18 Incluye datos de SICAV.

19 El inversor minorista no puede invertir en fondos de inversión libre, mientras que las IIC de IIC de IL están abiertas a este tipo de inversor. No obstante, a 31 de octubre de 2009 los inversores de IIC de IIC de IL con un volumen de inversión inferior a 60.000 euros representaban solamente el 9,5% de su patrimonio total.

20 Introducida por el Real Decreto 362/2007 de 16 de marzo, que modificó el Reglamento de la Ley 35/2003 de IIC.

CNMV 21 fondos de inversión libre (FIL) y 31 fondos de fondos de inversión libre, lo que representaba 16 y 29 entidades más que en 2006, respectivamente (véase cuadro 5). El patrimonio de los FIL creció a lo largo de 2007 desde los 24 millones de euros hasta los 446 millones, y el de los fondos de fondos desde los 0,6 millones de euros hasta los 1.000 millones. La mayor expansión relativa de las IIC de IIC de IL responde al carácter más flexible de estas instituciones, ya que se trata de un producto abierto al inversor minorista. A pesar de su notable dinamismo en las primeras etapas desde su introducción en nuestro país, el inicio de la crisis *subprime* se manifestó en una reducción considerable de la rentabilidad que obtuvieron estos fondos en 2007 (0,84% para las IIC de IL y -0,43% para las IIC de IIC de IL).

Principales magnitudes de las IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 5

	2006	2007	2008		2009			
			2008	IV	I	II	III	IV ¹
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Número	5	21	24	24	26	26	27	28
Participes	21	1.127	1.589	1.589	1.551	1.768	1.778	1.839
Patrimonio (millones de euros)	24,4	445,8	539,4	539,4	451,4	536,9	602,6	611,2
Rentabilidad (%)	n.s.	0,84	-4,82	-3,59	-0,40	8,12	5,21	-0,13
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Número	2	31	40	40	40	40	40	41
Participes	2	3.950	8.151	8.151	5.646	5.577	5.303	5.411
Patrimonio (millones de euros)	0,6	1.000,6	1.021,3	1.021,3	775,2	709,5	846,8	830,3
Rentabilidad (%)	n.s.	-0,43	-17,80	-9,84	1,34	2,59	2,88	0,64

1 Datos disponibles: octubre de 2009. Rentabilidad mensual trimestralizada.

En 2008, la industria continuó su proceso de expansión (su patrimonio creció un 8%, hasta los 1.560 millones de euros), aunque a partir del tercer trimestre del ejercicio se apreció un retroceso de la misma en términos de patrimonio y participes, como consecuencia de las turbulencias en los mercados y, en general, de la mayor complejidad e incertidumbre del entorno financiero. En particular, las IIC de IIC de IL se enfrentaron a problemas de liquidez y valoración de activos derivados de las restricciones de los *hedge funds* extranjeros en los que tenían invertida su cartera, entre las que destacan tanto las dificultades para la obtención de financiación, fundamental para el desarrollo de algunas estrategias, como las limitaciones impuestas a la operativa de ventas en corto en algunas jurisdicciones. A consecuencia de las rentabilidades negativas y del mantenimiento de expectativas negativas a corto plazo, las IIC de inversión libre comenzaron a ser objeto de numerosas solicitudes de reembolso por parte de los inversores que fueron más difíciles de afrontar para las IIC de IIC de IL cuyas IIC subyacentes habían sufrido, también, restricciones o suspensiones en materia de reembolsos. La complejidad de este marco propició las primeras bajas en el registro desde la implantación de estas instituciones y ralentizó el aumento de las altas.

En este contexto, conviene destacar que la crisis financiera ha tenido un impacto mayor en las IIC de IIC de IL que en las IIC de IL:

- 1) Las IIC de IIC de IL alcanzaron su máximo histórico tanto en términos de patrimonio como de participes en el tercer trimestre de 2008 (1.427,5 millones de euros y 9.739 participes) y, a partir de entonces, comenzaron un retroceso que se prolongó a lo largo de 2009. Los últimos datos disponibles (octubre de 2009) indican que el patrimonio y el número de participes han caído hasta los 830,3

millones de euros y los 5.411 partícipes. El descenso del patrimonio habría tenido su origen tanto en el fuerte volumen de reembolsos como en el descenso de su rentabilidad. Por otra parte, aunque el cuarto trimestre finalizó con una institución más que el número registrado en diciembre de 2008 (41 instituciones en total), 21 se hallaban en proceso de disolución. De éstas, ocho no habían adoptado todavía, formalmente, un acuerdo de disolución, pero sí habían comunicado a la CNMV que ésa era su intención (en la práctica están llevando a cabo un proceso de desinversión con el objetivo de liquidar la IIC en breve). También cabe destacar la dificultad que están teniendo estos fondos para hacer líquida su cartera, debido a que algunos *hedge funds* en los que invierten están, a su vez, en proceso de liquidación y otros han creado subvehículos paralelos (*side pockets*²¹), en los que acumular aquellos activos sujetos a mayores problemas de liquidez o valoración).

- 2) **Las IIC de IL** también iniciaron una etapa de retroceso en sus magnitudes principales desde los máximos alcanzados en la segunda mitad de 2008 (597,7 millones de euros y 1.589 partícipes), pero la duración de la fase recesiva ha sido más reducida en este caso. De hecho, desde el segundo trimestre de 2009 se observan aumentos de patrimonio y del número de partícipes en estas instituciones, acompañados de rentabilidades nuevamente positivas, aunque reducidas, que volvieron a ser negativas en el cuarto trimestre (véase cuadro 5). El número de IIC de IL era de 28 al finalizar el cuarto trimestre de 2009 (cuatro más que a finales de 2008). De ellas, tres estaban en proceso de liquidación.

3.4 Sociedades gestoras de IIC

La crisis financiera dio lugar a un fuerte descenso del patrimonio gestionado por estas entidades, propiciando una caída en los ingresos percibidos por la gestión de IIC y una moderación en los resultados agregados de las sociedades gestoras. El número de entidades en pérdidas creció notablemente y la rentabilidad agregada sobre fondos propios cayó significativamente.

En concreto, el patrimonio conjunto gestionado por las SGIIC descendió progresivamente desde los 308 mil millones de euros a finales de 2006 hasta casi 208 mil millones a finales de 2009, retornando a niveles próximos a los existentes a principio de la década (véase gráfico 5 y cuadro 3). Esta caída, que erosionó sustancialmente los ingresos de estas entidades, se tradujo en un descenso de su resultado agregado desde los 771 millones de euros en 2007 hasta los 243 millones de euros de finales de 2009, como se aprecia en el cuadro 6. Al mismo tiempo, se produjo un aumento sustancial del número de entidades en pérdidas, que creció desde doce a finales de 2006 hasta 31 en diciembre de 2009²².

21 Los *side pockets* son un mecanismo ampliamente utilizado en el universo de los *hedge funds*, consistente en segregar o separar de la cartera de una IIC los activos en situaciones de iliquidez y/o con problemas de valoración. De este modo, con los activos ilíquidos del fondo original se constituye un subvehículo de inversión paralelo cuyos partícipes son los del primero, manteniendo idéntico porcentaje de participación. Así, la parte de la institución no afectada puede continuar con su operativa normal, permaneciendo plenamente abierta a suscripciones y reembolsos, mientras que el *side pocket* está cerrado para nuevos inversores hasta la resolución de la incidencia, reembolsándose a los inversores a medida que se vayan haciendo líquidos los valores segregados.

22 Una parte del aumento se explica por el registro de nuevas entidades, principalmente de entidades especializadas en inversión libre, modalidad cuyo desarrollo en España coincidió, como se ha indicado,

Finalmente, es relevante apuntar la concreción de los requisitos de control interno que deben cumplir estas sociedades, establecidos por la Circular 6/2009, de 9 de diciembre, que entró en vigor el 22 de diciembre de 2009 y que da de plazo hasta el 31 de diciembre de 2010 para que estas sociedades adapten sus sistemas. Así, de acuerdo a esta nueva pieza regulatoria, las gestoras deberán realizar pruebas de estrés para los FI que gestionan y calcular su respuesta ante situaciones límite en un entorno adverso de mercado, de forma que se garantice una adecuada gestión de la liquidez.

Sociedades gestoras de IIC: resultados antes de impuestos y ROE

CUADRO 6

Importes en millones de euros

	Resultados antes de impuestos	ROE antes de impuestos (%)
2001	701,7	72,9
2002	457,1	50,1
2003	445,4	50,1
2004	512,2	57,3
2005	622,8	66,2
2006	744,0	68,9
2007	771,1	60,5
2008	503,5	34,0
2009	243,1	15,4

Fuente: CNMV.

4 Actuaciones de la CNMV

La crisis financiera ha exigido un importante esfuerzo supervisor en el ámbito de los FI que se ha materializado en actuaciones de naturaleza diversa, que van desde el seguimiento y evaluación de la exposición directa de los FI a instrumentos especialmente problemáticos, hasta la cuantificación y el control de la liquidez de estos productos, pasando por una supervisión específica y continua de algunos tipos de fondos que se han visto particularmente afectados por la crisis. A continuación se describen las actuaciones más relevantes llevadas a cabo por la CNMV en este ámbito:

1) Evaluación de la exposición directa a productos relacionados con la crisis

En los primeros momentos de la crisis, la CNMV efectuó un seguimiento específico de las IIC españolas que pudieran verse afectadas por la suspensión de las suscripciones y reembolsos de algunas IIC extranjeras, como consecuencia de la situación creada por la crisis del mercado hipotecario norteamericano. Como ya se ha indicado, el resultado de este análisis puso de manifiesto que únicamente un fondo se encontraba en situación de realizar reembolsos parciales en los términos establecidos por el artículo 48.7 del RIIC, al tener invertido más del 5% del patrimonio en una IIC extranjera que suspendió las suscripciones y reembolsos. En los casos en que se detectó que la inversión era inferior al 5% del patrimonio de la institución, se instó a las SGIIC a que publicasen un hecho relevante, garantizando así la máxima transparencia a los partícipes, actuales y potenciales.

con la eclosión de la crisis financiera internacional.

En los casos de Lehman Brothers y Madoff, la CNMV supervisó a las gestoras con el objeto de garantizar la debida información y transparencia a sus inversores y, como se expuso anteriormente, publicó dos notas²³ en las que se cuantificaba el impacto sobre las IIC españolas de ambos casos y se recordaban las obligaciones de valoración y transparencia debidas. En el caso de Lehman, la CNMV ha estado en estrecho contacto con las entidades para asegurar una adecuada valoración de los activos afectados y una debida provisión de información a los inversores (en especial mediante la inclusión de información puntual en los informes periódicos de las IIC). En el caso Madoff, se adoptó un criterio de prudencia y se comunicó a las gestoras que la valoración de las inversiones afectadas por el fraude debería ser nula, en tanto no se dispusiese de mayor información, y se instó a la adopción de medidas tendentes a asegurar que los importes que eventualmente pudieran recuperarse en el fondo fuesen destinados a minorar el perjuicio de los partícipes y accionistas afectados. Además, se instó a aquellas gestoras cuyas IIC mantuvieran inversiones en los activos afectados en un porcentaje superior al 1% a publicar un hecho relevante a tal efecto.

2) Evaluación y seguimiento de la liquidez de las inversiones de los fondos de inversión

El origen de la actual crisis financiera provocó un importante descenso en la liquidez de determinados segmentos de los mercados financieros, principalmente de renta fija privada, que motivó a la CNMV para realizar diversos análisis en esta materia. A continuación se expone un resumen de las tareas desarrolladas.

En primer lugar, se realizó un análisis sobre la valoración que las gestoras estaban aplicando a las inversiones en renta fija privada durante el segundo semestre de 2007, con el objetivo de verificar la razonabilidad de las mismas, y se cuantificó el porcentaje del patrimonio de los FI que se correspondía con productos de liquidez reducida (los resultados se comentaron en una sección anterior). También se llevó a cabo una revisión de todas las operaciones de compraventa de activos realizadas por las IIC en la segunda mitad de 2007, prestando especial atención a aquellas efectuadas entre entidades vinculadas, para constatar que las operaciones se realizaron a precios de mercado y en interés de las propias instituciones.

Asimismo, se analizó la idoneidad de los sistemas internos que poseen las entidades gestoras para controlar la profundidad del mercado en aquellas IIC con mayores porcentajes de cartera invertidos en valores de baja y mediana capitalización. En general, se encontró que las entidades gestoras contaban con sistemas de control adecuados para relacionar los volúmenes de negociación habituales de cada valor en el que invertían y el volumen invertido por el conjunto de las instituciones gestionadas, con el fin de permitir una liquidación ordenada de las posiciones que, en la mayoría de los casos, no superaría el plazo de un día.

La CNMV emitió una nota el 17 de marzo de 2008 recomendando a las gestoras que dispusieran una política expresa de control de la liquidez global de las carteras de IIC, con el fin de garantizar que la capacidad de las IIC de atender a los reembolsos solicitados por los inversores no sufriera ninguna merma y respetase en todo momento la equidad entre inversores.

23 Tanto las notas de prensa como las comunicaciones realizadas por la CNMV se pueden encontrar en la página web de la CNMV, en el apartado "CNMV al día", en "Zona para medios de comunicación" y en "Comunicaciones de la CNMV", respectivamente.

Por otro lado, como consecuencia de las numerosas suspensiones de cálculo de valor liquidativo de IIC extranjeras comunicadas en noviembre de 2008, se supervisó la correcta aplicación del artículo 48.7 del Reglamento de IIC, referente a la realización de suscripciones y reembolsos parciales. También se analizaron los problemas de liquidez de algunas IIC que tenían invertidos porcentajes elevados de su patrimonio en *hedge funds* extranjeros afectados por procesos de liquidación, creación de *side pockets* o suspensión de reembolsos. En estos casos se supervisó la protección del inversor desde el punto de vista de su equidad.

El seguimiento de la liquidez de los FII fue especialmente relevante durante 2008 y 2009 debido al sustancial aumento del volumen de reembolsos que les estaba afectando, las previsiones que existían sobre los mismos y el calendario de pagos al que las instituciones debían hacer frente por los compromisos adquiridos en cuanto a sus inversiones inmobiliarias. Para ello, la CNMV ha estado en estrecho contacto con las SGIIC, recabando a lo largo del año información puntual sobre los citados aspectos. Además, la CNMV solicitó a las entidades en noviembre de 2008 un plan de actuación ante escenarios poco favorables para los fondos.

En el ámbito de los fondos garantizados, la CNMV ha impartido recientemente determinadas directrices a las gestoras, con el objetivo de asegurar la adecuación de las estructuras subyacentes en este tipo de fondos a las condiciones existentes en determinados segmentos de los mercados de renta fija privada. En este marco, algunas de las entidades promotoras han optado por constituir, de manera adicional a la garantía aportada por un tercero, una garantía financiera pignoratícia en forma de depósito de efectivo o valores de deuda pública. La eventual disposición de dicha garantía se produciría en el supuesto de que el FI se viera obligado a vender ciertos activos y el valor de realización de los mismos fuese inferior a su valoración a efectos del cálculo del valor liquidativo del fondo. Así, este mecanismo constituye una garantía adicional o suplementaria plenamente ejecutable y permite disminuir la incertidumbre en torno a las condiciones de los reembolsos de los FI.

Además, la CNMV ha prestado especial atención a la idoneidad de la información que las gestoras han proporcionado a sus partícipes respecto a su exposición a activos afectados por la crisis de liquidez, fundamentalmente en los informes periódicos²⁴.

Finalmente, estas actuaciones se han complementado con una propuesta de modificación del Reglamento de IIC realizada por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera que actualmente está en trámite de audiencia pública y que, entre otras modificaciones, permitirá la creación de *side pockets* y cambiará el régimen de las disoluciones y liquidaciones, facilitando la resolución de ciertos problemas de valoración y liquidez en las IIC que la crisis ha puesto de manifiesto. Asimismo, el proyecto propone eliminar la disposición que establece que, una vez transcurridos dos años desde el acuerdo de liquidación, la gestora correspondiente inscribirá los bienes y derechos sobre inmuebles en el Registro de la Propiedad a favor de todos los partícipes. De esta manera, se evita el problema que supondría para los partícipes pasar a ser miembros de una comunidad de propietarios sin un administrador definido, pues, a diferencia de lo que prevé la normativa vigente, se mantendrá la implicación y responsabilidad de la gestora hasta que finalice el proceso de venta de inmuebles.

24 Coincidiendo con la entrada en vigor de los nuevos contenidos para la información pública periódica de las IIC correspondiente al primer semestre de 2009.

3) Actuaciones respecto a determinados tipos de fondos

- **Fondos garantizados.** Con posterioridad a la quiebra de Lehman, se detectó la existencia de algunas entidades de crédito, garantes de fondos de inversión, que presentaban una calificación crediticia inferior a la que exige la normativa en el momento del otorgamiento de la garantía, debido a una revisión realizada por la agencia de *rating* correspondiente en un momento posterior. Motivada por esta situación, la CNMV publicó una comunicación el 16 de enero de 2009 en la que se imponía a las gestoras de fondos que estuvieran en esta situación la obligación de comunicar, tan pronto como tuvieran constancia de esa circunstancia sobrevenida, un hecho relevante, que debía ser incluido en la siguiente información pública periódica que se pusiera a disposición de la CNMV para su difusión entre los inversores.
- **Fondos de inversión libre.** En el último trimestre de 2008 y durante el primer trimestre de 2009 numerosas IIC de IL e IIC de IIC de IL acordaron su liquidación y algunas gestoras plantearon consultas sobre el procedimiento aplicable. Con el objetivo de mitigar la incertidumbre en torno a este procedimiento, la CNMV publicó el 2 de abril de 2009 una nota en la que se consideraba adecuada la posibilidad de efectuar pagos a los partícipes durante el proceso de liquidación de los fondos, a cuenta de su liquidación final, siempre que quedara asegurado, entre otros requisitos, el pago a los acreedores y se garantizara un tratamiento equitativo a los partícipes.

4) Revisión de las vocaciones de inversión previstas por la regulación

Finalmente, la CNMV decidió revisar en 2009, mediante la Circular 1/2009, de 4 de febrero²⁵, las categorías de las vocaciones inversoras de los FI con el objetivo de reducir el número de vocaciones existentes, adaptarlas a la situación real del sector de la inversión colectiva española y proporcionar al inversor una información clara y concisa de la política de inversión de la IIC. Las nuevas categorías entraron en vigor el 1 de abril de 2009.

La Circular define como categoría de IIC la unión del tipo y de la vocación inversora. Asimismo, se establecen una serie de criterios para determinar en qué vocación inversora se encuadra una IIC, destacando, entre otros, la consideración tanto de la cartera de contado como de la de derivados, la política de inversión definida en el folleto (y no la composición de la cartera) y el cálculo de los porcentajes de inversión en función del patrimonio de la IIC. La Circular prevé asimismo el tratamiento de algunos casos de difícil clasificación. Así, por ejemplo, establece que las IIC se clasifiquen en la vocación de mayor riesgo cuando, por sus características, se encuentren entre dos vocaciones inversoras, o dentro de la categoría “fondos globales”, cuando se sitúen entre tres de ellas.

Adicionalmente, la Circular establece dos nuevas vocaciones de IIC y cambios en los criterios aplicables a algunas de las categorías ya existentes. Las nuevas vocaciones creadas son las de “gestión pasiva”, en la que se encuadran fundamentalmente las IIC que replican un índice, los fondos cotizados y las IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado, y la vocación de “retorno absoluto”, básicamente aplicable a

25 Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora.

IIC que tratan de conseguir un determinado nivel de rentabilidad/riesgo periódico independiente de la evolución de los mercados.

En cuanto a las modificaciones de los criterios aplicables a las vocaciones ya existentes, éstas se basan en algún cambio de definición, de denominación o en el establecimiento de un desglose diferente. Una de las principales novedades en este ámbito es la que ha afectado a la categoría “fondos monetarios”, que ha concitado tradicionalmente un elevado interés de los inversores por sus características eminentemente conservadoras, hasta el punto de ser considerados en algunas ocasiones, por algunos inversores, como un sustituto cercano de los depósitos bancarios en relación a su bajo nivel de riesgo y elevada liquidez. Las dificultades experimentadas por algunos fondos monetarios estadounidenses durante la crisis, la heterogeneidad en la definición de la categoría a escala internacional y el significativo peso de la misma en el sistema financiero han suscitado entre los reguladores de distintas jurisdicciones la necesidad de revisar los criterios que delimitan esta vocación inversora. En el caso español, la Circular 1/2009 abordó esta cuestión estableciendo, entre otros requisitos de la categoría, una duración media de la cartera inferior a seis meses, un mínimo del 90% del patrimonio invertido en activos con vencimiento residual inferior a dos años, la ausencia de activos con vencimiento residual superior a cinco años y una calificación crediticia mínima a corto plazo de A2 (escala S&P) o equivalente, permitiéndose invertir en activos sin *rating* siempre que el emisor tenga una calificación crediticia a corto plazo igual o superior a A2.

El resto de modificaciones se pueden observar en el cuadro inferior. Entre ellas, destacan las que afectan a las categorías de renta fija, en las que únicamente se distinguen las vocaciones renta fija euro y renta fija internacional; a las vocaciones mixtas, que se dividen en cuatro, en función de su porcentaje de exposición a renta variable y de la zona geográfica del emisor de los valores de renta variable (euro o no); a las vocaciones de renta variable, reducidas a dos: renta variable euro y renta variable internacional; y, finalmente, a las IIC garantizadas.

Categorías anteriores	Categorías nuevas ¹
Monetario	Monetario
Renta fija corto plazo	
Renta fija largo plazo	Renta fija euro
Renta fija internacional	Renta fija internacional
Renta fija mixta	Renta fija mixta euro
Renta fija mixta internacional	Renta fija mixta internacional
Renta variable mixta	Renta variable mixta euro
Renta variable mixta internacional	Renta variable mixta internacional
Renta variable nacional	Renta variable euro
Renta variable euro	
Renta variable internacional Europa	Renta variable euro
Renta variable internacional EE.UU.	Renta variable internacional
Renta variable internacional Japón	
Renta variable internacional Emergentes	
Renta variable internacional Otros	
Garantizado de renta fija	Garantizado de rendimiento fijo
Garantizado a vencimiento	Garantizado de rendimiento variable
De garantía parcial	De garantía parcial
	Global
Global	Retorno absoluto
	IIC gestión pasiva ²

1 Circular 1/2007, de 11 de julio, de la CNMV, sobre requerimientos de información estadística a las IIC de la Unión Monetaria Europea.

2 Esta vocación también incluye los fondos que replican o reproducen un índice y los ETF. Con anterioridad a la entrada en vigor de la Circular 1/2009 dichos fondos estaban clasificados en la vocación que les correspondiera según su política de inversión

5 Perspectivas de la industria

Los datos correspondientes al segundo semestre de 2009 parecían indicar que algunas de las variables más relevantes de la industria de fondos de inversión habían superado ya los valores mínimos desde que comenzó la crisis. Así, el patrimonio de los fondos mostraba un ligero aumento en ese periodo como consecuencia de la reducción en el volumen de reembolsos efectuados por los partícipes y de la revalorización de su cartera. Los reembolsos netos, que llegaron a ser superiores a los 18.000 millones de euros al trimestre durante las fases más agudas de la crisis, fueron descendiendo progresivamente a lo largo de 2009. De hecho, la industria volvió a ser receptora neta de recursos en el último trimestre del año, con unas entradas cercanas a los 220 millones de euros en dicho periodo. También el número de partícipes creció levemente en los últimos meses de 2009. Por el contrario, los datos preliminares correspondientes a los primeros meses de 2010 han mostrado un leve descenso del patrimonio de los fondos, como consecuencia tanto de la caída de las cotizaciones bursátiles como del nuevo aumento de los reembolsos efectuados por los partícipes.

El número de fondos, que se había mantenido relativamente estable a lo largo de toda la década e incluso en los primeros trimestres de la crisis, ha venido mostrando un descenso relativamente intenso desde diciembre de 2008, pasando de los 3.000 registrados entonces a 2.536 en diciembre de 2009. Por su parte, las sociedades gestoras de estas instituciones están inmersas en un proceso de racionalización de su oferta en el que, aprovechando la nueva clasificación de vocaciones descrita anteriormente, es posible aumentar el tamaño medio de los fondos, fusionando aquéllos con vocaciones similares, y obtener ventaja de la reducción de los gastos que puede originar

una fusión. De este modo, las entidades estarían en mejores condiciones para ofrecer productos más competitivos.

Para los próximos trimestres, las perspectivas que existen para la industria de fondos de inversión son favorables en su conjunto, si bien la variabilidad mostrada desde principios de año por los mercados financieros y el reciente incremento de los reembolsos de los partícipes han introducido un grado adicional de incertidumbre. En este contexto, la recuperación de la industria de FI estará profundamente condicionada a la evolución de la confianza de los agentes en el entorno económico y, de manera singular, en el sistema financiero. A favor de la industria juega el sustancial incremento de la tasa de ahorro de los hogares, que podría resultar especialmente positiva para la demanda de los productos más conservadores.

En este escenario, posiblemente, los fondos que seguirán presentando una evolución más frágil serán los de carácter inmobiliario, cuya trayectoria no mejorará en tanto se mantengan las dificultades en el sector inmobiliario nacional, punto sobre el que existe un grado elevado de incertidumbre.

Las perspectivas para la industria de inversión libre son, por el momento, algo inciertas. Por un lado, destaca el buen comportamiento de estos fondos en el último año, que ha hecho que las rentabilidades medias sean positivas. Por otro lado, el elevado número de instituciones en liquidación hace esperar un descenso sustancial de su patrimonio en lo que resta de 2009, especialmente en el ámbito de las IIC de IIC de IL. Una vez que finalice este proceso, los reembolsos podrían ralentizarse (como de hecho ya parece observarse en las IIC de IL) lo que, unido a cierta normalización de los mercados financieros, podría evitar un retroceso mayor del sector en 2009 e incluso permitir una cierta recuperación en 2010.

En general, las perspectivas para las SGIIC son algo mejores que hace unos meses, como consecuencia de la cierta mejoría apuntada anteriormente para el sector de las ICC. De materializarse estas expectativas, cabría esperar también una recuperación de los resultados de las gestoras y una reducción del número de entidades en pérdidas. Aun así, en 2010 estas sociedades tendrán que continuar con el proceso de racionalización de su oferta de fondos. Esta última circunstancia, unida a la posible reestructuración del sector de entidades de depósito, que afectaría a las sociedades gestoras que dependen de ellas, y a la eventual utilización del pasaporte comunitario en materia de gestión de IIC por parte de grupos extranjeros con presencia en España, hacen que no pueda descartarse un proceso de reestructuración del sector de SGIIC en los próximos años.

6 Conclusiones

Este artículo ha revisado la evolución de los diferentes tipos de FI y sus sociedades gestoras a lo largo de la última década, haciendo hincapié en las principales consecuencias de la crisis económica y financiera sobre la industria y en las actuaciones desarrolladas recientemente por la CNMV en este ámbito.

El análisis de la evolución del sector ha puesto de manifiesto que, a lo largo de los primeros años de la década iniciada en el 2000, la industria experimentó un retroceso significativo, en línea con el aumento de la incertidumbre y de la aversión al riesgo que siguió a la abrupta caída en las cotizaciones bursátiles tras el colapso de la

burbuja tecnológica. Los años centrales de la década, por el contrario, fueron testigos de una fuerte expansión del sector, en un marco caracterizado por la abundancia de liquidez en los mercados y volatilidades y valoraciones del riesgo de crédito reducidas. En este contexto, la industria de FI llegó a la antesala de la actual crisis con sus parámetros más relevantes denotando un buen estado de salud, aunque sin alcanzar el grado de dinamismo registrado al comienzo de la década. Así, el patrimonio de los fondos de inversión, que al principio de la década había supuesto cerca del 35% del PIB, descendió hasta el 24% en 2002, para volver a incrementarse hasta valores cercanos al 30% del PIB en 2006.

A lo largo de la crisis, las principales dificultades a las que se han enfrentado los FI no han estado directamente relacionadas con su exposición directa a las entidades o instrumentos que la desencadenaron, sino con los efectos de la crisis sobre los mercados (problemas de liquidez de las inversiones en cartera) y el comportamiento de los inversores potenciales y de los partícipes, fuertemente inducido por el aumento en la incertidumbre y el consiguiente incremento en el volumen neto de reembolsos. En particular, el impacto negativo sobre los reembolsos fue particularmente relevante para los fondos de inversión inmobiliarios, lo que requirió un seguimiento específico por parte de la CNMV. Por su parte, la industria de inversión libre también se ha visto afectada por la crisis que, al coincidir con las primeras etapas de vida de esta modalidad de inversión, ha condicionado intensamente las condiciones para su expansión.

Las actuaciones de la CNMV motivadas por la crisis han tenido una naturaleza muy diversa: desde la cuantificación de la exposición directa de los fondos a los productos de la crisis, hasta la evaluación continua y el seguimiento de las condiciones de liquidez de las carteras de los fondos y las actuaciones concretas en determinados segmentos de la industria como los fondos inmobiliarios, los garantizados o los fondos de inversión libre. En todas ellas, la CNMV ha mantenido una estrecha comunicación con las sociedades gestoras y ha tratado de asegurar, como objetivo prioritario, que los partícipes recibiesen una información adecuada por parte de las mismas. Asimismo, el supervisor ha introducido recientemente algunas novedades en el ámbito de la regulación con el fin de adecuar las características de los productos ofrecidos por los distintos FI a los perfiles de los partícipes en términos de rentabilidad y riesgo.

El descenso del volumen de reembolsos efectuado por los partícipes y la leve recuperación del patrimonio de los fondos de inversión a lo largo de los últimos meses de 2009 invitan a pensar que lo peor desde el inicio de la crisis habría pasado ya para esta industria y que el sector podría volver a crecer en los próximos trimestres. Sin embargo, los datos preliminares de los primeros meses de 2010 y el repunte en la volatilidad mostrada por los mercados financieros más recientemente han introducido un cierto grado de incertidumbre sobre estas perspectivas. Con todo, la intensidad y sostenibilidad de la mejora de la industria de fondos de inversión a corto plazo se encuentra estrechamente vinculada a las dudas que todavía pesan sobre la evolución del entorno económico y financiero. Estos factores podrían dar lugar a un cierto comportamiento variable de la industria antes de consolidar una tendencia alcista de cierta relevancia. A su favor juega el sustancial incremento de la tasa ahorro de los hogares, que podría resultar especialmente positiva para los productos más conservadores. A su vez, una cierta recuperación del patrimonio de los FI en los próximos trimestres repercutiría positivamente en las cuentas de las sociedades gestoras, en un marco en el que este sector debe enfrentarse a diversos retos y en el que no es descartable un cierto proceso de reestructuración del mismo a medio plazo.

La transparencia en los mercados de bonos de titulización: una aproximación teórica

Ramiro Losada López (*)

* Ramiro Losada López pertenece al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

1 Introducción

Los mercados de bonos juegan un papel muy importante en los sistemas financieros de las economías. Estos mercados permiten a los prestamistas invertir en activos acordes a su perfil de riesgo y a los prestatarios obtener fondos en mercados relativamente líquidos. Los precios que se determinan en estos mercados tienen implicaciones fuera de los propios mercados de bonos. Estos precios suelen ser usados para determinar el precio de otros activos, a la vez que afectan a la decisión de ahorro de los hogares y a las decisiones de inversión de las empresas.

Debido a su importancia, es deseable que los mercados secundarios de bonos funcionen bien. Esto quiere decir que deberían ser eficientes y líquidos. Unos mercados eficientes que incorporaran a sus precios toda la información disponible serían la mejor señal para que los ahorradores e inversores participaran en ellos. Unos mercados líquidos hacen que los costes de transacción para los inversores sean bajos, lo que provoca que las empresas que emiten bonos minimicen sus costes de financiación.

La reciente crisis financiera ha afectado a los mercados primarios y secundarios de bonos, especialmente al mercado de bonos de titulización. Como consecuencia de ello, varios organismos internacionales han recomendado la adopción de iniciativas para promover su recuperación en un marco de prácticas compatible con la estabilidad financiera. En el informe *Enhancing market and institutional resilience*, publicado en abril de 2008, el Financial Stability Board recomendó a los reguladores de valores estudiar, junto con la industria, el desarrollo de un régimen de post-transparencia para los mercados secundarios de instrumentos de crédito y, en noviembre del mismo año, el G-20 se pronunció a favor de reforzar el desglose de los productos financieros complejos.

En principio, el debate sobre la necesidad de transparencia en los mercados secundarios de bonos abarca varias dimensiones, pudiendo referirse, por ejemplo, a las características de los activos concretos que respaldan una emisión, a las condiciones de la emisión o a las actividades de negociación en el mercado secundario. Este artículo se centra en la transparencia de los mercados secundarios de bonos, concretamente en la denominada post-transparencia o información suministrada sobre precios y volúmenes cruzados en el mercado. No obstante, los diferentes grados de transparencia que existen en las otras dimensiones serán tenidos en cuenta a la hora de caracterizar los distintos mercados de bonos. A modo de ejemplo, es muy diferente la transparencia existente entre un bono corporativo simple, donde hay un alto grado de transparencia sobre el activo negociado, y la relativa a un bono de titulización, donde, en ocasiones, es muy difícil conocer las características concretas de los activos que lo respaldan.

En la Unión Europea, de acuerdo con la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID), sólo los mercados regulados de renta variable están sujetos a normas específicas de transparencia, que incluyen tanto pre-transparencia (informa-

ción sobre precios de oferta y demanda) como post-transparencia. Por el contrario, los mercados de bonos, que son, en su mayor parte, mercados OTC, no están sujetos a estos requisitos.

En el ámbito de los foros internacionales de regulación, tanto el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) como la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), coinciden en señalar que la falta de post-transparencia no ha sido una de las principales causas de las dificultades experimentadas en los mercados secundarios de bonos desde el inicio de la crisis financiera. No obstante, existe una opinión generalizada respecto de los efectos positivos de mayores niveles de post-transparencia en el funcionamiento de los mercados y, en particular, en la formación de precios.

Sin embargo, no todos los participantes en los mercados de bonos comparten el punto de vista anterior. Desde algunos sectores de la industria financiera, fundamentalmente los creadores de mercado y las entidades financieras que negocian por cuenta propia, se argumenta que un aumento de la post-transparencia podría drenar liquidez de los mercados de bonos. En concreto, de acuerdo con este argumento, una mayor transparencia produciría un aumento en la competencia de los creadores de mercado, lo que podría llevar a una parte de los mismos a abandonar el mercado. Esto último implicaría que los agentes supervivientes disfrutarían de más poder de mercado que en el actual régimen de opacidad. Así, de acuerdo a esta visión, el resultado final sería un mayor nivel medio en los diferenciales *bid-ask* y, en general, una menor liquidez del mercado.

En el contexto del debate esbozado antes, el objetivo de este artículo es analizar cómo un aumento de la post-transparencia en los distintos mercados de bonos repercutiría en su eficiencia y liquidez. Para ello, en el caso de los mercados de bonos corporativos se analizan los resultados de la literatura empírica existente sobre el efecto de un aumento de la transparencia en este tipo de mercados. En el caso de bonos de titulización, ante la falta de evidencia empírica, se analiza el aumento de transparencia mediante la descripción de los resultados de un modelo teórico elaborado *ad hoc* para este tipo de mercados.

El artículo se estructura como sigue: la sección 2 describe en qué consiste la transparencia en los mercados financieros; la sección 3 se centra en la transparencia en los mercados de bonos corporativos y de titulización; finalmente, en la sección 4, se presentan las conclusiones.

2 La transparencia y los mercados de activos

El nivel de transparencia en un mercado de activos señala el grado en el que tanto los precios como las cantidades ofrecidas para su compra o su venta (pre-transparencia), como los precios y las cantidades que efectivamente se han cruzado (post-transparencia) son públicos. Así, la transparencia de un mercado es uno de los elementos claves en su microestructura y su modificación afecta de manera decisiva a la liquidez del mercado. En particular, la literatura económica que ha estudiado los efectos de un cambio en el grado de transparencia identifica tres mecanismos a través de los cuales se modifica la liquidez de un mercado:

- Concentración de la liquidez en ciertos activos.
- Eficiencia informativa.
- Cambios en la competencia entre los creadores de mercado.

A continuación se describen algunos de los aspectos básicos de la operativa de estos tres mecanismos.

En primer lugar, hay una extensa evidencia de que los inversores de un mercado se benefician de una externalidad de liquidez cuando concentran sus inversiones en activos más líquidos (véase, por ejemplo, Krishnamurthy [2002], Goldreich et al. [2005] y Barclay et al. [2006]). Esta hipótesis predice que un aumento de la negociación en un mercado tiene como resultado una migración de los inversores hacia los activos con más liquidez. Este hecho reduciría la liquidez en los bonos que ya eran ilíquidos si la transparencia aumenta la liquidez del mercado. La concentración de la liquidez en los activos que eran más líquidos antes del aumento de la liquidez en un mercado se puede interpretar como una huida hacia la calidad.

Por otra parte, varios artículos han estudiado el efecto que tiene un cambio en la transparencia de un mercado en su eficiencia informativa y en el rendimiento que ofrece a sus inversores. En este sentido, Pagano y Roell (1996) han demostrado que los costes de hacer una inversión para los inversores no informados son menores en un mercado transparente comparados con los de un mercado opaco. Esto es debido a que un mercado transparente aumenta la eficiencia informativa del mercado, lo que reduce los costes de selección adversa de los inversores no informados¹.

Por último, un cambio en el nivel de transparencia puede alterar el ambiente competitivo de un mercado. Así, la transparencia permite a los inversores observar a un coste bajo los precios que otros inversores están pagando o recibiendo, lo cual reduce la capacidad de los creadores de mercado de cargar precios más elevados.

La literatura teórica sobre transparencia ha fijado su atención con más profundidad en el estudio de los mercados de acciones. De los resultados obtenidos en esta rama de la literatura, se deriva una respuesta ambigua sobre el resultado que tiene un aumento de la transparencia sobre la liquidez en este tipo de mercados (véase Madhavan [1995], Pagano y Roell [1996], de Frutos y Manzano [2002] y Naik et al. [1999]). En particular, estos artículos han mostrado cómo la introducción de más transparencia puede hacer que aumente la eficiencia informativa en los mercados de acciones. El argumento principal sugiere que la proporción de inversores minoristas en estos mercados hace que el aumento de la transparencia pueda reducir los costes de selección adversa para estos inversores, incentivando su participación.

Por otro lado, en esta literatura también se muestra que la transparencia trae como resultado un aumento de la competencia entre los creadores de mercado en el mercado secundario de acciones. Este aumento de la competencia podría comportar la salida del mercado de parte de los creadores de mercado, teniendo como resultado final unos costes de transacción más elevados para los inversores que participan en él. Otro de los argumentos en línea con la idea de que un aumento de la transparencia

1 La selección adversa es la acción por la que un inversor informado negocia un valor en base a una información a la que sólo él tiene acceso y que como resultado de esa negociación perjudica a los otros inversores.

puede drenar liquidez del mercado es que parte de los inversores que tenían ventajas informativas bajo opacidad ahora no participarían, al no poder explotarla.

Los resultados obtenidos en el estudio de la transparencia en los mercados de renta variable no deberían extenderse directamente a los mercados de bonos. Los mercados de renta variable son mercados donde el grado de transparencia es elevado. Introducir un grado de transparencia mayor en estos mercados hace posible los resultados mixtos expuestos anteriormente acerca de sus efectos sobre la liquidez. Dado que este mercado ya es de por sí transparente, los beneficios marginales de introducir más transparencia puede que se vean superados por los costes asociados a la medida. Entre ellos, el más importante sería, posiblemente, la disminución de los beneficios de los creadores de mercado, lo que provocaría el abandono de la actividad de algunos de ellos, detrayendo liquidez del mercado.

Otras diferencias destacables entre los mercados de renta variable y los de renta fija que habrá que tener en cuenta son los siguientes:

- La renta variable se suele negociar en mercados multilaterales y anónimos².
- En los mercados secundarios de renta variable suele haber sólo un valor negociado por emisor, mientras que en la renta fija es muy frecuente que haya varios.
- Los mercados de renta variable son mercados donde la participación de inversores minoristas es importante. Algunos de los mercados de renta fija (mercados de bonos corporativos y de titulización) son mercados eminentemente mayoristas. Esta diferencia provoca que la proporción de inversores no informados sea mayor en los mercados de renta variable.

3 La transparencia en los mercados de bonos

A grandes rasgos, los mercados de bonos pueden clasificarse en tres grandes categorías: los mercados de deuda pública, los mercados de bonos corporativos y los mercados de bonos de titulización. Todos ellos son mercados donde la mayoría de la negociación se realiza de manera bilateral fuera de los mercados regulados. Se trata de mercados eminentemente mayoristas, si bien los mercados de deuda pública y algunos de los de deuda corporativa tienen un destacado segmento minorista³.

A pesar de que los tres tipos de mercados comparten elementos en común en su microestructura, hay otros elementos que son propios de cada mercado. Entre ellos, uno de los más importantes es el diferente grado de transparencia que existe en cada uno de ellos. Así, en los mercados de deuda pública existe un alto grado de pre-transparencia y post-transparencia, mientras que en el otro extremo se encuentran los mercados de bonos de titulización.

2 No obstante, la forma de negociar en los mercados de renta variable ha cambiado en Europa desde la entrada en vigor de la MiFID. Esta directiva permite no sólo la negociación a través de mercados regulados, generalmente bolsas tradicionales, sino también a través de los denominados sistemas multilaterales de negociación (SMN) y de los internalizadores sistemáticos. Estos últimos son empresas de servicios de inversión que ofrecen negociación bilateral de renta variable, sujeta a post-transparencia pero no a pre-transparencia.

3 Ejemplos de mercados de bonos corporativos con un segmento minorista importante son los mercados de Estados Unidos e Italia.

Durante la crisis financiera iniciada en agosto de 2007 el comportamiento de los diferentes mercados de bonos en Europa ha sido desigual. Mientras los mercados de deuda pública no han sufrido ningún tipo de anomalía, los mercados de deuda corporativa y, sobre todo, los mercados de bonos de titulización han sufrido un descenso muy significativo en el volumen contratado. Este hecho ha despertado la preocupación de los reguladores y de los participantes en el mercado. Entre las razones que se han esgrimido como causa del descenso en la contratación de estos mercados se encuentra la falta de transparencia. Por ello, las siguientes subsecciones se dedican a analizar cómo impactaría un aumento de la transparencia tanto sobre los mercados de bonos corporativos como sobre los de bonos de titulización, tomando en consideración las particularidades de cada uno de ellos.

3.1 La transparencia en el mercado de bonos corporativos

La transparencia existente a nivel mayorista en los mercados de bonos corporativos se encuentra en una situación intermedia entre la que existe en los mercados de deuda pública y en los mercados de bonos de titulización. La pre-transparencia en este mercado es muy heterogénea. Parte de los bonos tienen precios de oferta y demanda que son fácilmente observables a través de las plataformas de información financiera convencionales, como Bloomberg o Reuters. En estos mercados, un emisor suele tener en circulación varios bonos⁴, siendo frecuente que la liquidez se concentre en uno de ellos, que se utiliza como referencia para los demás. Generalmente, son estos bonos los que disfrutan de un mayor grado de pre-transparencia, al ser comprados y vendidos por varios creadores de mercado. En cambio, para el resto de los bonos del emisor, no suele haber cotizaciones públicas de oferta o demanda y son negociados en el mercado por un número muy reducido de creadores de mercado.

En cuanto a la post-transparencia en este tipo de mercados, la situación es heterogénea a escala internacional, debido a los diferentes enfoques regulatorios. Es significativa la diferencia en este aspecto entre Europa y Estados Unidos. En Europa, salvo en Italia, Polonia y Suecia, existe una post-transparencia limitada a las operaciones que se realizan a través de los mercados regulados, mientras que, en Estados Unidos y en los tres países europeos mencionados, se optó por aumentar la post-transparencia.

Entre los países que han decidido aumentar la post-transparencia en el mercado de bonos corporativos, el caso más paradigmático es el de Estados Unidos. En 2002, la National Association of Securities Dealers, bajo la presión del Congreso y de la SEC decidió lanzar el programa Trade Reporting and Compliance Engine (TRACE), que se trata de una plataforma de información alimentada por los participantes en el mercado, que tienen que comunicar el precio y el volumen de las operaciones bilaterales cruzadas con un retraso máximo de quince minutos desde el cierre de la operación⁵.

4 Por ejemplo, al cierre de este artículo, BBVA tenía emitidos 16 bonos diferentes, de los cuales sólo tres habían registrado un número de operaciones apreciable en el mercado AIAF.

5 Según el TRACE Fact Book (2007), las operaciones susceptibles de ser comunicadas al TRACE y en las que antes no existía post-transparencia representan el 99% del total. La implantación del TRACE se realizó en varias etapas, empezando por los bonos más líquidos, para incorporar en fases posteriores bonos con menos liquidez. En el lanzamiento de TRACE, el 1 de julio de 2002, se incorporaron bonos con grado de inversión con un tamaño de emisión mínimo de un millardo de dólares, además de 50 bonos con grado de especulación. Este conjunto inicial alcanzó un total de 520 bonos. En la segunda fase, lanzada en marzo de 2003, se incluyeron todos los bonos con grado de inversión A3/A o superior, cuyo tamaño

La introducción del TRACE en Estados Unidos ha permitido estudiar empíricamente cómo influye un aumento de la transparencia en los mercados de bonos corporativos. Así, Edwards et al. (2007) encuentran una reducción en los costes de transacción, principalmente reducción de los *bid-ask spreads*, debido al aumento de la post-transparencia. Similares resultados encuentran Bessembinder et al. (2006). En Edwards y Nimalendran (2007) se va un paso más allá y se analiza qué factores son los que más influyen en la reducción de los costes de transacción de las operaciones cruzadas en este mercado. En concreto, los factores que analizan son los siguientes: concentración de la liquidez en ciertos bonos, aumento de la eficiencia informativa y aumento de la competencia entre creadores de mercado. En Edwards y Nimalendran (2007) se señalan como causas del descenso de los costes de transacción en el segmento mayorista la concentración de la liquidez en ciertos bonos y el aumento de la competencia entre los creadores de mercado. No es sorprendente que la eficiencia informativa no juegue un papel decisivo cuando se aumenta la transparencia. Al tratarse del segmento mayorista, las diferencias informativas entre los participantes en cuanto a las características de las emisiones o los emisores no suelen ser relevantes.

La liquidez de los activos posee una característica que se puede asemejar a lo que la literatura económica denomina “externalidad de red”. En este caso, cuanto más líquido es un bono, más inversores estarán dispuestos a comprarlo y a venderlo, por la facilidad, a su vez, de encontrar comprador o vendedor para el mismo. El aumento de la post-transparencia hace que sea más fácil para los inversores identificar estos bonos líquidos y que se concentre la negociación en ellos.

El aumento de la transparencia, a través de TRACE, también dio lugar a una mayor competencia entre los creadores de mercado que operan en el mercado de bonos corporativos de Estados Unidos. Al introducir post-transparencia, los inversores pueden conocer los precios y cantidades de las operaciones hechas por los otros inversores. Gracias a esa información, los creadores de mercado pierden parte de su poder de negociación con los inversores, lo que se refleja en una reducción de los diferenciales *bid-ask* que pagan los inversores cuando se realiza una operación en este mercado.

Con todo, la evidencia empírica mencionada sugiere un descenso en los costes de transacción debido al aumento de la transparencia en este mercado. Sin embargo, conviene recordar que esta evidencia corresponde a los meses inmediatamente posteriores a la entrada en funcionamiento de la plataforma TRACE. Se trata, por tanto, de resultados sobre el impacto a corto plazo del aumento de la transparencia. La teoría económica dice que, ante un descenso en los costes de transacción y la concentración de la liquidez en un número limitado de bonos, el número de creadores de mercado en este mercado se verá reducido. Este menor número de creadores de mercado podría favorecer, a largo plazo, el desarrollo de estrategias colusorias, implícitas o explícitas, con el consiguiente aumento de los costes de transacción. Como se indica más adelante, el regulador debería tener en cuenta esta posibilidad y desarrollar intervenciones adecuadas para que los creadores de mercado no recuperen poder de mercado de modo significativo.

de emisión fuera de al menos 100 millones de dólares, además de un grupo de 120 bonos Baa/BBB y 50 bonos con grado de especulación. Con este segundo conjunto, el número de bonos con información en TRACE quedó en, aproximadamente, 4.650 bonos. Finalmente, en la tercera fase, lanzada en octubre de 2004 y febrero de 2005, todos los bonos quedaron incluidos en el régimen de información del TRACE.

3.2 La transparencia en el mercado de bonos de titulización

Los mercados de bonos de titulización tienen su propia idiosincrasia y, de hecho, presentan importantes diferencias con respecto a los mercados de bonos corporativos. Por ello, no es conveniente extrapolar directamente a los primeros el resultado del aumento de la post-transparencia en el mercado de bonos corporativos estadounidense. En particular, los mercados de titulización se destacan por tener las siguientes características:

- En estos mercados, los emisores sólo tienen una emisión en el mercado. Esto es debido a que los emisores de este mercado son fondos de titulización (en la mayor parte de los países, empresas sin ánimo de lucro) creados con el único fin de recoger activos que respaldan la emisión y, en base a ellos, emitir bonos⁶. Los activos de que se dotan los fondos son de una gran variedad: préstamos hipotecarios, préstamos al consumo, bonos, etc. Esta diversidad facilita que la transparencia sobre los emisores en este tipo de mercado sea menor que la que existe en los mercados de bonos corporativos.
- Son mercados donde existe una pre-transparencia limitada si se compara con la existente en el mercado de bonos corporativos. En particular, solo existen precios públicos de oferta y demanda para una proporción pequeña de bonos en las plataformas de información habituales, como Bloomberg o Reuters. Normalmente, estos precios no son vinculantes para los creadores de mercado que los publican.
- Asimismo, la post-transparencia en este tipo de mercados es menor que la existente en los mercados de deuda corporativa. La única información disponible de este tipo es la proveniente de plataformas comerciales de información y de los mercados organizados donde se negocian estos bonos, la cual es muy limitada. En el caso de las plataformas comerciales, normalmente la información no incluye datos de las operaciones cruzadas, sino que se limita a precios estimados, en su mayor parte, en el contexto de ejercicios de valoración realizados por bancos de inversión⁷.
- El número de creadores de mercado por cada tipo de bono en los mercados de titulización es pequeño. De hecho, existe un gran número de bonos de titulización que sólo son negociados por un único creador de mercado. En estos mercados, los creadores de mercado disfrutan de un poder de mercado mayor que el de los creadores de mercado de otros tipos de bonos.

En los mercados de titulización se negocian bonos muy heterogéneos entre sí. Por ejemplo, a pesar de que las calificaciones de las agencias de *rating* ayudan a los inversores a poder clasificar los bonos por su riesgo de crédito, dentro de una misma categoría de *rating*, digamos AAA, se pueden encontrar bonos con características muy diferentes, al estar respaldados por distintos activos. En este sentido, no es fácilmente comparable un bono de titulización AAA respaldado por hipotecas con un bono respaldado por préstamos al consumo. Del mismo modo, no es fácilmente comparable un bono AAA respaldado por hipotecas que fueron concedidas en los años previos a la crisis *subprime* con otro respaldado por hipotecas concedidas durante la crisis.

6 Para una descripción mas detallada de los emisores de bonos de titulización véase Losada (2006).

7 Son varias las plataformas de información que proporcionan datos de post-transparencia en este tipo de mercado, entre ellas Reuters y Bloomberg, aunque la referencia más conocida actualmente es Markit.

En un trabajo recientemente publicado por la CNMV (Losada 2009b) se realiza un análisis del impacto que tendría un aumento de la transparencia en los mercados de titulización, utilizando un modelo teórico de competencia monopolística entre creadores de mercado. El modelo, a pesar de su simplicidad, captura las especiales características de este tipo de mercado de bonos, sobre todo la heterogeneidad de los bonos presentes y el poder de mercado del que disfrutan los creadores de mercado. En particular, este modelo se utiliza para analizar el mercado de bonos de titulización considerando tanto la hipótesis de opacidad como la de transparencia. Con este objetivo, se considera una economía simplificada, en la que los inversores pueden elegir entre dos tipos de activos: bonos de titulización, todos ellos con un mismo *rating* pero diferentes características, y otros bonos que no son de titulización pero que poseen el mismo *rating* que los bonos de titulización.

En el mercado de bonos de titulización hay creadores de mercado que compran bonos a los originadores y los venden a los inversores. Los creadores tienen unos costes medios decrecientes y disfrutan de un cierto poder de monopolio, Este supuesto parece apropiado para capturar el hecho de que, en la realidad, los inversores no pueden sustituir entre sí, de forma perfecta, las distintas clases de bonos de titulización disponibles en el mercado⁸.

Cada inversor tiene la opción de invertir en alguno de los bonos de titulización o en alguno de los bonos que no son de titulización. Los inversores se decidirán por una posibilidad o por la otra de acuerdo con sus preferencias (por ejemplo, en función de su grado de aversión al riesgo) y los precios de cada activo.

Cada creador de mercado vende al menos uno de los bonos de titulización disponibles en el mercado secundario y ninguno de los bonos es vendido a la vez por dos creadores de mercado. Esta última hipótesis está respaldada por el hecho, comentado anteriormente, de que normalmente cada bono de titulización es comercializado únicamente por un solo creador de mercado, lo que confiere un cierto poder de monopolio a los creadores de mercado en el modelo.

En cuanto a los inversores que venden los bonos a los creadores de mercado, se considera que son precio-aceptantes. Los inversores de este tipo de mercados suelen seguir una estrategia de comprar y mantener. En la realidad, para la mayoría de los casos, los inversores sólo venden sus bonos cuando se encuentran con una restricción de liquidez o cuando deciden reequilibrar su cartera.

Con estos ingredientes básicos, se analizan los efectos de contar con un mayor o menor nivel de transparencia en el mercado de bonos de titulización. Así, bajo el supuesto de opacidad, los inversores que quieren comprar un bono de titulización tienen que seguir un costoso proceso de búsqueda para conocer las características de los bonos, y poder así valorarlos en función de sus propias preferencias y su precio de mercado. De este modo, los inversores siguen un proceso iterativo con los creadores de mercado hasta conocer cuál de ellos vende el bono que le ofrece una mejor combinación de precio y adecuación a sus preferencias. En términos prácticos, la falta de transparencia en este escenario implica que cada vez que un inversor decide

8 La competencia monopolística es una estructura de mercado en la que hay muchos vendedores que ofrecen bienes que son sustitutivos cercanos, pero no perfectos. En este tipo de mercado, cada empresa puede influir en cierta medida en el precio de su producto. Ejemplos de industrias donde las empresas se enfrentan a una competencia monopolística son la industria del automóvil, la industria de los detergentes o la de los cereales para el desayuno.

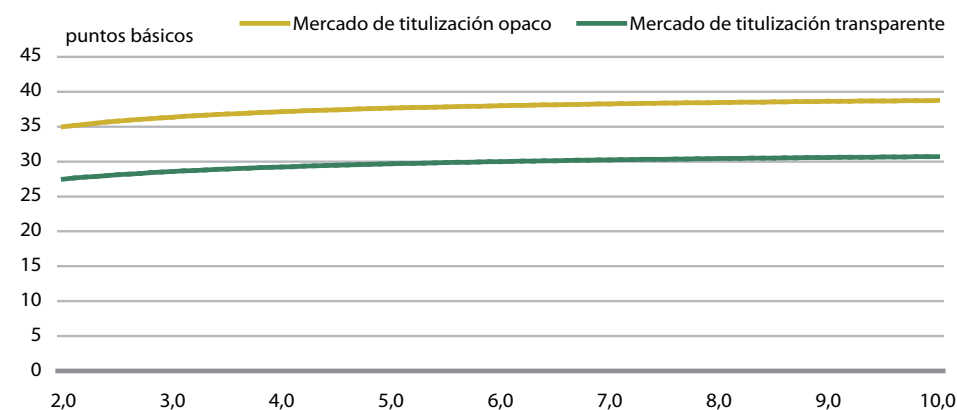
sondear a un nuevo creador de mercado, el inversor incurre en un coste adicional de búsqueda de información.

En el escenario alternativo, de transparencia, el inversor únicamente paga un coste fijo inicial de búsqueda. Este coste se puede interpretar como un precio fijo que hay que pagar por estar conectado a una plataforma de información, donde el inversor tiene información sobre los precios y cantidades que se cruzan en el mercado. De este modo, una vez que se ha abonado el coste inicial, el inversor puede obtener información sobre las características y precios de cuantos bonos desee sin incurrir en costes adicionales.

De la comparación de las dos versiones extremas del modelo descritas anteriormente, se deduce que la transparencia en este tipo de mercados tiene como consecuencia directa un aumento de la liquidez. Como se puede observar en los gráficos 1 y 2, en un mercado con transparencia, los diferenciales *bid-ask* son menores, a la vez que aumenta la negociación. Tanto en el caso de los diferenciales como de la negociación del mercado, los resultados son robustos al grado de heterogeneidad que exista entre los bonos de titulización. Si bien, en el caso de la negociación, los efectos de introducir más transparencia se atenúan a medida que los bonos son más heterogéneos.

Diferencia *bid-ask* en función del grado de heterogeneidad entre los bonos del mercado de titulización¹

GRÁFICO 1

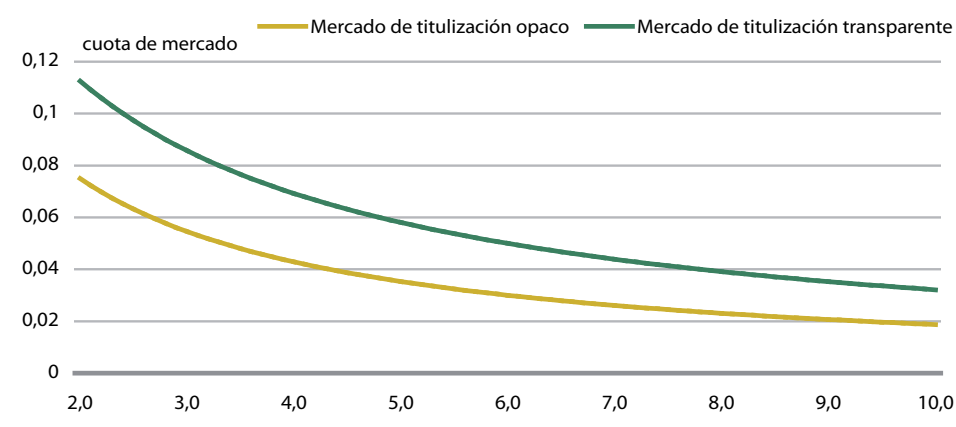


Fuente: Losada (2009b).

¹ El grado de heterogeneidad refleja de manera cuantitativa la percepción que tienen los inversores sobre lo diferentes que son entre sí los bonos de titulización que comparten un mismo *rating*.

Negociación en el mercado para cada bono en función del grado de heterogeneidad entre los bonos del mercado de titulización¹

GRÁFICO 2

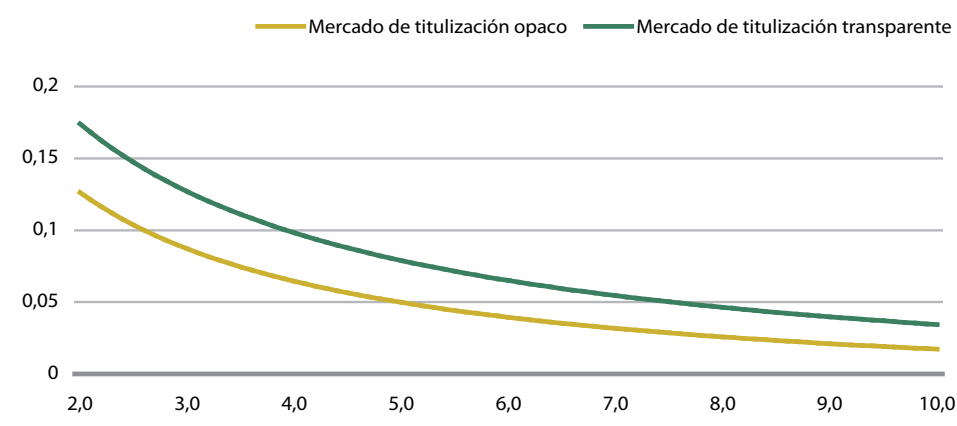


Fuente: Losada (2009b).

¹ El grado de heterogeneidad refleja de manera cuantitativa la percepción que tienen los inversores sobre lo diferentes que son entre sí los bonos de titulización que comparten un mismo *rating*.

La intuición detrás de estos resultados es la siguiente. El efecto directo de un aumento en la transparencia es permitir a los inversores poder comparar de una manera más eficiente, es decir, soportando menores costes, la utilidad que les reporta un bono de titulización frente a otro distinto. Cuando el mercado es transparente, cualquier variación de precio en los bonos de titulización es inmediatamente conocida por los posibles inversores. Por el contrario, en los mercados opacos, conocer con exactitud el alcance de cualquier variación en los precios requiere de un coste potencialmente elevado. Es por ello que los creadores de mercado disfrutan de más poder de mercado en los mercados de titulización opacos. Este hecho se refleja en unos mayores márgenes de intermediación y beneficios para estos agentes y en una menor negociación en el mercado.

En el artículo original (Losada, 2009b) también se analiza cómo afecta la introducción de transparencia al bienestar social. Para ello, se define el bienestar social en el contexto del mercado de bonos de titulización como la suma de los excedentes de los inversores más los beneficios de los creadores de mercado. En el gráfico 3 se puede observar que, bajo el supuesto de transparencia antes descrito, el bienestar social es siempre mayor. En particular, el aumento del bienestar es proporcional al incremento en la negociación derivada de un mayor nivel de transparencia. Como se ha descrito antes, un aumento en la transparencia se traduce en una pérdida de poder de mercado por parte de los creadores de mercado, lo que implica precios más bajos y mayor volumen de transacciones en el mercado. Ahora bien, en la medida en que el grado de heterogeneidad entre los distintos bonos aumenta, y con él, el poder de monopolio de los creadores de mercado, los efectos positivos sobre el bienestar que conlleva un mayor nivel de transparencia se ven paulatinamente reducidos.



Fuente: Losada (2009b) ejes.

- 1 El bienestar social es el resultado de multiplicar puntos básicos por un porcentaje que representa el valor en un numerario. En este caso, el numerario es el número total de inversores que compran bonos de una determinada calificación crediticia.
- 2 El grado de heterogeneidad refleja de manera cuantitativa la percepción que tienen los inversores sobre lo diferentes que son entre sí los bonos de titulización que comparten un mismo *rating*.

Por tanto, el funcionamiento del modelo económico descrito en este artículo sugiere que aumentar la transparencia en el mercado de bonos de titulización incrementa el bienestar social. De acuerdo a esta lógica, resultaría conveniente hacer uso de los dispuesto en el artículo 46 del la MiFID e introducir post-transparencia en este mercado.

Sin embargo, como se ha señalado anteriormente, en el contexto de la revisión de los trabajos empíricos sobre el aumento de la transparencia en los mercados de bonos corporativos citados anteriormente, estos resultados deben ser analizados cuidadosamente. Los menores beneficios que, bajo transparencia, generan los creadores de mercado tendrían su repercusión en un menor número de creadores de mercado a largo plazo Si la estructura de mercado resultante de este proceso fuera una en la que los creadores de mercado se especializasen por tipo de bonos, estos podrían recuperar, con el tiempo, una parte del poder de mercado de que disfrutaban con unos mercados opacos. Este posible aumento del poder de mercado de los creadores de mercado compensaría parcialmente el impacto positivo del aumento de la transparencia en términos de bienestar En Losada (2009a) se muestra cómo una reestructuración en la que los creadores de mercado vendan la mayor variedad posible de tipos de bonos de titulización consigue atenuar el efecto anterior.

4 Conclusiones

La evidencia empírica disponible sobre la introducción del sistema TRACE en el mercado de bonos corporativos estadounidense aconseja un aumento de la transparencia de estos mercados en Europa. Del mismo modo, los resultados obtenidos en el marco de un modelo teórico, que combina grados distintos de transparencia y competencia entre creadores de mercado, desarrollado en Losada (2009b) aconsejan un aumento

de la transparencia en los mercados de bonos de titulización. En ambos casos, un incremento de la transparencia da como resultado un aumento de la liquidez en los mercados. La mayor transparencia hace que los inversores puedan conocer mejor los precios y las cantidades disponibles de los bonos, lo que provoca un aumento de la competencia entre los creadores de mercado. Esta visión está en línea con las propuestas de aumento de transparencia tanto de CESR (2009) como de IOSCO (2009) para el caso de los mercados secundarios de titulización.

No obstante, la aplicación práctica de mayores niveles de transparencia ha de llevarse a cabo teniendo en cuenta posibles efectos secundarios adversos en su implementación. En este sentido, hay que tener en cuenta que los efectos de un aumento de la transparencia sobre la competencia entre los creadores de mercado son de dos tipos. A corto plazo, aumenta la competencia entre los creadores de mercado. Por el contrario, a largo plazo, el aumento inicial de la competencia es previsible que traiga como consecuencia un número menor de creadores de mercado. Para evitar que este último efecto dé lugar a efectos significativos de segunda ronda de signo negativo sobre el nivel de competencia, es conveniente que se vigile el proceso de reordenación del mercado al que puede dar lugar el incremento inicial de la competencia. En particular, sería recomendable que la oferta de los creadores de mercado supervivientes fuese global, ofreciendo precios en el mayor número posible de tipos de bonos en vez de especializarse en un único tipo. De esta forma, se evitarían repartos del mercado, implícitos o explícitos, basados en el tipo de bono comercializado.

5 Referencias bibliográficas

Biais B., Declerck F., Dow J., Portes R. y von Thadden E. (2006). *European corporate bond markets: transparency, liquidity and efficiency*. CEPR Working Paper.

Barclay M., Hendershott T, y Kotz K. (2006). "Automation versus intermediation: evidence from treasuries going off the run". *Journal of Finance*, vol. 61, pp. 2395-2414.

Bessembinder H., Maxwell W. y Venkataraman K. (2006). "Optimal market transparency: evidence from the initiation of trade reporting in corporate bonds". *Journal of Financial Economics*, vol. 82, pp. 251-288.

Biais B. (1993). "Price formation and equilibrium liquidity in fragmented and centralized markets". *Journal of Finance*, vol. 48, pp. 157-186.

CESR (2009). "Transparency of corporate bond, structured finance products and credit derivative markets". Ref. CESR/09-348.

de Frutos M.A. y Manzano C. (2002). "Risk aversion, transparency and market performance". *Journal of Finance*, vol. 57, pp. 959-984.

Edwards A., Lawrence E. and Piwowar M. (2007). "Corporate bond market transaction costs and transparency". *Journal of Finance*, vol. 62, pp. 1421-1451.

Edwards A. y Nimalendram M. (2007). *Corporate bond market transparency: liquidity concentration, informational efficiency, and competition*. U.S. Securities and Exchange Commission, Working Paper.

- Goldreich D., Hanke B. y Nath P. (2005). "The price of future liquidity: timevarying liquidity in the U.S. treasury market". *Review of Finance*, vol. 9, pp. 1-32.
- IOSCO (2009). *Transparency of structured finance products*. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD306.pdf>.
- Krishnamurthy A. (2002). "The bond/old-bond spread". *Journal of Financial Economics*, vol. 66, pp. 463-506.
- Losada R. (2006). *Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero*. Comisión Nacional del Mercado de Valores, Monografía nº 14.
- Losada R. (2009a). *Could regulation of ABS market improve social welfare?*. Comisión Nacional del Mercado de Valores, Monografía nº 37.
- Losada R. (2009b). *On the role of transparency in the ABS secondary market*. Comisión Nacional del Mercado de Valores, Monografía nº 38.
- Madhavan A. (1995). "Consolidation, fragmentation, and the disclosure of trading information". *Review of Financial Studies*, vol. 15, pp. 1325-1354.
- Madhavan A. (2000). "Market microstructure: A survey". *Journal of Financial Markets*, vol. 3, pp. 205-208.
- Naik N. y Neuberger A. (1999). "Trade disclosure regulation in markets with negotiated trades". *Review of Financial Studies*, vol. 12, pp. 873-900.
- O'Hara M. (1997). "Market microstructure theory". Basil Blackwell, Cambridge M.A.
- Pagano M. y Roell A. (1996). "Transparency and Liquidity: A comparison of auction and dealer markets with informed Trading". *Journal of Finance*, vol. 51, pp. 579-611.
- Restoy F. y Rodríguez V. (2009). "Transparency in securities markets". Próxima aparición en *Moneda y Crédito*.
- Salop S.C. (1979). "Monopolistic competition with outsider goods". *Bell Journal of Economics*, vol. 10, pp. 141-156.
- Spulber D.F. (1996). "Market making by price-setting firms". *Review of Economic Studies*, vol. 63, pp. 559-580.
- Yin X. (2005). "A comparison of centralised and fragmented markets with costly search". *Journal of Finance*, vol. 60, pp. 1567-1590.

El programa de avales español para operaciones de financiación de entidades de crédito

María González Fernández, Cecilia González Rodríguez y Carmen Motellón García (*)

* María González Fernández es Vocal Asesor para Avales de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, Cecilia González Rodríguez pertenece al Departamento de Mercados Primarios de la CNMV y Carmen Motellón García es Asesor Coordinador para Avales del Gabinete de la Vicepresidenta Segunda.

1 Antecedentes y primeras decisiones

Las primeras fases de la actual crisis, que precedieron a la extensión generalizada de los problemas del ámbito financiero a todas las esferas de la economía, tuvieron especial incidencia en las condiciones de financiación de las entidades financieras. La súbita pérdida de confianza en la calidad de algunos activos bancarios pertenecientes a entidades de varios países tuvo como primera consecuencia un deterioro rápido e intenso de los canales de financiación bancaria mayorista. Así, las turbulencias vividas en agosto de 2007 a raíz del rápido aumento de la morosidad de las hipotecas *subprime* estadounidenses provocaron, en un plazo insólitamente breve, la práctica parálisis de la mayoría de los mercados que nutren de financiación y liquidez al sistema financiero mundial, incluyendo una caída notable en el nivel de actividad del mercado interbancario y del mercado de titulizaciones y un endurecimiento extremo de las condiciones de emisión de deuda bancaria a plazos prolongados.

En este difícil contexto, los acontecimientos vividos a finales del verano de 2008 tras la quiebra de Lehman Brothers y los graves problemas de la aseguradora AIG llevaron al conjunto del sistema financiero internacional al borde del abismo, lo que provocó la reacción inmediata de las autoridades de las principales economías mundiales. En el caso concreto de Europa, los gobiernos del Eurogrupo se comprometieron a poner en práctica varias medidas extraordinarias, de forma coordinada, en relación con el sector financiero. La esencia de este compromiso quedó plasmada en el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro. Así, en la reunión extraordinaria celebrada el 12 de octubre de 2008, los jefes de Estado y de Gobierno, junto con el Banco Central Europeo, acordaron garantizar las nuevas emisiones de deuda bancaria a medio plazo mediante avales o instrumentos similares, por un periodo limitado y en condiciones de mercado. El objetivo de esta medida era facilitar el acceso a la financiación por parte de las instituciones financieras.

En el plano nacional, el acuerdo alcanzado a nivel europeo se vio reflejado en la decisión del Consejo de Ministros, que en su reunión extraordinaria del 13 de octubre dictó el Real Decreto-Ley 7/2008, de la misma fecha, de medidas urgentes en materia financiera, que autorizó el otorgamiento de avales del Estado a las operaciones de financiación nuevas que realizasen las entidades de crédito a partir de su entrada en vigor. El 20 de octubre de 2008, este RDL fue convalidado mediante Resolución del Congreso de los Diputados. El objetivo esencial de esta medida es facilitar a las entidades que operan en España¹ el acceso a los mercados mayoristas en condiciones razonables, lo que ha permitido a las entidades que han hecho uso de esta facilidad encarar sus compromisos financieros del año 2009 con más tranquilidad.

El artículo se estructura en cuatro secciones. En las secciones 2 y 3 se detalla la normativa que ha configurado el programa de avales en España y las características básicas de los mismos. La siguiente sección explica el proceso práctico de emisión y

1 Los requisitos impuestos a las entidades elegibles son discutidos en detalle más adelante.

admisión de los valores avalados según la normativa española del mercado de valores. En la sección 5 se presentan las principales cifras de las emisiones avaladas en el ejercicio 2009. Por último, la sección 6 contiene las conclusiones.

2 Aspectos legales de la configuración del programa de avales

El RDL 7/2008 establece que los avales los otorgará el Ministro de Economía y Hacienda de acuerdo con los requisitos establecidos en la Ley General Presupuestaria. Tal y como establece dicha ley, la autorización de los avales, como mínimo, ha de contener la identidad de los avalados, el plazo de otorgamiento de los avales y su importe máximo, en los siguientes términos:

Respecto a la identidad de los avalados, se indica que serán las entidades de crédito residentes en España a partir de la entrada en vigor del citado RDL. En el caso de filiales de entidades extranjeras, se exige que desarrollen una actividad significativa en España. No obstante, el mismo RDL dispone que para acceder al otorgamiento de los avales, las entidades de crédito deberán cumplir los requisitos que establezca el Ministro de Economía y Hacienda, entre los cuales podrán incluirse aquellas condiciones especiales de solvencia que proponga el Banco de España.

En cuanto al plazo de otorgamiento de los avales, el RDL establece que dicho plazo finaliza el 31 de diciembre de 2009.

Por último, respecto a su importe máximo, mediante el citado RDL se incrementa el límite destinado a esta finalidad establecido en el artículo 54 de la Ley 51/2007, de 26 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2008, hasta un importe de 100.000 millones de euros².

Además de este contenido mínimo necesario que establece la Ley General Presupuestaria, la ley que autorice el otorgamiento de avales puede contener otros requisitos que habrán de ser tenidos en cuenta a la hora de que el MEH otorgue el aval. Así, en el RDL 7/2008 se establecen otros aspectos, como las características de las operaciones a avalar, el plazo de vencimiento de las mismas y la condición de que los avales devenguen una comisión que refleje el riesgo que asume el Estado en cada operación.

A su vez, el RDL 7/2008 sufrió una modificación mediante el RDL 3/2009, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal, motivadas por la evolución de la situación económica, con el fin de permitir a los titulares legítimos de los valores garantizados una compensación en caso de ejecución del aval y hasta el cobro de las cantidades adeudadas. En particular, este último precepto legal estableció, como requisito para tener derecho a la anterior compensación desde el

2 En el proceso de tramitación parlamentaria de la Ley de Presupuestos Generales del Estado para el año 2009, fue necesario establecer un límite de avales que permitiera aplicar las medidas previstas en el RDL 7/2008. Dicho límite quedó finalmente fijado en 64.000 millones de euros, según el artículo 54.dos, d) de la Ley 2/2008, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2009, en la redacción dada por el Real Decreto-Ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito.

mismo día del vencimiento y hasta el cobro de la deuda, la obligatoriedad de solicitar la ejecución del aval dentro de los cinco días naturales siguientes a la fecha de vencimiento de la obligación garantizada. Además, dado que los avales los otorga el Ministro de Economía y Hacienda, de acuerdo siempre con los requisitos establecidos por la Ley General Presupuestaria, el marco de este programa no estará totalmente descrito sin examinar el resto de preceptos establecidos en dicha ley. Así, la Ley General Presupuestaria habilita al Ministro para que pueda convenir las cláusulas que resulten más usuales en los mercados financieros, tales como la renuncia al beneficio de excusión. Adicionalmente, también establece que, salvo que se indique expresamente otra cosa al otorgarse los avales, éstos se darán con carácter subsidiario, y que el Ministro puede establecer mecanismos para limitar el riesgo de ejecución de los avales.

Por último, respecto a la cobranza de las cantidades a que la Administración General del Estado tenga derecho como consecuencia del otorgamiento del aval, así como por la ejecución del mismo, la Ley General Presupuestaria aclara que ésta se hará mediante los procedimientos administrativos correspondientes y gozará de las prerrogativas establecidas para los tributos en la Ley General Tributaria y el Reglamento General de Recaudación.

3 Características básicas del programa de avales español

La Orden EHA/3364/2008 de 21 de noviembre, por la que se desarrolla el artículo 1 del RDL 7/2008, contiene la explicitación de los elementos básicos del programa, incluyendo las características de los avales a otorgar, las operaciones que podrían garantizarse o los trámites a seguir para el otorgamiento de avales. Estos elementos, a su vez, han sido concretados en las órdenes de otorgamiento de los avales correspondientes a 2008 y 2009, para terminar configurando un marco operativo que está caracterizado en sus aspectos básicos por los elementos que se describen a continuación.

Respecto a las operaciones que pueden ser garantizadas, se establece que únicamente podrán serlo aquellas operaciones consistentes en emisiones, realizadas en España, de pagarés, bonos y obligaciones que cumplan los siguientes requisitos:

- **Tipo de valor.** Han de ser valores de deuda no subordinada y no garantizada con otro tipo de garantías distintas de la que ofrece el aval de la Administración General del Estado.
- **Plazo de vencimiento.** Éste ha de estar comprendido entre los tres meses y los tres años siguientes a su emisión, en el caso del aval otorgado en 2008, y entre los tres meses y los cinco años, para el aval otorgado en 2009.
- **Rentabilidad.** Se permiten tanto tipos de interés fijo como variable (siempre que el tipo de referencia sea de amplia difusión en los mercados) y, en cualquier caso, se exige que las rentabilidades se encuentren dentro del rango de rentabilidades del mercado, utilizando como referencia un *spread* del mismo importe que la comisión a pagar sobre la Deuda del Estado.

- **Estructura de las operaciones.** Se exige amortización única y la no incorporación de opciones, instrumentos derivados o cualquier otro elemento que dificulte la valoración del riesgo asumido.
- **Importe.** El importe mínimo de cada emisión será de 10 millones de euros.
- **Negociación.** Los valores deberán admitirse a negociación en un mercado secundario oficial español.
- **Agente de pagos.** La entidad deberá designar un agente de pagos en cada emisión.

Respecto a las entidades que pueden solicitar aval, se distinguen tres supuestos según se trate de entidades de crédito, de grupos consolidables de entidades de crédito o de agrupaciones de entidades de crédito:

En el caso de las entidades de crédito, se establecen los siguientes requisitos: i) ha de ser una entidad de crédito con domicilio social en España, ii) ha de tener una cuota mínima en el epígrafe de préstamos y créditos, con el fin de asegurar que las entidades beneficiarias de los avales tengan una cierta relevancia dentro del sistema, al objeto de asegurar la mayor eficacia de la medida, y iii) ha de haber emitido con anterioridad instrumentos similares a los que pudieran ser objeto de la garantía del Estado, con el fin de evitar distorsiones en el comportamiento normal de las entidades o situaciones de toma de decisiones basadas en la nueva medida.

En el caso de los grupos consolidables de entidades de crédito y agrupaciones de entidades de crédito, la Orden EHA/3364/2008, de 21 de noviembre, modula los requisitos anteriores a la hora de aplicarlos a dichos sujetos, estableciendo además la posibilidad de acumulación de cuota de una entidad de crédito que no cumpla los requisitos antes mencionados en otra que sí los cumpla, previo acuerdo. También se prevé la posibilidad de que formule solicitud de aval una entidad de crédito que forme parte de un grupo consolidable separadamente, bajo determinadas condiciones.

Finalmente, la Orden EHA/3364/2008 establece que los avales devengarán las comisiones a favor del Estado que se detallan en su Anexo y que han sido establecidas según las recomendaciones del Eurosistema sobre garantías estatales para deudas bancarias.

Con el propósito de dar respuesta a un número de contingencias no contempladas expresamente en el momento de la aprobación de la Orden EHA/3364/2008, ésta ha sufrido modificaciones posteriores en dos ocasiones. La primera de ellas, realizada mediante la Orden EHA/3748/2008, de 23 de diciembre, publicada el 24 de diciembre de 2008, se centró en tres objetivos. En primer lugar, para no menoscabar el éxito de las emisiones en divisas, se extendió el aval al riesgo de tipo de cambio, a la vez que se impuso la exigencia de establecer en la orden de otorgamiento mecanismos de garantía que permitieran minimizar dicho riesgo. En segundo lugar, respecto al requisito de haber emitido en España valores análogos a los que pudieran ser objeto de la garantía, se eliminó la referencia a que dicha emisión se hubiera realizado en España. Por último, se amplió el plazo para la realización de las emisiones avaladas con cargo al Presupuesto General del Estado de 2008, que inicialmente era el 1 de julio de 2009, hasta el 15 de diciembre del mismo año.

Posteriormente, y con el objetivo de dotar de una mayor flexibilidad al sistema, se introdujo otra modificación, mediante la Orden EHA/3319/2009 de 10 de diciembre,

publicada en BOE el 12 de diciembre de 2009, con el fin de permitir la ampliación de la ventana de emisión de operaciones avaladas mediante Resolución de la Directora General del Tesoro y Política Financiera, siempre que la Comisión Europea permita la extensión del programa de avales, teniendo presente, no obstante, el carácter temporal de esta medida.

En el contexto del marco antes descrito, el MEH otorgó avales el 29 de diciembre de 2008, con cargo al presupuesto de ese año, y el 30 de septiembre de 2009, con cargo al presupuesto de avales de 2009. Los avales dados por las distintas órdenes de otorgamiento, además de por las mismas, se rigen por la normativa antes indicada, la Ley General Presupuestaria, el Real Decreto-Ley 7/2008 y la Orden EHA/3364/2008, y comparten una misma configuración jurídica según la cual podrían ser calificados como garantías simples en las que el Estado renuncia al beneficio de excusión que establece el artículo 1830 de nuestro Código Civil y mantiene el beneficio de orden y el de plazo que se establece expresamente en las propias órdenes de otorgamiento.

Además, para que el aval pueda ser efectivo, han de darse una serie de supuestos tanto materiales como formales y procedimentales. Respecto de los primeros, hay que subrayar el hecho de que exista una obligación que afianzar, es decir, que se haya realizado la emisión en la que se concreta la efectividad del aval, lo cual entronca en la propia concepción causal de nuestro Derecho, que tipifica como elemento esencial del contrato la causa. En relación a los requisitos formales, cabe destacar la obligatoriedad en el cumplimiento de todos los requisitos que establece el apartado Séptimo de ambas órdenes de otorgamiento, entre los que figuran las distintas obligaciones de notificación a la Dirección General de Tesoro y Política Financiera, la acreditación del ingreso de la comisión o la admisión a cotización.

De acuerdo con las características del programa español de avales descrito aquí, debe subrayarse que los avales garantizan, con carácter irrevocable e incondicional (una vez cumplido lo establecido en la orden de otorgamiento), las obligaciones económicas resultantes de las emisiones de pagarés, bonos y obligaciones, a plazos comprendidos entre 3 meses y 3 años (o 5 años en el caso del programa presupuestado en 2009), que realicen las entidades avaladas, hasta el 30 de junio de 2010 (fecha de la última extensión autorizada por la Unión Europea del programa de avales español). Por otro lado, el importe máximo del aval otorgado a cada una de las entidades se entiende referido al principal de las operaciones, extendiéndose el aval también a los intereses ordinarios, siendo exigible en la fecha de vencimiento de la obligación garantizada y no permitiéndose modificaciones de las características de las operaciones de financiación avaladas, salvo la amortización anticipada, y siempre que medie el consentimiento previo y escrito del avalista.

Por todo lo anterior, las emisiones avaladas reúnen las características necesarias para ser incluidas como activos de garantía en las operaciones de política monetaria del BCE y gozan, de acuerdo con las normas vigentes dentro del método estándar, de una ponderación del 0% a efectos de los requerimientos de recursos propios por riesgo de crédito. Dicha ponderación nula se extiende, en los términos previstos en la regulación, a las exposiciones de titulización cuyo subyacente esté integrado, exclusivamente, por los instrumentos de deuda avalada por el Estado.

4 Singularidades del proceso de emisión y admisión de los valores avalados por el Estado

Respecto al proceso de emisión y admisión de los valores avalados por el Estado, es importante destacar que la normativa en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales y de ofertas públicas contempla que los valores incondicional e irrevocablemente garantizados por el Estado español están exceptuados tanto de la obligación de registrar un folleto de oferta pública, como de la obligación de publicar folleto en la admisión a negociación, si bien quedan sujetos al resto de requisitos de información y de idoneidad relativos al emisor y a los valores. No obstante, hacer uso de estas excepciones obliga a la entidad emisora a formalizar la emisión mediante escritura pública, inscribirla en el Registro Mercantil y presentar dicha escritura para dar de alta los valores en el registro oficial de anotaciones en cuenta a que se refiere el Art. 92.c) de la Ley del Mercado de Valores.

Por otra parte, el régimen transfronterizo (exigencia de pasaporte europeo para utilizar un folleto en ofertas públicas y admisiones a negociación de valores en mercados regulados en toda la Unión Europea) sólo es aplicable a los folletos aprobados por una autoridad competente de la Unión Europea (el país de origen), lo que supone que las emisiones sin folleto carecen de validez informativa transfronteriza. Ahora bien, debido al carácter facultativo de dicha excepción, las entidades pueden hacer uso de la misma u optar por elaborar un folleto informativo, con su consiguiente aprobación y registro por la CNMV, para formalizar la representación de estos valores mediante anotaciones en cuenta e incorporarlos al citado registro oficial, en lugar de acudir a la escritura pública de emisión.

En el caso de las entidades a las que se otorgó aval de la Administración General del Estado, en todas las emisiones avaladas se ha utilizado la vía de emisión con folleto, lo que ha conferido una notable agilidad en la tramitación de las operaciones y ahorro de costes para las sociedades.

Por otro lado, según la normativa del mercado de valores, con carácter previo a la tramitación de las operaciones avaladas el garante tiene que proporcionar información como si él mismo fuera el emisor de los valores objeto de la garantía. Así, el 20 de enero de 2009 se registró en la CNMV el documento de registro del Reino de España con información del Estado español como avalista, que fue renovado el 22 de septiembre de 2009 y al que se refieren todos los folletos informativos relativos a las emisiones avaladas.

Desde el punto de vista de la emisión y la colocación de los valores avalados, la totalidad de las entidades de crédito se han dirigido a un público cualificado. Las ofertas de valores dirigidas exclusivamente a inversores cualificados o cuyo valor nominal unitario sea de al menos 50.000 € no tienen la consideración de oferta pública y, por tanto, el folleto sólo es obligatorio para su admisión a negociación, pero no para su emisión o colocación. Esta libertad de acción, no constreñida por tener que registrar un folleto previamente a la colocación, permite a las entidades sondear el mercado y el interés de los inversores. En este caso, el alta en el registro de anotaciones en cuenta se efectúa en virtud de un documento privado³, una vez que la entidad cuenta con

3 Este documento recoge los datos de la emisión interesada y, en la práctica, tiene un contenido análogo al de las condiciones finales o la nota sobre los valores.

la autorización previa de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, según el anexo I de las órdenes de otorgamiento.

En cuanto a la negociación, los valores con aval de la Administración General del Estado cotizan en el mercado secundario oficial de renta fija privada AIAF, clasificados como bonos de un nuevo sector denominado “Deuda Aval España” (abreviadamente se identifican como BS AE). La negociación en AIAF se caracteriza por el predominio en los importes negociados de las operaciones dobles, repos y simultáneas, frente a las simples o a vencimiento, así como de la operativa por cuenta propia, es decir, entre miembros del mercado, frente a las operaciones por cuenta de terceros, con una mínima presencia de minoristas. Ésta también ha sido la regla de la negociación de las emisiones avaladas en AIAF durante el 2009.

Las emisiones avaladas también han repercutido en el porcentaje de saldo vivo de los bonos y obligaciones, que en 2009 ha aumentado notablemente. De los casi 152.000 millones de euros correspondientes a bonos y obligaciones a diciembre de 2009, el saldo vivo correspondiente a las emisiones avaladas admitidas en AIAF es de 47.464 millones, lo que, a su vez, representa un 5,4% del saldo vivo total de valores de renta fija admitidos a cotización en AIAF, que ascendía a 871.000 millones de euros a finales de 2009.

5 Principales datos del programa de emisiones avaladas

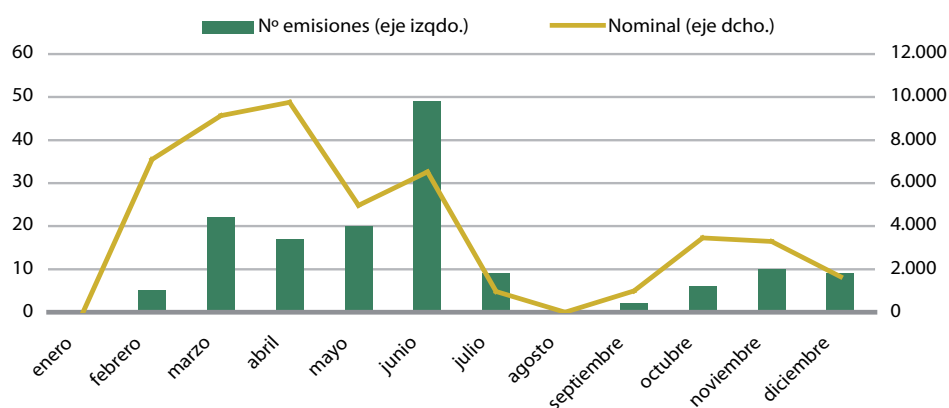
El programa de avales español se ha configurado mediante un sistema de reparto de cuotas entre entidades, en función de su participación en el total de préstamos concedidos por todas las entidades que cumplieran las condiciones impuestas. En concreto, el sistema iguala la cantidad máxima de deuda avalada con la resultante de multiplicar la cuota de mercado por la disponibilidad total de avales, lo que implica la existencia de remanentes sin repartir iguales a la suma de las cuotas de las entidades que cumplan todas las condiciones para poder solicitar el aval y las que voluntariamente no hagan uso de esta facilidad. Los remanentes resultantes se distribuyen entre las entidades participantes en el programa. A través de este mecanismo de asignación de cuotas, de los cien mil millones de euros presupuestados en 2008, se otorgaron autorizaciones de emisiones avaladas por importe de 89.794 millones de euros a un total de 53 entidades, de las cuales 41 eran cajas de ahorros. Para el programa de 2009, las dos cifras fueron de 64.000 y 56.927 millones, respectivamente, a 49 entidades (38 cajas). Esto es, en ambos ejercicios, las peticiones de avales concedidas se han situado en torno al 90% del volumen total máximo presupuestado por el Gobierno.

El pistoletazo de salida de las emisiones avaladas españolas se produjo a principios de febrero de 2009, con el desembolso de una emisión de bonos avalados a tres años de 2.000 millones de euros. Como puede apreciarse en los gráficos 1 y 2, durante todos los meses del año 2009 se han registrado emisiones avaladas, con la salvedad del mes de agosto, aunque se observa que un importante porcentaje del volumen total se concentró en los meses de febrero, marzo y abril. Por otra parte, se observa un nuevo repunte, de menor magnitud, en los meses de octubre y noviembre, coincidiendo con el lanzamiento del nuevo programa de avales con cargo al ejercicio presupuestario 2009, que incrementaba hasta los cinco años el vencimiento máximo de las emisio-

nes que podían ser avaladas. En cuanto al número de emisiones, es significativo la intensa actividad emisora que se registró durante el mes de junio, gran parte de la cual viene explicada por una emisión multi-contribuida realizada conjuntamente por 18 entidades (17 cajas de ahorro y un establecimiento financiero de crédito).

Distribución por fecha de emisión del número de emisiones y nominales emitidos

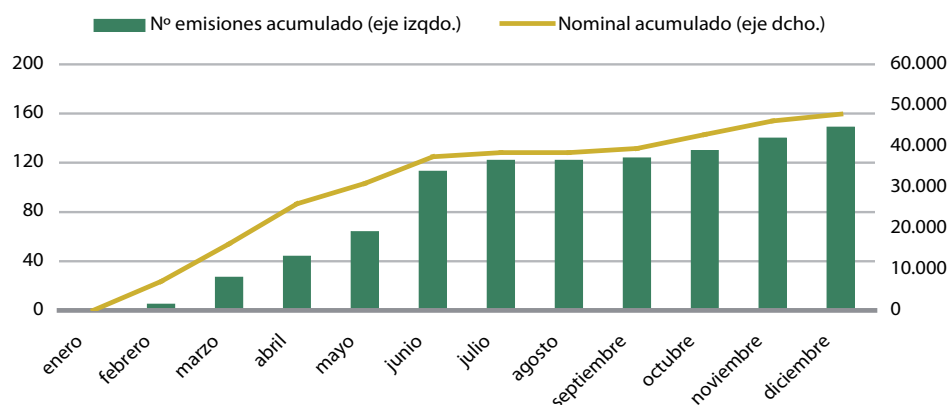
GRÁFICO 1



Fuente: DGTPF y CNMV.

Acumulados por fecha de emisión del número de emisiones y nominales emitidos

GRÁFICO 2



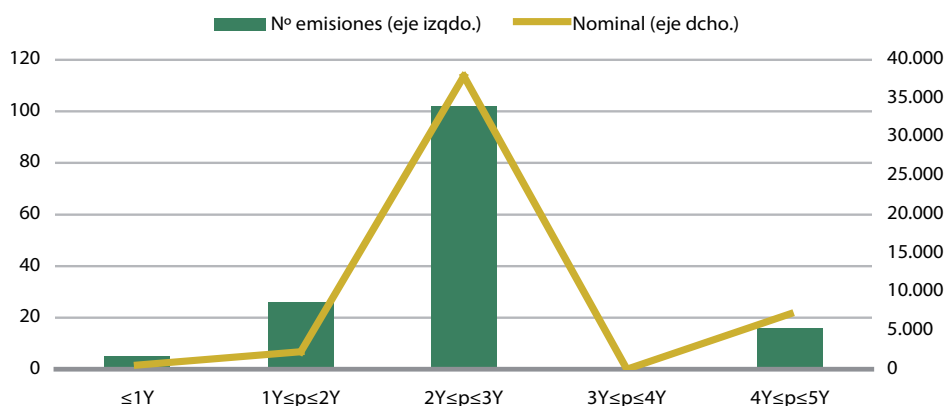
Fuente: DGTPF y CNMV.

Con todo, las emisiones realizadas durante el año 2009 suponen una utilización del programa de avales del 33% sobre el aval otorgado, con una distribución muy asimétrica entre los dos programas (45% sobre el programa de 2008 y un 13% sobre el de 2009), lo que es coherente tanto con el distinto periodo en el que llevan operativos cada uno de los programas como con la mejora de las condiciones de los mercados experimentada a lo largo de 2009. Igualmente, se observa que casi el 90% de las emisiones, que representan el 85% del valor nominal emitido, se ha realizado con cargo al aval otorgado en 2008. Hasta el 31 de diciembre de 2009 los ingresos por comisiones de los avales, para los dos programas, eran de 1.457 millones de euros.

En cuanto al plazo de vencimiento, dado el escaso recorrido que ha tenido el programa de 2009, el grueso de las emisiones avaladas se concentra en los tres años, con más del 75% de los importes emitidos y un porcentaje superior al 55% del total de las emisiones realizadas (véase el gráfico 3A). Tras la ampliación de la ventana de emisión a mediados de diciembre pasado, es de suponer que las emisiones a cinco años incrementen de manera significativa su porcentaje de participación en el total.

Distribución por plazo de emisión del número de emisiones y nominales emitidos

GRÁFICO 3



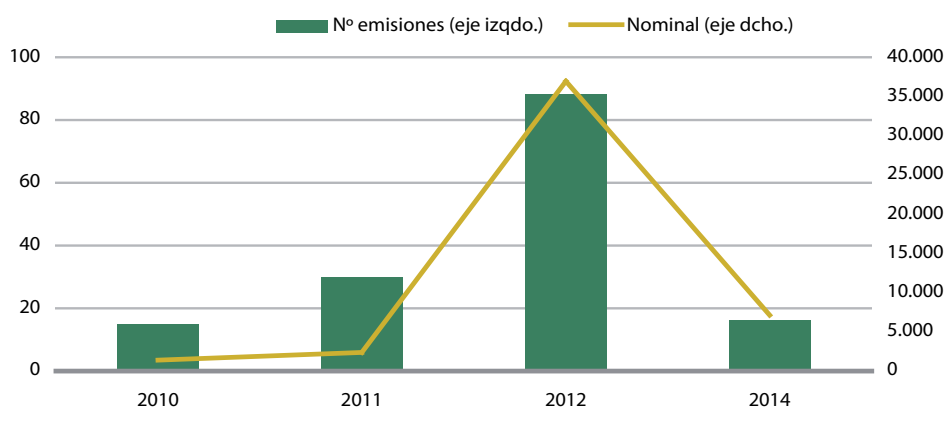
Fuente: DGTPF y CNMV.

En cuanto al tipo de interés al que se referencian los cupones, hay que señalar que casi el 75% de las emisiones se ha decantado por un tipo de interés fijo. Si el mismo análisis se realiza sobre la base de los importes nominales emitidos, el porcentaje se incrementa hasta el 92%.

Desde el punto de vista del avalista, dado que las emisiones no se realizan todas en un mismo momento ni al mismo plazo, es relevante analizar el perfil temporal de amortizaciones, a efectos de poder evaluar la distribución temporal del riesgo contingente. Como se observa en el gráfico 4, el mayor número de emisiones se amortiza durante el año 2012. En cuanto a volúmenes a amortizar, el año 2012 también representa el momento de mayor riesgo latente, concentrando el 77% del valor nominal de todos los vencimientos.

Distribución por el año de amortización del número de emisiones

GRÁFICO 4



Fuente: DGTPF y CNMV.

Hasta el 31 de diciembre de 2009, más de 40 emisores distintos han empleado los programas de avales, con un claro predominio de las cajas de ahorro frente a los bancos, tanto en número como en importe emitido, si bien el importe medio de las operaciones de los bancos es mayor. Con cargo al presupuesto de 2008 habían emitido 39 de las 53 entidades adjudicatarias. Respecto al presupuesto de 2009, las cifras son once entidades emisoras (todas cajas) de las 49 adjudicatarias.

Nominales emitidos por tipo de emisores CUADRO 1

Tipo de emisores	Nº de emisiones		Importe
Cajas de ahorro	34	136	39.002.600.000,00
Bancos y EFC	7	13	8.855.327.753,11
Total	41	149	47.857.927.753,11

Fuente: DGTPE y CNMV.

Las primeras emisiones se caracterizaron, por lo general, por tener un importe elevado (superior a los 1.000 millones), y por que se colocaron tanto en el mercado nacional como en el extranjero. Pero el esfuerzo de colocación es elevado, por lo que muchas entidades optaron por colocaciones “privadas” (o a medida), es decir, a través de acuerdos con un número muy reducido de inversores, en su mayoría nacionales. Estas emisiones suelen tener un importe reducido, inferior a 500 millones de euros.

Finalmente, en cuanto a los resultados de la colocación en el mercado primario según la naturaleza y nacionalidad de los inversores, se aprecia que más de un 40% de lo emitido ha sido suscrito en el mercado extranjero y que los principales inversores de los valores de deuda avalada por el Estado emitidos por entidades de crédito domiciliadas en España han sido las entidades de crédito nacionales (39% del total) y las instituciones financieras extranjeras (35%). En total, más del 90% ha sido suscrito por entidades de crédito, de inversión (ESI e inversión colectiva) o por entidades de seguros.

6 Conclusiones

En respuesta a la crisis financiera de ámbito mundial, los gobiernos del Eurogrupo pusieron en práctica a lo largo del último trimestre de 2008 diversas medidas coordinadas de apoyo al sector financiero. En el marco de esta acción concertada a nivel europeo, España aprobó el programa de avales para operaciones de financiación de entidades de crédito. El objetivo esencial de esta medida era facilitar a entidades de cierta relevancia sistémica el acceso a los mercados de financiación mayorista. Como más tarde se constataría, la concesión de los avales del Estado provocó una disminución del riesgo sistémico total, a la vez que las sucesivas emisiones avaladas permitieron a las distintas entidades encarar el año 2009 con más tranquilidad.

Las emisiones avaladas hasta el 31 de diciembre de 2009 suponen el 33% del importe total adjudicado hasta esa fecha. Por otra parte, hay entidades que, o no han dispuesto del aval, o todavía no han llegado al importe máximo adjudicado. Si bien el plazo para las emisiones no termina hasta el 30 de junio de 2010, cabe esperar que el índice final de uso de los programas quede sustancialmente por debajo del máximo previsto. Esto último se debe, fundamentalmente, a la mejora de las condiciones de los mercados respecto a las que había cuando se pusieron en práctica estas iniciativas.

III Novedades regulatorias

Impacto en las ESI de las circulares de Contabilidad 7/2008 y de Solvencia 12/2008 de la CNMV

Maribel Herrero Rozada (*)

* Maribel Herrero Rozada pertenece al Departamento de Supervisión de ESI y ECA de la CNMV.

1 Introducción

Las empresas cotizadas obligadas a presentar cuentas anuales consolidadas deben hacerlo, desde el 1 de enero de 2005, con arreglo a las normas internacionales de contabilidad (NIC) y a las normas internacionales de información financiera (NIIF), de acuerdo con lo dispuesto en la normativa comunitaria¹. Esta normativa, sin embargo, no extiende esta obligación ni a las cuentas individuales de las empresas cotizadas ni a las cuentas de las empresas no cotizadas. En estos casos, España ha optado por la modificación de la normativa contable nacional y, con tal finalidad, el Consejo de Ministros aprobó el 16 de noviembre de 2007 el Real Decreto 1514/2007 por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad, que entró en vigor el 1 de enero de 2008.

La nueva Circular contable 7/2008², que sustituye a la Circular 5/1990, surge como respuesta al reconocimiento en el nuevo Plan General de Contabilidad de la existencia de reglas contables especiales inherentes al sector financiero y, en particular, para adaptarse a la singularidad legal y operativa de las empresas de servicios de inversión (ESI), sociedades gestoras de institución de inversión colectiva (SGIIC) y sociedades gestoras de entidades de capital riesgo (SGEGR).

Por otra parte, el desarrollo del sistema financiero internacional en los últimos años llevó al Comité de Basilea a presentar un Nuevo Acuerdo de Capital (conocido como Basilea II), cuyo principal objetivo era conseguir una medición del capital regulatorio más sensible al riesgo, complementado con procesos de supervisión y de disciplina del mercado adecuados. Su adaptación a la Unión Europea se plasmó a través de las directivas comunitarias 2006/49/CE y 2006/48/CE³. Por su parte, la CNMV publicó la Circular 12/2008⁴, que entró en vigor el 30 de junio de 2009, con el fin de adaptar la regulación prudencial de las ESI y sus grupos consolidables al marco regulatorio de solvencia de las entidades financieras contemplado en dichas directivas.

Sin embargo, la Circular 12/2008 se verá modificada próximamente para recoger las nuevas disposiciones del Parlamento Europeo y del Consejo reflejadas en las Directivas 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2007/64/CE, que surgen para abordar algunas de las deficiencias puestas de manifiesto por la actual crisis financiera. Las principales mo-

1 Reglamento de las Comunidades Europeas 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de las normas internacionales de contabilidad.

2 Circular 7/2008, de 26 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las empresas de servicios de inversión, sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo.

3 Directivas comunitarias 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre adecuación del capital de las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito, y 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio.

4 Circular 12/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre solvencia de las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables (modificada por la Circular 5/2009, de 25 de noviembre).

dificaciones afectan a determinados elementos de los fondos propios, a los grandes riesgos, al régimen de supervisión y a la gestión de crisis.

Este artículo se estructura en cinco secciones. La sección 2 se centra en el análisis de aquellas novedades contables de la Circular 7/2008 que tienen un impacto significativo en los estados financieros de las ESI. La sección tercera se divide en tres apartados. El primero se refiere a la cuantificación del impacto que, sobre el patrimonio neto del balance de apertura de las ESI a 1 de enero de 2008, han tenido los ajustes derivados de la primera aplicación de los nuevos criterios recogidos en la Circular 7/2008; los apartados segundo y tercero recogen un análisis comparativo de la estructura del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias respecto de la normativa contable anterior. La sección cuarta analiza el impacto que sobre los recursos propios computables y exigibles de las ESI ha tenido la publicación de la Circular 12/2008. Asimismo y como consecuencia de la publicación de dicha Circular, en el apartado de revisión supervisora y transparencia de mercado se incluyen las nuevas responsabilidades que deben cumplir las ESI y se resume el nuevo alcance del esquema supervisor de la CNMV. Por último, las conclusiones se presentan en la sección quinta.

2 Principales aspectos de la Circular 7/2008

2.1 Cambios cuantitativos

El proceso de adaptación a la nueva circular contable supone un cambio significativo en el proyecto integral de gestión de las ESI, en el que las normas contables son compatibles con las mejores prácticas de gestión de riesgos⁵. Desde una perspectiva de solvencia financiera y patrimonial, los principales cambios cuantitativos que se identifican en las ESI y sus grupos consolidables, y que implican variaciones en la determinación de varias ratios fundamentales, son los siguientes:

- La reversión de determinadas partidas consideradas como activos en la Circular 5/1990, tales como los gastos de constitución y de ampliación de capital.
- La variación del patrimonio neto por la reclasificación de las acciones propias y, con un impacto residual, la clasificación como pasivos de determinados instrumentos de patrimonio, tales como las acciones preferentes.
- La distribución, en función de su naturaleza, de los activos y pasivos financieros dentro de diferentes categorías según criterios de gestión y de valoración, incluyendo el detalle por tipo de instrumento y con criterios de reclasificación entre carteras muy estrictos. Por el lado del activo, los instrumentos financieros se clasifican en los registrados a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias, cartera de inversión a vencimiento, cartera de inversiones crediticias y cartera de activos financieros disponibles para la venta. Por el lado del pasivo, tales instrumentos se distribuyen entre las carteras de pasivos financieros a valor razonable, con cambios en pérdidas y ganancias, y la de pasivos financieros a coste amortizado⁶. En este contexto, conviene recordar que la Circular 5/1990

5 Las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) no están sujetas al ámbito de aplicación de la Circular 7/2008, por lo que no se consideran en el análisis.

6 Existe otra categoría adicional de pasivos a valor razonable con cambios en patrimonio neto que recoge principalmente los pasivos asociados a operaciones de titulización.

distinguía entre cartera de acciones y participaciones de carácter permanente⁷ y cartera de negociación.

- El registro de los instrumentos financieros derivados en la cartera de negociación. Este tratamiento obliga a las ESI a mostrar en su balance todas sus posiciones en estos instrumentos y los riesgos que implican para sus resultados y su patrimonio. La Circular 5/1990, con carácter general, registraba las operaciones con instrumentos derivados en el momento de su contratación en las correspondientes cuentas de riesgo y compromiso, mientras que las diferencias de cotización se registraban en la cuenta de pérdidas y ganancias, atendiendo a distintos criterios según fueran operaciones de cobertura o de inversión, de forma que en las primeras podían considerarse las plusvalías tácitas.
- La utilización del valor razonable (*fair value*) para determinados elementos del activo y del pasivo del balance⁸ cuando su estimación es suficientemente fiable, por ejemplo, en presencia de mercados activos líquidos⁹. Por su parte, la Circular 5/1990 establecía que los instrumentos financieros de la cartera de negociación se registraban por su coste de adquisición, saneándose posteriormente, con abono a la cuenta compensadora de activos y fondos específicos, si su valor de mercado era inferior al precio de compra. A su vez, las plusvalías tácitas de la cartera de negociación cotizable se reconocían en las cuentas de riesgo y compromiso, en el epígrafe «Plusvalías de cartera no materializadas». La cartera permanente se registraba por su precio de adquisición.
- El cálculo de la cobertura del deterioro de los activos financieros, que ahora debe venir dado por la existencia de evidencias objetivas, aunque se resalta la importancia del juicio de los gestores en el mismo. En este punto, la Circular 5/1990 consideraba que un activo era de dudoso cobro y, por tanto, estaba sujeto a provisión, cuando su reembolso era problemático o si habían pasado noventa días desde su vencimiento total o parcial.
- La valoración a valor razonable de las remuneraciones basadas en instrumentos de capital, clasificadas como «otros instrumentos de capital» en la partida de patrimonio neto. La Circular 5/1990 consideraba estas partidas en el pasivo como «remuneraciones pendientes de pago».
- Los efectos fiscales por diferencias permanentes o temporales por algunos ajustes derivados de la adaptación a la Circular 7/2008¹⁰.

7 La cartera permanente recogía las participaciones en sociedades filiales cualquiera que fuese la naturaleza de su actividad, o en sociedades en las que se tuviera una participación significativa o presencia en su consejo de administración, aunque se tratara de valores cotizados, siempre que no hubiesen sido adquiridas con intención de negociarlas.

8 Se registran a valor razonable la cartera de negociación de activos y pasivos financieros, otros activos y pasivos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias y los activos financieros disponibles para la venta.

9 Cuando la negociación no es activa, no hay mercado o la única información disponible sobre el instrumento financiero es la de la propia entidad, la estimación del valor razonable se hace difícil y hay que tener en cuenta otros indicadores, tales como los precios de activos semejantes, la posible existencia de transacciones puntuales no forzadas, o los cambios en las condiciones de riesgo.

10 Las diferencias que no revierten en periodos posteriores no se contabilizan, pero se han de informar en la Memoria, señalando su importe y naturaleza.

Respecto del ámbito de la consolidación, pueden destacarse como novedades con efectos relevantes las siguientes:

- La eliminación de la obligatoriedad de presentar estados consolidados en el caso de los subgrupos consolidables de ESI.
- La obligación de consolidación, en virtud del criterio de la unidad de decisión, de los denominados “grupos horizontales”.¹¹
- La modificación del criterio de existencia de influencia significativa para la consideración de las entidades como asociadas. El anterior marco contable, en líneas generales, clasificaba una entidad como asociada si era participada en un porcentaje superior al 20%, en el caso de las entidades no cotizadas, o al 3%, para las cotizadas.
- La eliminación de la amortización del fondo de comercio que excede a las pérdidas por deterioro identificadas de acuerdo a los tests de deterioro. La Circular 5/1990 amortizaba los fondos de comercio linealmente en un periodo máximo de 5 años, o inferior si existían indicios de deterioro.
- El reconocimiento en pérdidas y ganancias de la diferencia negativa de consolidación. A este respecto, la Circular 5/1990 registraba la diferencia acreedora resultante de la compensación entre inversión y fondos propios en el pasivo del balance consolidado y sólo podía registrarse en la cuenta de pérdidas y ganancias ante previsiones razonables desfavorables o cuando se tratara de una plusvalía realizada.
- La reclasificación de los intereses minoritarios y su consideración como patrimonio neto. La Circular 5/1990 reflejaba la parte proporcional de los fondos propios, que corresponde a terceros ajenos al grupo, en el pasivo del balance consolidado, bajo la denominación «Intereses de socios externos».

2.2 Cambios cualitativos

La Circular 7/2008 considera que los estados financieros deben ser útiles para la toma de decisiones económicas y por tanto deben informar adecuadamente de los riesgos a los que están expuestas las ESI. En este sentido, la forma de presentación de los estados financieros se modifica de acuerdo al siguiente esquema: el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias pasan ahora a un formato vertical y en cascada, y se incorporan nuevos estados contables, incluyendo el estado de cambios en el patrimonio neto y el estado de flujos de efectivo.

Otro aspecto cualitativo que implica una ruptura respecto al marco contable “tradicional” es el que se refiere a la primacía de la imagen fiel frente al principio de prudencia. Los estados financieros al amparo de la Circular 5/1990 podrían, en alguna medida, estar distorsionados respecto de la realidad económica por una valoración que podría calificarse de “excesivamente conservadora”¹².

11 Esta obligación ya se recogía en la Circular 5/1990 pero se trata de una diferencia relevante respecto de los criterios del Código de Comercio y el Nuevo Plan General de Contabilidad.

12 Un ejemplo ilustrativo del cambio referido se encuentra en la normativa actual respecto de las diferencias temporales, que se consideran como deducibles (activos fiscales diferidos) o imposables (pasivos fiscales diferidos) en función de que en el futuro generen un menor o mayor impuesto a pagar.

Asimismo, entre los cambios cualitativos se pueden señalar también el predominio del fondo económico sobre la forma jurídica en el registro contable de las transacciones económicas¹³ o la mayor discrecionalidad de un enfoque más flexible, basado en principios y que, de manera directa, exige una mayor responsabilidad de los administradores de las ESI en la fijación de las políticas contables a adoptar.

Por último, cabe destacar la obligación impuesta por la nueva circular de acuerdo a la cual las ESI deben elaborar una memoria con carácter anual. Este informe constituye un instrumento cualitativo imprescindible para comprender la elaboración de las cifras recogidas en los estados financieros, los riesgos a los que están expuestas y las medidas establecidas para su correcta gestión.

3 Evaluación del impacto de la Circular 7/2008

3.1 Patrimonio neto

La Circular 7/2008, en sus normas transitorias, incorpora la obligación de que las ESI incluyan en la memoria de las cuentas anuales a 31 de diciembre de 2008 una explicación de las principales diferencias entre los criterios contables aplicados en el ejercicio anterior y los actuales, aunque no requiere la elaboración de estados de conciliación del balance y la cuenta de pérdidas y ganancias. La evaluación que aquí se presenta se centra en el análisis del impacto que los diferentes criterios de reconocimiento y valoración recogidos en la Circular 7/2008 han tenido en el patrimonio neto de los estados públicos individuales correspondientes al 1 de enero de 2008, para una muestra de 27 ESI que se consideraba representativa del sector (aglutina a más del 90% de los activos del sector) y cuyo tamaño a 31 de diciembre de 2007 se refleja en el cuadro 1.

Muestra de ESI seleccionada a 31/12/2007

CUADRO 1

Miles de euros

ESI	Activo sector	Total 27 ESI analizadas	
		Activo	% s/sector
Sociedades y agencias de valores	21.444.949	19.420.678	90,56%
Sociedades gestoras de carteras	44.776	43.292	96,69%
Total activo a 31-12-07	21.489.725	19.463.970	90,57%
Patrimonio neto sector		Total 27 ESI analizadas	
		P. neto	% s/sector
Sociedades y agencias de valores	1.923.992	1.243.373	64,62%
Sociedades gestoras de carteras	37.323	36.060	96,62%
Total Patrimonio neto a 31-12-07	1.961.315	1.279.433	65,23%

Fuente: CNMV.

Si nos centramos en el análisis cuantitativo, el cuadro 2 muestra que, para el 1 de enero de 2008, el impacto de la introducción de la nueva Circular, medido en términos de variación del patrimonio neto, resulta en un incremento bruto del mismo del 30,7%. Este incremento se reduce al 21,5% cuando se contabilizan los activos y

13 Ejemplos ilustrativos serían los arrendamientos financieros o las operaciones de titulización.

pasivos fiscales diferidos que surgen de los correspondientes ajustes en las diferentes partidas de activos y pasivos del balance de las ESI a 1 de enero de 2008.

ESI. Conciliación del patrimonio neto a 1 de enero de 2008

CUADRO 2

	Total 27 ESI analizadas		Total 17 SAV analizadas		Total 10 SGC analizadas	
	Miles de euros		Miles de euros		Miles de euros	
Fondos propios	853.630		821.621		32.009	
Resultados ejercicio	425.803		421.752		4.051	
Patrimonio neto al 31 de diciembre de 2007 según Circular 5/90 CNMV	1.279.433		1.243.373		36.060	
Ajustes por la transición a la Circular 7/2008	Miles de euros	% sobre patrimonio neto	Miles de euros	% sobre patrimonio neto SAV	Miles de euros	% sobre patrimonio neto SGC
Cartera activos financieros disponibles para la venta	299.994,43	23,45	298.980,14	24,05	1.014,29	2,81
Ajustes valor razonable cartera negociación	88.757,41	6,94	88.755,00	7,14	2,41	0,01
Liberación provisiones activos financieros disponibles venta	3.805,57	0,30	3.780,57	0,30	25	0,07
Contratos seguros vinculados a pensiones	62	0,01	62	0,01	0	0,00
Activos por impuestos diferidos no contabilizados	12	0,00	12	0,00	0	0,00
Cancelación impuesto anticipado	-412	-0,03	-407	-0,03	-5	-0,01
Gastos establecimiento y de ampliación de capital	-816	-0,06	-811	-0,07	-5	-0,01
Ingresos de ejercicios anteriores	-5	0,00	-5	0,00	0	0,00
Remuneraciones a empleados instrumentos capital	1.600	0,13	1.600	0,13	0	0,00
Otros	-671	-0,05	-678	-0,06	7	0,02
Total ajustes	392.327,41	30,66	391.288,71	31,47	1.038,70	2,88
<i>EFECTO FISCAL Ajustes por valoración</i>	<i>-93.119,46</i>	<i>-7,28</i>	<i>-92.813,07</i>	<i>-7,47</i>	<i>-306,39</i>	<i>-0,85</i>
<i>EFECTO FISCAL Resto</i>	<i>-24.357,94</i>	<i>-1,90</i>	<i>-24.355,84</i>	<i>-1,96</i>	<i>-2,1</i>	<i>-0,01</i>
EFECTO FISCAL (30%)	-117.477,40	-9,18	-117.168,91	-9,42	-308,49	-0,86
Efecto sobre el patrimonio neto a 31 de diciembre de 2007	274.850,01	21,48	274.119,80	22,05	730,21	2,02
Patrimonio neto al 1 de enero de 2008 según Circular 7/08 CNMV	1.554.283		1.517.493		36.790	

Fuente: Memorias ESI 31/12/08, CNMV.

Las causas principales que explican el incremento del patrimonio neto de las ESI y cuyos ajustes también se detallan en el cuadro 2 son las siguientes:

- Un 23,5% del impacto se debe, básicamente, a las diferencias de valor respecto del coste de adquisición de los activos reclasificados a la categoría de cartera de activos financieros disponibles para la venta. Estos ajustes, que han supuesto aumentar las reservas en aproximadamente 300 millones de euros, se identifican, principalmente, con las revaluaciones de las participaciones en el capital de la sociedad Bolsas y Mercados Españoles y, en menor medida, por la valoración de las participaciones en IIC. También se incluyen los correspondientes ajustes a las diferencias de cambio en activos no monetarios clasificados en la cartera de activos disponibles para la venta, aunque su impacto es muy poco significativo. El efecto fiscal derivado de los ajustes por valoración se elevó, aproximadamente, hasta un total de 93 millones de euros.
- El 6,9% del impacto en el patrimonio se produce como consecuencia de los ajustes al valor razonable de la cartera de negociación, que se corresponden al reconocimiento de las plusvalías existentes en los instrumentos de deuda, pero fundamentalmente en las participaciones en instrumentos de capital, incluyendo

los derivados de negociación a 31 de diciembre de 2007, que han supuesto una revalorización neta de la cartera por un importe aproximado de 89 millones de euros.

- Otros ajustes que representan también incrementos del patrimonio neto, aunque en menor medida (0,44%), se refieren a la liberación de las provisiones por minusvalías, registradas en la cartera al amparo de la Circular 5/1990, porque no cumplen con los requisitos para su consideración como pérdidas de valor por deterioro. También se incluyen ajustes por el reconocimiento de las diferencias de valoración en los planes de prestación y en las provisiones registradas en concepto de remuneraciones a empleados con instrumentos de capital.

Entre los principales ajustes que han supuesto una minoración del patrimonio neto cabe señalar:

- La eliminación de los gastos de establecimiento correspondientes a gastos de ampliación de capital o la eliminación del saldo neto de ingresos de ejercicios anteriores reconocidos en el ejercicio 2008. Si bien, como refleja el cuadro 2, su impacto neto negativo (-0,14%) sobre el patrimonio ha sido muy reducido.
- La cancelación de los impuestos registrados por anticipado generados en operaciones contabilizadas con la normativa anterior¹⁴.

Por último, se han producido otros ajustes poco significativos en el conjunto de las ESI analizadas que no implican modificaciones en el patrimonio neto, tales como los ajustes por la eliminación de los gastos a distribuir en varios ejercicios originados por la activación de los gastos financieros de los contratos de *leasing*.

Si bien los grupos consolidables de ESI no son objeto de análisis en este artículo, cabe señalar que las conclusiones que se obtienen del estudio del impacto de la Circular 7/2008 en el patrimonio neto de dichos grupos son de naturaleza similar a las expuestas para las entidades individuales¹⁵. Además, existen otros ajustes que emanan directamente de las normas de consolidación, cuya contribución al incremento del patrimonio de los grupos es inferior al 2%, y entre los que se identifican los siguientes:

- La cancelación de las diferencias negativas entre el valor contable de la participación de la sociedad dominante en el capital de las sociedades dependientes y el valor de la parte proporcional de los fondos propios atribuibles a dichas sociedades en la fecha de la primera consolidación, y que la Circular 7/2008 trata directamente como un ingreso.
- La incorporación de entidades al perímetro de consolidación clasificadas como asociadas.
- Los ajustes de intereses minoritarios que corresponden a la reclasificación de participaciones como entidades asociadas.

14 Un ejemplo ilustrativo de tales operaciones sería el bloqueo de beneficios por los compromisos de entrega de acciones propias.

15 Del análisis de once grupos consolidables, cuyo activo representa el 81,6% del sector, se desprende que el impacto de la introducción de la nueva Circular, medido en términos de variación del patrimonio neto, resulta en un incremento neto del 43,4%.

Asimismo, debe señalarse que la supresión de la obligación de consolidar a un total de 13 subgrupos de ESI ha supuesto una reducción aproximada del 29% del patrimonio neto de los grupos consolidables del sector.

3.2 Balance

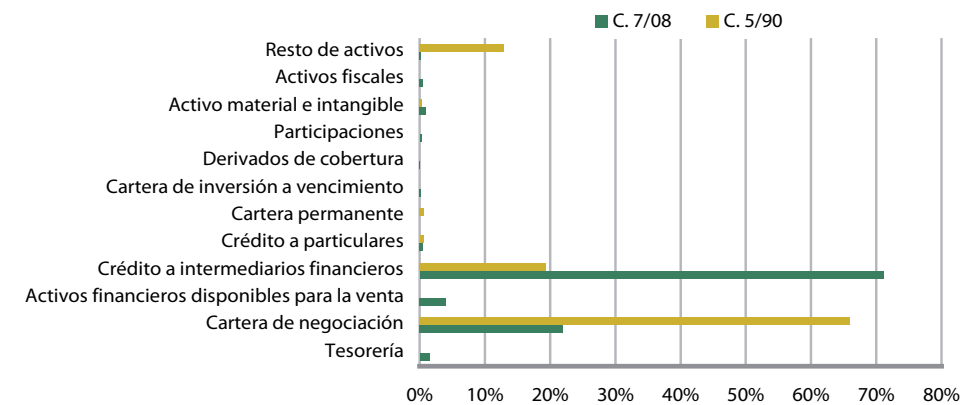
Del análisis en el apartado 3.1, correspondiente a los ajustes llevados a cabo por las ESI seleccionadas, se desprende que la mayoría de ellas han optado, de acuerdo a la Norma Transitoria Primera de la Circular 7/2008, por valorar los elementos patrimoniales del balance de apertura conforme a la Circular 5/1990, salvo los instrumentos financieros que se valoran por su valor razonable. Por tanto, y teniendo en cuenta que los criterios de formulación de los balances son distintos y que los datos no son comparables, este apartado solamente incluye un análisis comparativo de la estructura de los balances públicos de las ESI a 31 de diciembre de 2007 y de 2008.

3.2.1 Activo

Por el lado del activo, tal como muestra el gráfico 1, el cambio principal bajo la Circular 7/2008 se debe a la reclasificación de los activos financieros entre las diferentes carteras. No obstante el efecto derivado de la utilización del valor razonable, se observa una reducción de la cartera de negociación, relacionada con la reclasificación de las adquisiciones temporales de activos a la cartera de inversión crediticia (crédito a intermediarios financieros y particulares), que se ve en cierta medida compensada con la inclusión de determinados instrumentos derivados que, con la normativa anterior, eran registrados en cuentas de orden.

ESI. Estructura porcentual del activo

GRÁFICO 1



Fuente: Balance público ESI, CNMV.

El incremento de la cartera de inversión crediticia relativo a créditos con intermediarios financieros se justifica, además de por la reclasificación de las adquisiciones temporales señaladas en el párrafo anterior, por la valoración a coste amortizado de los intereses devengados de las inversiones financieras que se incluyen como mayor valor de los activos.

La cartera de activos financieros disponibles para la venta se incrementa como consecuencia de la reclasificación y valoración a valor razonable de instrumentos financie-

ros clasificados en la cartera permanente, que ahora desaparece, o de instrumentos de deuda o capital que con la Circular 5/1990 se incluían en la cartera de negociación y que no tienen cabida en otras carteras.

Por su parte, la nueva cartera de inversión a vencimiento no ha experimentado variaciones significativas pese a sus ventajas de valoración. En este punto, es destacable el hecho de que, en algunos casos, resulta difícil cumplir simultáneamente con las condiciones requeridas por la Circular 7/2008 respecto de la intención de mantener al vencimiento y la capacidad para hacerlo.

La partida de derivados de cobertura tampoco es especialmente relevante e incluye principalmente permutas financieras para la cobertura del riesgo del valor razonable por variaciones en los tipos de interés del mercado de instrumentos de deuda clasificados como activos disponibles para la venta.

La cartera de participaciones tampoco tiene un peso relativo importante y recoge, a valor de coste, las participaciones en el capital de entidades del grupo, multigrupo y asociadas.

La reducción significativa de la partida «Resto de activos» obedece fundamentalmente a los siguientes factores:

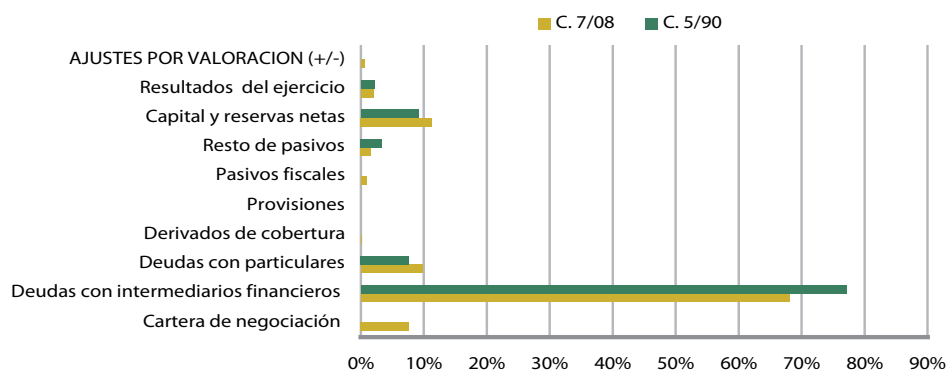
- La desaparición de las periodificaciones, que bajo la Circular 5/1990 incluían los intereses devengados de las inversiones y que con la normativa actual se presentan como mayor valor de las mismas.
- La reclasificación del dividiendo activo a cuenta minorando el patrimonio neto.
- El incremento de los activos fiscales debido al reconocimiento de los activos fiscales diferidos y al registro de los mismos en una partida separada.

En particular, el peso relativo del activo material ha permanecido invariable, de lo que se desprende que las ESI no han hecho uso de la revalorización permitida en la primera aplicación de la Circular 7/2008. La ponderación de la tesorería y los activos inmateriales tampoco ha experimentado variaciones significativas.

3.2.2 Pasivo y patrimonio neto

El nuevo balance, bajo la Circular 7/2008, hace una separación explícita entre el pasivo y el patrimonio neto.

Por lo que respecta a la estructura del pasivo, el gráfico 2 muestra la aparición, con la Circular 7/2008, de la cartera de negociación valorada a valor razonable. Esta cartera incluye, básicamente, las posiciones y los márgenes en instrumentos derivados, pendientes de liquidar y, en su caso, las posiciones cortas en valores. Además, incorpora los pasivos derivados de la venta en firme de instrumentos financieros recibidos en préstamo, clasificados como otros pasivos a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias.



Fuente: Estados reservados ESI.

La reducción significativa de la partida de resto de pasivos, salvo por un ligero incremento de las provisiones para fondos de pensiones y otras provisiones, obedece fundamentalmente a los siguientes factores:

- La desaparición de las periodificaciones en los mismos términos que los señalados en el activo.
- Los pasivos fiscales en su doble vertiente, su registro en una partida separada y el reconocimiento de los pasivos fiscales diferidos.

El incremento del peso relativo de las deudas con particulares netas de deterioro, que incluye principalmente saldos transitorios por operaciones de valores y cesiones temporales de activos a residentes, se debe a los ajustes por valoración por los intereses devengados y otros débitos por el ajuste de las provisiones de retribuciones extraordinarias a pagar en el ejercicio.

La aparición de los derivados de cobertura tiene carácter residual y su concepto es idéntico al reflejado en el activo.

El incremento del peso relativo del patrimonio neto, sin considerar los resultados del ejercicio, se produce por los ajustes a reservas derivados de los cambios valorativos y por la aplicación de los nuevos criterios de reconocimiento y baja de activos y pasivos respecto de las anteriores normas contables.

Entre los ajustes por valoración, los más relevantes son los que surgen de la valoración de la cartera de valores representativos de deuda y de instrumentos de capital clasificados en la cartera de activos financieros disponibles para la venta, que, básicamente, se corresponden con la revaluación de las participaciones en el capital de la Sociedad de Bolsas y Mercados. Los ajustes por valoración derivados de las diferencias de cambio son de escasa relevancia.

3.3 Cuenta de pérdidas y ganancias

El cuadro 3 muestra las cuentas de pérdidas y ganancias públicas del sector de ESI al cierre de los ejercicios 2007 y 2008¹⁶. Del mismo se deduce que el impacto que

16 En el análisis que se presenta a continuación no se ha tenido en cuenta el efecto de las bajas y altas de entidades durante el ejercicio.

ha supuesto la aplicación de la nueva Circular contable en la cuenta de pérdidas y ganancias es limitado, aunque el uso del valor razonable puede suponer una mayor fluctuación en los resultados. No obstante, los datos de las cuentas de pérdidas y ganancias no son comparables a una misma fecha porque se han elaborado aplicando criterios diferentes, por lo cual es necesario precisar que la reducción en un 38% de los resultados netos de 2008 de las ESI es consecuencia fundamental de la crisis financiera, que ha afectado a las principales líneas de negocio de las ESI con una disminución de sus ingresos netos por prestación de servicios de inversión (-29%).

Teniendo en cuenta lo anterior, se pueden señalar algunas consideraciones respecto de la cuenta de pérdidas y ganancias derivadas de la aplicación de la Circular 7/2008 y que se relacionan a continuación:

- La presentación de la cuenta de pérdidas y ganancias en cascada, diferenciando los distintos márgenes que se producen durante el ciclo de explotación de la ESI, contribuye a incrementar la transparencia y eficacia en términos de análisis de la información suministrada.
- En la determinación del margen de intereses se incluyen los productos financieros que se obtienen de aplicar el método de tipo de interés efectivo, básicamente en las adquisiciones y cesiones temporales de activos o en los depósitos. No se incluyen los rendimientos de capital, que en su mayoría se corresponden con los dividendos y retribuciones correspondientes a beneficios generados por las entidades participadas.
- El resultado por actividad financiera pudiera verse modificado por otras partidas, como determinadas comisiones en operaciones de financiación que, por la propia naturaleza de las ESI, no les es de aplicación, o por los rendimientos derivados de las acciones preferentes que contablemente se consideran pasivos financieros y cuyo impacto es muy reducido.
- La formulación de los ingresos y gastos por prestación de servicios derivados de la actividad ordinaria no se ve afectada de forma significativa pese a que se han introducido cambios en la imputación de resultados, atendiendo a diversos criterios según la naturaleza del servicio prestado.
- En los resultados de las operaciones financieras por cuenta propia hay que considerar los efectos derivados de los ajustes por valoración, excepto los correspondientes a intereses devengados por aplicación del tipo de interés efectivo y los imputados por correcciones valorativas por deterioro. Estos resultados no recogen los resultados de las operaciones de compraventa de las participaciones en empresas del grupo, multigrupo y asociadas.

ESI. Conciliación del patrimonio neto a 1 de enero de 2008

CUADRO 3

Cuenta de pérdidas y ganancias a 31/12/07		Cuenta de pérdidas y ganancias a 31/12/08	
DEBE	C. 5/90		C. 7/08
Intereses de los pasivos	460.097	Intereses y rendimientos asimilados	519.747
Pérdidas en cartera de negociación y productos derivados	7.528.834	Intereses y cargas asimiladas (-)	-504.449
Por ventas y amortizaciones	396.761	MARGEN DE INTERESES (+/-)	15.298
Provisiones por minusvalías	783.633	Rendimiento de instrumentos de capital	101.720
En operaciones de futuros financieros y opciones	6.325.573	Comisiones percibidas	1.112.264
Otras	22.867	Comisiones pagadas (-)	-300.863
Corretajes y comisiones satisfechos	373.256	Resultado de operaciones financieras (neto) (+/-)	798.686
Gastos de explotación	641.289	Cartera de negociación (+/-)	774.050
De personal	394.878	Otros instrumentos financieros a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias (+/-)	7.182
Generales, contribuciones e impuestos y amortizaciones del inmovilizado	246.411	Instrumentos financieros no valorados a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias (+/-)	-6.716
Otras pérdidas	231.948	Otros (+/-)	24.170
Impuesto sobre beneficios	262.210	Diferencias de cambio (neto) (+/-)	-643.451
Saldo acreedor o beneficio neto	628.066	Otros productos de explotación	32.470
TOTAL DEBE	10.125.700	Otras cargas de explotación (-)	-12.389
		MARGEN BRUTO (+/-)	1.103.735
HABER		Gastos de personal (-)	-362.379
Intereses y dividendos de inversiones	444.408	Gastos generales (-)	-201.945
Beneficios en cartera de negociación y productos derivados	7.305.289	Amortización (-)	-14.729
Por ventas y amortizaciones	572.318	Dotaciones a provisiones (neto) (+/-)	3.566
Recuperación y aplicación de provisiones	797.355	Pérdidas por deterioro de activos financieros (neto) (+/-)	-68.833
En operaciones de futuros financieros y opciones	5.928.274	Inversiones crediticias (+/-)	-64.007
Otras	7.342	Otros instrumentos financieros no valorados a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias (+/-)	-4.827
Comisiones percibidas	1.509.570	RESULTADO DE LA ACTIVIDAD DE EXPLOTACION (+/-)	459.415
Tramitación y ejecución de órdenes	903.294	Pérdidas por deterioro del resto de activos (neto) (+/-)	4.986
Aseguramiento y colocación de emisiones	64.622	Activos materiales (+/-)	-63
Gestión de carteras	79.404	Activos intangibles (+/-)	
Otras	462.250	Resto (+/-)	5.049
Otras ganancias	855.875	Ganancias/(Pérdidas) en la baja de activos no clasificados como no corrientes en venta (+/-)	63.587
Saldo deudor o quebranto neto	10.558	Diferencia negativa en combinaciones de negocios	
TOTAL HABER	10.125.700	"Ganancias/(Pérdidas) de activos no corrientes en venta no clasificados como operaciones interrumpidas (+/-)"	1.039
		RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (+/-)	529.027
		Impuesto sobre beneficios (+/-)	-145.907
		RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE OPERACIONES CONTINUADAS (+/-)	383.120
		Resultado de operaciones interrumpidas (neto) (+/-)	2.292
		RESULTADO DEL EJERCICIO (+/-)	385.412

Fuente: CNMV.

- Los resultados por diferencias de cambio¹⁷, identificados de forma individualizada, no se ven afectados por la nueva normativa, puesto que bajo la Circular 5/90 las diferencias positivas ya se registraban directamente en pérdidas y ganancias.
- En la determinación del margen bruto se incluyen, además de las comisiones netas por la prestación de servicios, los resultados netos de la actividad financiera y los resultados de la actividad por cuenta propia y de las diferencias de cambio, así como los productos y cargas de explotación asociados a las remuneraciones por los servicios prestados o recibidos por operaciones financieras. Dentro de los gastos de explotación se incluyen las cuotas de pertenencia a los mercados y la aportación al Fondo de Garantía de Inversiones.
- Por debajo del margen bruto y hasta el resultado de explotación, se incluyen los gastos de estructura y las pérdidas por deterioro de activos financieros. Las correcciones de valor por deterioro se refieren, básicamente, al importe del deterioro en la partida de crédito a particulares. Las pérdidas por deterioro se reconocen cuando se trata de pérdidas de valor incurridas, individualmente identificadas, para las que exista evidencia objetiva de deterioro. Cuando no sea posible su identificación, se establece que se estimarán de forma colectiva. Las pérdidas esperadas como resultado de eventos futuros sólo se reconocen cuando se producen los eventos asociados.
- En la determinación del resultado corriente, los efectos de las dotaciones por provisiones y contingencias y resultados del resto de activos y operaciones financieras no son especialmente significativos. Además, se han desagregado e identificado separadamente las partidas «Otras ganancias y «Otras pérdidas» que bajo la Circular 5/1990 incluían, básicamente, las diferencias de cambio y las provisiones para insolvencias. Además, se recogían los ingresos y gastos de ejercicios anteriores, que con la nueva Circular se tratan como errores y se consideran dentro del patrimonio neto.
- Finalmente, la separación entre el resultado de las operaciones continuadas y las interrumpidas tiene un efecto poco relevante.

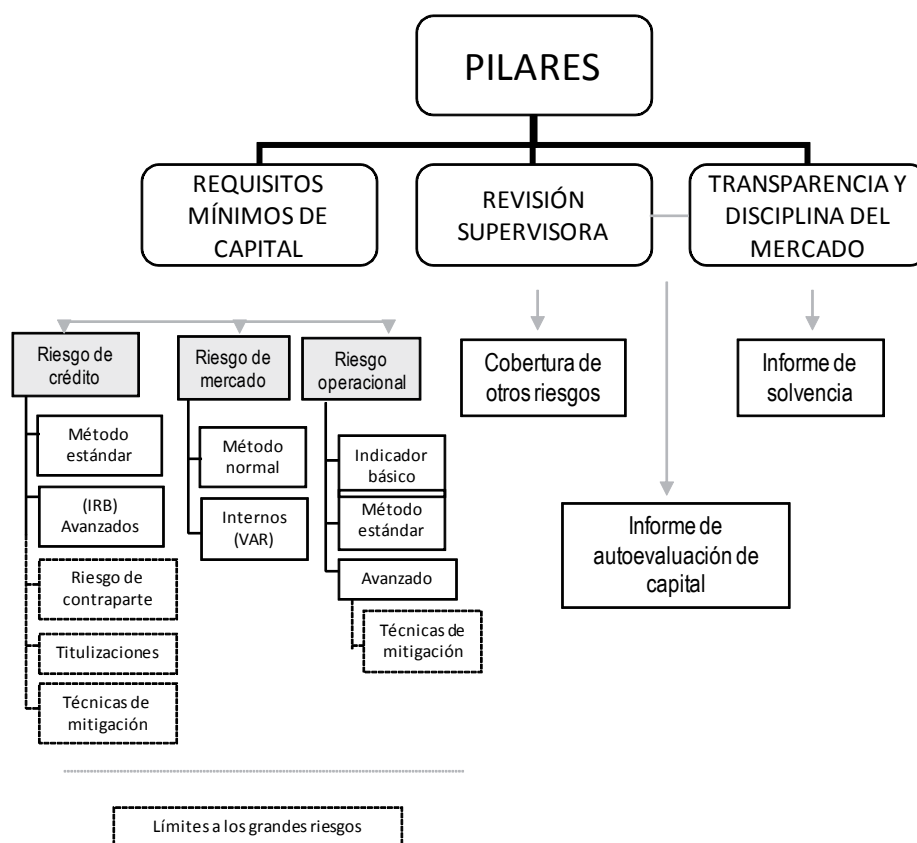
4 Evaluación del impacto de la Circular 12/2008

4.1 Introducción

La publicación de la Circular 12/2008, en consonancia con la demás normativa sobre solvencia, persigue que las ESI y sus grupos cuenten con recursos propios adecuados a su perfil de riesgo y que pongan más énfasis en la gestión y evaluación de sus riesgos. Este objetivo, que está en línea con el expresado por el Comité de Basilea, se traslada a las prácticas supervisoras y a la disciplina del mercado mediante la mejora en la divulgación de la información referida al riesgo.

17 Básicamente las diferencias positivas y negativas que se producen al convertir los saldos denominados en moneda extranjera a la moneda funcional, que se corresponden con la cobertura del riesgo de cambio de la cartera de negociación extranjera.

La Circular 12/2008 incorpora los nuevos requerimientos de capital sobre los tres pilares definidos en Basilea II: i) revisión supervisora, ii) requisitos mínimos de capital y iii) transparencia y disciplina de mercado.



Las modificaciones sustanciales incorporadas por la Circular 12/2008 se refieren a la medición del riesgo de crédito¹⁸ y al tratamiento explícito del riesgo operacional. Mediante las mismas se pretende incentivar la implantación, sujeta a autorización, de modelos propios para la medición de los riesgos financieros en las entidades. No obstante, a la fecha de este análisis, se puede concluir que las ESI no hacen uso de los modelos internos para la medición de sus riesgos y, a excepción de las que pertenecen a grupos bancarios, parece improbable que en el futuro soliciten autorización a la CNMV para su aplicación. El sector de ESI se compone, en gran medida, de entidades pequeñas que no tienen incentivos suficientes para aplicar modelos más sofisticados, que requieren de inversiones importantes en personal e infraestructuras adecuadas para el tratamiento de la información.

En todo caso, conviene subrayar que las modificaciones de las normas de solvencia no sólo se refieren al desarrollo de modelos para adaptar el consumo de capital a los requerimientos de la Circular 12/2008, sino que las ESI tienen que desarrollar aspectos cualitativos para adaptarse a los requisitos establecidos en el ámbito de los pilares II y III, señalados antes. En particular, la definición de nuevos procedimientos para el control de la gestión de riesgos y para la elaboración de la información de difusión al mercado y la requerida por la CNMV.

18 Algunas materias relacionadas con el riesgo de crédito, cuyos principios son relevantes para las entidades de crédito, se regulan por remisión directa a la Circular 3/2008 del BdE.

Los apartados siguientes (del 4.2 al 4.5) se refieren al análisis del impacto de los nuevos requerimientos de recursos propios mínimos establecidos en la Circular 12/2008 sobre un total de 106 ESI (97 SAV y 9 SGC) registradas a 30 de junio de 2009. Los datos se refieren al 30 de junio de 2009, fecha de entrada en vigor de la Circular, y al 31 de mayo de 2009.

4.2 Recursos propios computables

Los recursos propios computables a 30 de junio de 2009 ascendieron a 1.932 miles de euros, que de acuerdo con el cuadro 4 se componen de recursos propios básicos por importe de 1.890 millones de euros y de recursos propios de segunda categoría por 42 millones de euros, lo que ha supuesto un incremento del 1,19% de los recursos propios computables del sector de ESI, motivado por los cambios introducidos con la Circular 12/2008.

Si bien el impacto no ha sido relevante, es importante señalar el efecto que sobre los recursos computables pueden tener los ajustes de valoración. Si los ajustes como consecuencia de los cambios de valor de los activos contabilizados por su valor razonable contra patrimonio neto son positivos, computan parcialmente como recursos propios de segunda categoría y si, por el contrario, resultan negativos, son deducibles de los recursos propios básicos. Teniendo en cuenta la relación existente entre los recursos propios básicos y los de segunda categoría¹⁹, los ajustes negativos pueden condicionar y limitar la computabilidad de estos últimos²⁰. El cuadro 4 refleja el incremento en los recursos propios de segunda categoría en el conjunto de las ESI con la aplicación de la nueva Circular, cuya ponderación respecto del total de los recursos propios computables del sector es inferior al 2,5%.

Recursos propios computables de las ESI

CUADRO 4

millones de euros	Circular 6/92	Circular 12/08
Recursos propios básicos	1902	1890
Recursos propios de segunda categoría	6	42
Total recursos propios computables	1909	1932

Fuente: CNMV, estados reservados de solvencia.

4.3 Recursos propios exigibles

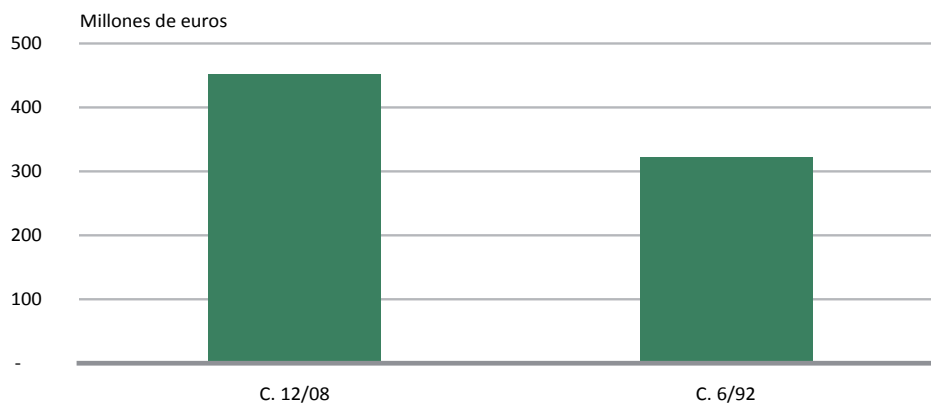
Como se muestra en el gráfico 3, la aplicación de los criterios recogidos en la Circular 12/2008 ha tenido un efecto significativo en los recursos propios exigibles del sector de ESI, que han experimentado un incremento neto de 130 millones de euros (41% con respecto a la normativa anterior), que en un 99,8% corresponde a las sociedades y agencias de valores.

19 Artículo 6 de la Circular 12/2008: Límites en el cómputo de los recursos propios.

20 Los recursos propios de segunda categoría recogen, fundamentalmente, el importe de los ajustes de valoración como consecuencia de los cambios de valor de los activos contabilizados por su valor razonable contra patrimonio neto, que a 30 de junio ascendieron a 45 millones de euros, frente a unos ajustes negativos de 47 millones de euros deducidos de los recursos básicos.

Recursos propios exigibles a las ESI

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV, estados reservados de solvencia.

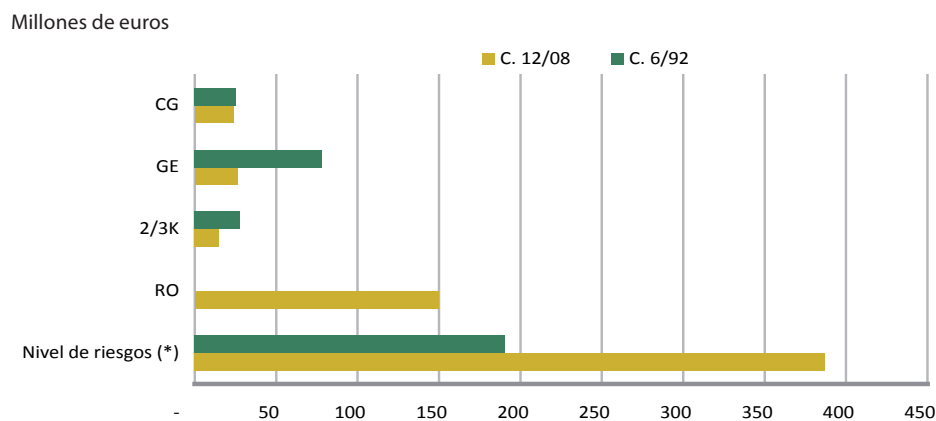
En concreto, la Circular 12/2008²¹ establece que todas las ESI deben mantener recursos propios iguales o superiores al mayor de los siguientes conceptos:

- suma de las exigencias por nivel de riesgo (crédito, mercado y operacional),
- la cuarta parte de los gastos de estructura,
- las dos terceras partes del capital mínimo,
- el 5 por mil del volumen de las carteras gestionadas.

El reconocimiento explícito del riesgo operacional explica que los niveles de riesgo reconocidos a las ESI se hayan incrementado y, como muestra el gráfico 4, ha supuesto unas exigencias de recursos adicionales de 150 millones de euros.

Composición de los recursos propios exigibles

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV, estados reservados de solvencia.

(*) Includo el riesgo operacional.

Como consecuencia de dicho reconocimiento, con la Circular 12/2008, el 86% de los recursos propios exigibles del sector a 30 de junio de 2009 estaba compuesto por la suma de exigencias por nivel de riesgos de la actividad de las ESI, frente al 59% con

21 La Circular 6/92 no difiere en el método de cálculo de los recursos propios exigibles, a excepción de la inclusión del riesgo operacional.

la normativa anterior. Las ESI que calculan sus exigencias por suma de riesgos son sociedades de valores, aunque también se han visto afectadas algunas agencias de valores. En este sentido, la Circular, previa autorización por la CNMV y condicionada al cumplimiento de determinados requisitos, ha introducido la posibilidad de exceptuar del cómputo del riesgo operacional a las agencias de valores y sociedades gestoras de cartera. El 19% de incremento restante se determina por las exigencias de recursos propios de las ESI con actividad “limitada”, para las cuales las exigencias de base, y en menor medida los 2/3 de capital o el 5 por mil del volumen de las carteras gestionadas, siguen definiendo sus requerimientos de capital.

Asimismo, el reconocimiento del riesgo operacional ha supuesto un incremento de exigencias en el nivel de riesgos de todas las ESI. Como consecuencia, 41 ESI (el 39% del total) han visto modificada la naturaleza de sus recursos propios exigibles, ya que con la nueva Circular han pasado a calcular sus recursos propios exigibles como la suma de las exigencias para la cobertura de todos sus riesgos (de mercado, de crédito y operacional) en sustitución de las exigencias de base, de los 2/3 de capital o el 5 por mil del volumen de carteras gestionadas. Esta circunstancia les ha supuesto un incremento neto de sus exigencias de recursos por importe de 60 millones de euros.

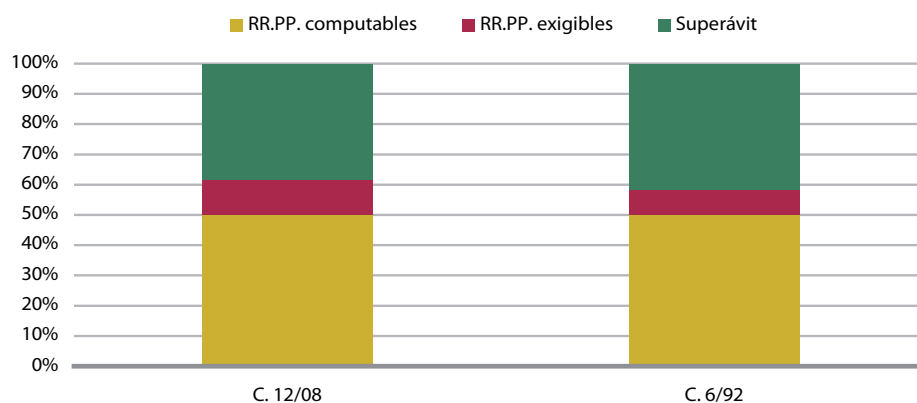
Además, se ha producido un incremento neto de 70 millones de euros en el nivel de exigencias de riesgos de las ESI, que con la Circular 6/1992 ya calculaban sus exigencias de recursos propios como suma de las exigencias para la cobertura de sus riesgos.

Si se realiza un análisis individualizado de las ESI, se observa que el 58% de las mismas se ven afectadas por un incremento de sus recursos propios exigibles, por un importe acumulado de 134 millones de euros, frente al 18% que han visto reducidas sus exigencias en 4 millones de euros y al 24% restante, cuyas exigencias han permanecido invariables.

Las mayores exigencias de recursos de capital con la Circular 7/2008 han supuesto una caída en el margen de solvencia de las ESI, que ha pasado del 4,94 al 3,27. A pesar de esta reducción, las ESI, en general, cuentan con suficientes recursos propios para atender a los nuevos requerimientos de solvencia como muestra el gráfico 5.

Solvencia de las ESI

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV, estados reservados de solvencia.

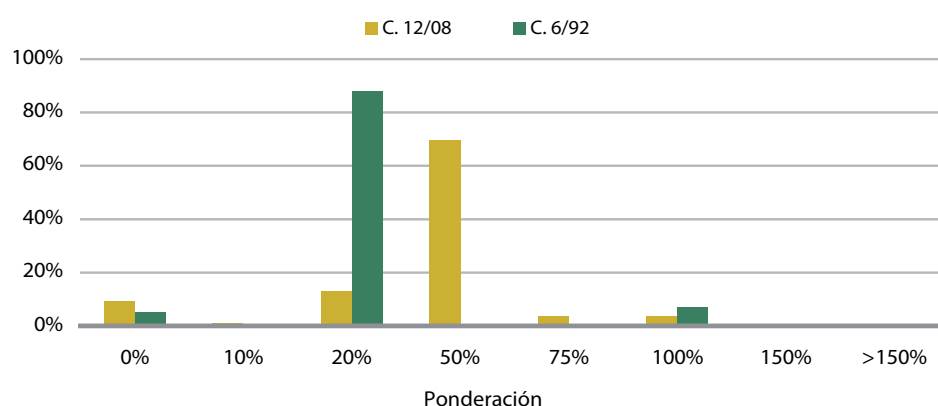
4.4 Riesgo de crédito

Respecto al análisis del riesgo de crédito, se observa que las ESI utilizan el método estándar para la determinación de los requerimientos asociados a este riesgo. El método que se recoge en la Circular 12/08 es conceptualmente igual que el recogido en la Circular 6/1992, en el que la exposición crediticia no ha variado y en el que se asigna una ponderación de riesgos a cada uno de los activos y operaciones fuera de balance de la entidad para obtener un total de activos ponderados por riesgo.

No obstante, el método recogido en la Circular 12/08 es más sensible al riesgo y el efecto de las modificaciones incorporadas por esta Circular en las exigencias de capital por riesgo de crédito se debe básicamente a que, con la anterior normativa, las ponderaciones individuales se establecían en función de la naturaleza del prestatario (riesgo soberano, bancos, empresas y particulares) y, con la Circular 12/2008, las ponderaciones de riesgo se perfilan teniendo en cuenta la calificación suministrada por agencias de calificación que cumplan unos estándares estrictos para su reconocimiento como “elegibles” por la CNMV. Como se aprecia en el gráfico 6, bajo la Circular 6/1992 la mayor parte de las exposiciones sujetas a riesgo de crédito se ponderaban al 20% como posiciones frente a intermediarios financieros. La Circular 12/2008, ha supuesto que parte de dichas exposiciones se clasifiquen ahora como “posiciones frente a instituciones sin calificación”, que reciben una ponderación de riesgo del 50%.

Exposición original. Distribución por ponderación de riesgo

GRÁFICO 6



Fuente: CNMV, estados reservados de solvencia.

4.5 Riesgo operacional

Finalmente, como ya se ha señalado en párrafos anteriores, el impacto del reconocimiento explícito del riesgo operacional en la determinación de los recursos propios exigibles de las ESI ha sido significativo y ha supuesto exigencias adicionales por nivel de riesgo de 150 millones de euros. Estas exigencias de capital asociadas al riesgo operacional resultan de la utilización, por parte de todas las ESI, del método del indicador básico. Si se tienen en cuenta los requerimientos cualitativos que se exigen para la aplicación del método estándar en relación con el escaso impacto en la reducción de las exigencias de recursos propios, cabe esperar que sean pocas las ESI que opten por su utilización en sustitución del básico. Tampoco es previsible que

las ESI, a excepción de las que pertenezcan a grupos bancarios, utilicen los métodos avanzados que establecen requisitos cualitativos y cuantitativos muy rigurosos.

El método del indicador básico utilizado por las ESI no se caracteriza por ser sensible al riesgo, puesto que determina los requerimientos de capital de forma simplificada, como el 15% del promedio anual de los ingresos netos de los tres últimos ejercicios financieros completos. En este sentido, podría concluirse que este método no tiene en cuenta las políticas de gestión de riesgo implantadas y que su utilización penaliza a las entidades que cuentan con ingresos elevados²².

4.6 Revisión supervisora y transparencia del mercado

El Pilar II supone un cambio en el modelo de supervisión que persigue que las ESI cuenten con mejores técnicas de medición y gestión de riesgos y que se marquen objetivos de solvencia que sean proporcionales a su tamaño y a la complejidad de los servicios de inversión que presten. En este contexto, las ESI deberán hacer un ejercicio de autoevaluación de todos los riesgos a los que se encuentre expuesta su actividad incluyendo todos aquéllos no considerados en el cálculo de los requerimientos de recursos propios mínimos y, en particular, el riesgo de tipo de interés fuera de la cartera de negociación.

En el nuevo esquema también se prevé el establecimiento de una línea de diálogo con las entidades, que permitirá a la CNMV evaluar si las ESI y sus grupos consolidables cuantifican de forma adecuada sus necesidades de capital en función de todos los riesgos significativos a los que estén expuestas, teniendo en cuenta la solidez de sus procedimientos de gestión de riesgos y de control interno implantados. Como resultado de dicha evaluación, la CNMV podrá requerir a las entidades que reduzcan sus riesgos, mantengan capital por encima del requisito regulatorio, modifiquen sus procedimientos o adopten una combinación de estas medidas.

En este marco de autoevaluación de capital, los grupos consolidables de las ESI o las ESI no integradas en estos grupos deberán remitir a la CNMV el Informe de Autoevaluación de Capital, en el que deberán detallar aspectos referidos al ámbito del gobierno corporativo, políticas de gestión de riesgos y estimaciones internas de capital.

Finalmente, en el ámbito del Pilar III, referido a la transparencia informativa y la disciplina del mercado, la Circular 12/2008 regula el contenido del Informe sobre Solvencia que las ESI deberán difundir con carácter anual. La Circular ha desarrollado unos requisitos de divulgación de información relevante relacionados con el capital y exposiciones al riesgo, que persiguen un equilibrio entre la necesidad de transmisión de información importante y la protección de información propia y confidencial de la ESI.

22 Es previsible que para diciembre de 2009, y como consecuencia de tomar como referencia para el cálculo del riesgo operacional los tres últimos ejercicios (2007, 2008 y 2009), el importe de recursos propios asociados al riesgo operacional disminuya, puesto que se elimina el efecto derivado de los resultados tan favorables que las entidades obtuvieron en el ejercicio 2006.

5 Conclusiones

Del análisis llevado a cabo en este artículo se deduce, en términos generales, que con las circulares de Contabilidad 7/2008 y de Solvencia 12/2008 de la CNMV se produce un mayor paralelismo entre la nueva regulación sobre recursos propios y las normas contables, en lo que respecta a definición de conceptos básicos, información al mercado y sobre todo en las exigencias de responsabilidad al gestor. No obstante este mayor nivel de consistencia entre normas contables y de solvencia, fruto de las citadas circulares, todavía se siguen haciendo esfuerzos para conseguir avanzar más en el objetivo de convergencia deseado.

En primer lugar, el análisis de la Circular 7/2008 revela, en términos generales, aspectos netamente positivos con respecto a la normativa contable anterior. En particular, las nuevas normas contables permiten una mayor comparabilidad internacional de los estados financieros, además de contribuir de manera más directa a reflejar la imagen fiel y proporcionar información útil y relevante para la toma de decisiones. En lo que se refiere a sus efectos sobre las ESI, y teniendo en cuenta las lógicas limitaciones para establecer comparaciones con el régimen anterior a la circular, se puede concluir que el impacto de esta circular sobre los estados financieros de las empresas de este sector resulta, en términos generales, moderado.

La aplicación de esta nueva normativa, no obstante, plantea, a su vez, nuevos retos para el supervisor, incluyendo los derivados de la mayor discrecionalidad que supone la posibilidad de emplear juicios y estimaciones en la determinación de algunas partidas, como la valoración de los activos financieros, los activos fiscales diferidos, los compromisos por retribuciones post-empleo o la recuperabilidad de los saldos dudosos. Además, hay que considerar el carácter intrínsecamente procíclico de determinadas normas contables, como la aplicación de criterios de valoración a mercado de los instrumentos financieros o el tratamiento contable de las provisiones que también pueden condicionar la variabilidad de los resultados de las ESI en el futuro. Por otro lado, el mayor peso relativo de los criterios de valoración basados en el valor razonable debería incentivar a las ESI a cubrirse de los riesgos financieros derivados del impacto que cambios en las condiciones de mercado pueden tener sobre su patrimonio y resultados.

Por su parte, uno de los objetivos fundamentales que persigue la Circular 12/2008 es un mayor esfuerzo por parte de las ESI en la mejora de las prácticas de gestión y control de sus riesgos y de la información que suministran al mercado. A este objetivo se añade el papel de la CNMV en la mejora de los procedimientos de supervisión. Con todo, es necesario llevar a acabo un ejercicio de adaptación por parte de las ESI al nuevo entorno regulatorio, en el que la medición y gestión del riesgo sean un aspecto fundamental en la planificación de sus actividades y en la creación de nuevas líneas de negocio.

El impacto en términos de requerimientos de capital de la Circular 12/2008 en el sector de ESI es relevante, debido, fundamentalmente, a la exigencia explícita del riesgo operacional. No obstante, el sector de ESI, que presenta una acumulación de reservas, se encuentra suficientemente capitalizado y dispone de márgenes adecuados para atender a las nuevas exigencias en materia de solvencia.

6 Bibliografía

Basurto, Juan (2005). “El nuevo marco contable de las entidades de crédito”. Fundación Cajamar, *Revista Mediterráneo Económico*, N. 8, pp. 271-282.

Bergés, Ángel y Enrique Martín (2009). “El impacto de la circular de solvencia en las entidades financieras”. Banco de España, *Estabilidad Financiera*, N. 16, pp. 63-79.

Cañibano, Leonardo y Ana Gisbert (2007). “La reforma contable española de 2007”. *AECA, Revista de la Sociedad Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, N. 80, pp. 2-7.

FSA (2005). *Key Messages for Investment Firms on our Implementation of the Capital Requirements Directive (CRD)*. 25th July.

Pérez, Daniel (2006). “Impacto de la circular contable 4/2004 sobre el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias de las entidades de depósito españolas”. Banco de España, *Notas de Estabilidad Financiera*, N. 4.

PWC (2004). *Study on the financial and macroeconomic consequences of the draft proposed new capital requirements for banks and investment firms in the EU Final Report*. 8th April.

Segura, Julio (2009). “Nuevas enseñanzas de la crisis para un supervisor de mercados”. Conferencia en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, 3 de marzo.

La Circular 6/2009, sobre control interno de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y sociedades de inversión

Marta Isabel Garcés Hernández (*)

* Marta Isabel Garcés Hernández es técnico de la Dirección General de Entidades de la CNMV.

1 Introducción

El marco general de la normativa de instituciones de inversión colectiva (en adelante IIC), recogido en la Ley y en el Reglamento de IIC (en adelante LIIC y RIIC, respectivamente), establece los principios generales acerca de los requisitos de organización interna con los que deben contar las gestoras y las sociedades de inversión¹. En concreto, el artículo 43 de la LIIC establece que éstas deben contar con una buena organización administrativa y contable, con procedimientos y mecanismos de control interno y gestión de riesgos, así como con mecanismos de seguridad en el ámbito informático y para la prevención de blanqueo de capitales. Deberán asimismo disponer de un régimen de operaciones vinculadas y de un reglamento interno de conducta, además de estar estructuradas de tal modo que se reduzca al mínimo la existencia de conflictos de interés entre la gestora y sus clientes, entre los propios clientes, entre uno de sus clientes y una IIC, o entre dos IIC. Esto último conlleva que las gestoras operen bajo el principio de la segregación de funciones.

Por otro lado, el artículo 73 del RIIC requiere que las gestoras establezcan normas que regulen las transacciones personales de sus empleados y las operaciones que realicen por cuenta propia, así como procedimientos adecuados que permitan que los miembros de sus órganos de administración puedan cumplir con sus obligaciones y responsabilidades.

Estos principios recogidos en el marco general de las normas aplicables a las IIC precisan ser desarrollados y concretados en normas de nivel inferior, más técnicas y detalladas, razón por la cual tanto el artículo 43 de la LIIC como el 73 del RIIC prevén las habilitaciones correspondientes para su desarrollo, que se han materializado, finalmente, mediante la aprobación de la Circular 6/2009, de Control Interno (en adelante, la Circular),² que constituye el tema central de este artículo.

No obstante, con carácter previo a la aprobación de la Circular, ya existía cierto desarrollo de las obligaciones de control interno exigibles a las gestoras, aunque limitado a la operativa en determinados tipos de instrumentos financieros, en concreto en lo referido a instrumentos financieros derivados y a valores no cotizados. Estos de-

1 Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva y Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, y se adapta el régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva, respectivamente.

2 Adicionalmente, el artículo 6 de la Orden EHA/35/2008, de 14 de enero, por la que se desarrollan las normas relativas a la contabilidad de las IIC, la determinación del patrimonio, el computo de los coeficientes de diversificación del riesgo y determinados aspectos de las IIC cuya política de inversión consiste en reproducir, replicar o tomar como referencia un índice bursátil o de renta fija, habilita a la CNMV para dictar las disposiciones necesarias que concreten los requisitos que deben cumplir los sistemas de control interno y de gestión de riesgos de las gestoras.

sarrollos se plasmaron en las circulares 3/97 y 4/97, respectivamente, parcialmente derogadas por la Circular 6/2009³.

Asimismo, la Circular 1/2006⁴ también contiene el desarrollo de los requisitos de control interno y de gestión de riesgos exigibles a las gestoras de *hedge funds* o de fondos de *hedge funds*, denominados IIC de Inversión Libre, e IIC de Inversión Libre bajo la normativa española, respectivamente, habida cuenta de los especiales riesgos de esta modalidad de inversión colectiva. En particular, dicha circular pone especial énfasis en los mecanismos de gestión y control del riesgo de liquidez, en la adecuada segregación de funciones, en el reforzamiento de los controles cuando se delega la función de administración y en la experiencia específica requerida a los gestores, así como en la exigencia de recursos propios adicionales para llevar a cabo esta línea de actividad.

Motivado por el interés de estas medidas en un sector con tanto impacto en el ahorro de los pequeños inversores y el conjunto del sistema financiero nacional como es el de la inversión colectiva, el presente artículo se propone dar a conocer las novedades más importantes introducidas por las circulares de la CNMV en materia de control interno de las gestoras⁵.

En cuanto a la organización del artículo, la sección 2 se ocupa de los objetivos de la Circular, la sección 3 de la organización de las gestoras, incluyendo el papel del consejo y las funciones básicas de estas entidades, compuestas por las políticas y procedimientos de control interno, la función de gestión de riesgos, la de cumplimiento normativo y la función de auditoría interna. En la sección 4 se abordan los aspectos principales y los requisitos exigidos en el caso de la delegación de funciones. Un apartado de conclusiones cierra el artículo.

2 Objetivos de la Circular

Tal y como se ha esbozado anteriormente, el objetivo prioritario de la Circular es desarrollar las obligaciones de control interno previstas en la LIIC y el RIIC, que afectarán a todas las actividades relacionadas con la gestión, administración y control de las IIC, y no únicamente a las relacionadas con la operativa en instrumentos financieros derivados y/o valores no cotizados.

Por otro lado, dado que las gestoras que llevan a cabo la actividad de gestión discrecional de carteras, el asesoramiento u otros servicios de inversión deben cumplir con los requisitos organizativos y normas de conducta previstas en la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID), la Circular ha tenido en cuenta los

3 Respectivamente, Norma 6ª y Anexo 3 de la Circular 3/97, de 29 de julio, de la CNMV, sobre obligaciones de información a socios y partícipes de IIC de carácter financiero y determinados desarrollos de la Orden Ministerial de 10 de junio de 1997 sobre operaciones de estas instituciones en instrumentos derivados, y Norma 11ª de la Circular 4/97, de 26 de noviembre, de la CNMV, sobre criterios de valoración y condiciones de inversión en valores no cotizados.

4 Circular 1/2006, de 3 de mayo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre.,

5 Sirva como aclaración que las menciones realizadas a lo largo de este artículo a las “gestoras”, se entenderán como referidas a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) y a las sociedades de inversión que no hayan encomendado su gestión, administración y representación a una SGIIC.

criterios adoptados en la transposición de esta directiva⁶ y ha establecido un régimen similar para la gestión de las instituciones de inversión colectiva, con escasas diferencias asociadas a la especificidad de cada tipo de actividad. Se evita, de este modo, que las gestoras que lleven a cabo, simultáneamente, actividades de gestión de IIC y gestión individualizada de carteras incurran en una duplicidad de costes, al tener que adaptarse a dos normativas diferentes, al tiempo que se garantiza que las reglas de juego dentro de cada tipo de actividad (*level playing field*) son las mismas para todas las entidades.

En este punto, el enfoque desarrollado por la Circular está en línea con el adoptado por el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) en su informe de asesoramiento técnico a la Comisión Europea acerca de las normas comunitarias de nivel II sobre requisitos organizativos, normas de conducta y gestión de riesgos que desarrollará la Directiva UCITS IV⁷, aprobada en 2009, en lo referido al pasaporte comunitario de las gestoras⁸. Este informe de asesoramiento también toma como modelo las disposiciones contenidas en la normativa MiFID, con las adaptaciones necesarias a las especificidades de las IIC. En este sentido, puede decirse que la Circular se anticipa a los cambios que, en su momento, introducirá la normativa de nivel II correspondiente a UCITS IV. Además, también recoge los principios de nivel III (aplicación consistente de las normas comunitarias y convergencia supervisora) en materia de gestión de riesgo aprobados por CESR en febrero de 2009⁹.

3 La organización de la gestora

3.1 El consejo de administración de la gestora

La Circular explicita, en su norma segunda, la responsabilidad del consejo acerca de las políticas de control interno, destacando, en concreto, su responsabilidad respecto a los riesgos que puedan afectar a las IIC gestionadas y a la propia gestora, con el objeto de que sean adecuadamente identificados, gestionados y mitigados. Asimismo, el consejo será responsable de mantener los medios humanos y técnicos adecuados para el correcto desempeño de las obligaciones que la Circular establece, además de garantizar una adecuada segregación de funciones dentro del organigrama de la gestora.

El consejo se configura como el responsable último de supervisar y evaluar la eficacia de los procedimientos de gestión de riesgos y cumplimiento normativo, tarea que puede delegar en un comité de auditoría, compuesto en su mayoría por consejeros

6 Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

7 Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).

8 Véase el documento "CESR's Technical advice to the European Commission on the level 2 measures related to the UCITS Management company passport", Ref. CESR/09-963, disponible en http://www.cesr-eu.org/data/document/09_963.pdf

9 Véase el documento "Risk Management Principles for UCITS", Ref. CESR/09-178, disponible en http://www.cesr-eu.org/data/document/09_178.pdf

no ejecutivos, para garantizar así su independencia. De este modo, los informes periódicos y anuales que la unidad de auditoría interna debe producir tendrán como destinatario el comité de auditoría, en caso de existir. La posibilidad que la nueva norma ofrece a las gestoras de crear este comité tiene por objeto facilitarles una herramienta flexible, de tal manera que aquel o aquellos miembros del consejo que no estén al cargo de unidades operativas de la gestora se especialicen en la supervisión del correcto funcionamiento de la misma.

3.2 Las funciones básicas de la gestora

La existencia de una norma específica sobre la responsabilidad del consejo acerca de las políticas de control interno estaba ya recogida en las circulares que desarrollaban los requisitos de control interno para operar con derivados, valores no cotizados y para gestionar *hedge funds*. La Circular 6/2009 extiende ahora este requisito al conjunto de las IIC y de sus actividades.

Las tres funciones básicas que definen la actividad de toda gestora de IIC son las de gestión, administración y control, y todas ellas deben desarrollarse bajo el principio de independencia, de tal manera que se garantice una adecuada segregación de funciones, con el fin de minimizar la posible existencia de conflictos de interés. Como se ha indicado, la Circular objeto de análisis en este artículo se concentra en la tercera función señalada: la función de control.

Así, la Circular define las dos funciones que conformarán, tal y como se establece en su preámbulo, el control interno de una gestora. Son las funciones de control de riesgos y de cumplimiento normativo. Asimismo, deberá existir una función adicional, ejercida por la unidad de auditoría interna, cuya existencia ya estaba contemplada en la Circular 3/97, bajo la denominación de Unidad de control, responsable de revisar los procedimientos y sistemas de control interno. Por tanto, la auditoría interna figurará en el organigrama de la gestora en un escalón superior a las funciones de control de riesgos y de cumplimiento normativo, dado que le corresponde su supervisión, y en un nivel inferior al consejo o al comité de auditoría en caso de existir, al cual debe rendir cuentas en última instancia.

La LIIC y el RIIC ya contemplaban la realización de las funciones de gestión de riesgos y la de cumplimiento normativo¹⁰, si bien la Circular concreta su cometido específico y los procedimientos que deben implementar para acometer sus tareas. Por otro lado, la Circular se hace eco a lo largo de todo su articulado del principio de proporcionalidad, de tal manera que la estructura organizativa y los procedimientos de la gestoras deberán ser proporcionados a la naturaleza, volumen y complejidad de sus actividades y de las IIC gestionadas. Se mantiene así un principio contemplado en el artículo 73 del RIIC, al señalar que los procedimientos y sistemas deberán adecuarse al tipo de IIC que se gestione, y que ya estaba implícito en la Circular 3/97 cuando se mencionaba que *no todas las gestoras necesitarán tener el mismo número de controles y procedimientos ni desarrollarlos con el mismo grado de profundidad*. A escala europea, este principio está también recogido en la normativa MiFID y en el asesoramiento de CESR sobre las normas de nivel II de la Directiva UCITS IV.

10 En concreto, el artículo 43 letra j) de la LIIC y al artículo 64.1 letra b) 4º del RIIC contemplan la obligación de realizar una adecuada gestión de los riesgos y llevar a cabo la actividad de control del cumplimiento normativo.

Por último, cuando resulte proporcionado en función de la naturaleza, volumen y complejidad de sus actividades y de las IIC gestionadas, la gestora podrá mantener una única unidad que garantice el desempeño de las funciones de control interno, esto es, de la gestión de riesgos y del cumplimiento normativo.

3.2.1 Las políticas y procedimientos de control interno

La Circular hace explícita, de modo no cerrado, la lista de las políticas y procedimientos de control interno indispensables en la actividad de toda gestora, y contempla la posibilidad de añadir procedimientos adicionales que, de acuerdo con la naturaleza, volumen y complejidad de las IIC gestionadas y de sus actividades, se consideren necesarios para el mejor cumplimiento de las obligaciones de control interno. Asimismo, las gestoras deberán contar con manuales internos que incorporen las políticas y procedimientos previstos en la normativa.

La Circular contempla en un mismo texto la regulación, tanto de las políticas y procedimientos de control interno derivados de los requisitos de organización interna de las gestoras, establecidos en la LIIC y el RIIC, como de los procedimientos desarrollados por las propias gestoras, fruto de la práctica supervisora. Se destacan a continuación las políticas y procedimientos que la Circular desarrolla de manera más detallada:

- **La determinación de umbrales de tolerancia:** La norma señala que se deben establecer mecanismos de identificación y resolución en el menor tiempo posible de errores e incumplimientos que presenten un impacto en el valor liquidativo. Con el fin de dotar de objetividad al procedimiento, la Circular permite a las gestoras establecer umbrales de tolerancia a partir de los cuales se determine la existencia de un impacto en el valor liquidativo, así como aquéllos que establezcan la procedencia de informar y compensar a los partícipes.
- **La importancia de la automatización de determinados procedimientos.** Respecto a los medios, se enfatiza la importancia de los sistemas informáticos, exigiéndose que aquéllos que soporten los procedimientos administrativos y contables garanticen un elevado grado de automatización y minimicen el riesgo operativo, de tal manera que permitan la captura automática de precios y permitan el adecuado e inmediato registro de cada transacción. Este requisito se mantiene en línea con la Circular 3/97, que ya se refería al grado de mecanización de valoración de posiciones, y la Circular 1/2006, que señalaba que la captura de precios debía ser automática. Un aspecto claramente novedoso de la Circular se concreta en la exigencia de que los sistemas informáticos que soporten la medición de los riesgos estén integrados con las aplicaciones contables y de gestión de inversiones.
- **Las pruebas de *back testing* y *stress testing*:** Especial mención merecen, entre las políticas y procedimientos de gestión de riesgos, las pruebas de *back testing*, que tienen el fin de calibrar la precisión y la calidad de los sistemas de evaluación de riesgos, y de *stress testing*, o pruebas de tolerancia a situaciones límites y simulación de casos extremos. Este segundo tipo de pruebas ya venía siendo realizado, desde el año 2006, por las gestoras de *hedge funds*, con el objeto de analizar los efectos, tanto sobre su cartera como sobre la gestión de la liquidez. Con la nueva Circular, la realización de estas pruebas abarca, no solamente a pro-

ductos como los *hedge funds*, tradicionalmente considerados como más arriesgados, sino también a las IIC tradicionales.

- **El principio de *best execution*:** Este principio ya se encontraba implícito en el apartado 2 del artículo 46 de la LIIC, al establecer el deber de las gestoras de actuar en beneficio de los partícipes o accionistas. No obstante, la Circular lo desarrolla de manera similar a lo previsto en la Directiva MiFID, señalando que las gestoras deberán disponer de políticas y procedimientos de selección de intermediarios financieros con el objetivo de obtener el mejor resultado posible para sus IIC, debiendo contemplar en el proceso de selección de los mismos el precio, los costes, la rapidez y probabilidad en la ejecución y liquidación, el volumen, la naturaleza de la operación y cualquier otro elemento que la gestora considere relevante para la ejecución de las operaciones.
- **La relación gestora-depositario:** Habida cuenta del riesgo operativo que la custodia puede entrañar, desde errores humanos o informáticos hasta el fraude, así como por el interés suscitado desde foros europeos¹¹, la Circular reúne los procedimientos sobre este aspecto: en primer lugar, las gestoras deberán disponer de procedimientos que permitan garantizar que la disposición de los activos de la IIC se hace con el consentimiento y autorización del depositario, aspecto que ya estaba previsto en el RIIC, así como procedimientos que permitan detectar cualquier anomalía en las funciones de custodia y administración. Asimismo, se establece la realización de conciliaciones entre los registros internos de ambas entidades.
- **Conservación de la justificación documental:** La Circular establece que los documentos que sustenten los controles realizados en el ámbito de los procedimientos que se deben llevar a cabo por las gestoras deberán conservarse durante un plazo de cinco años. Una obligación similar se encuentra en la normativa de desarrollo de la Directiva MIFID y en la regulación sobre inversión libre.

Cabe destacar, además, que las gestoras deberán contar con procedimientos relacionados con el sistema retributivo y de incentivos de los empleados, que deberán ayudar a prevenir los conflictos de interés y que deberán evitar la toma de riesgos inconsistentes con el perfil de riesgo de las IIC gestionadas. Asimismo, las gestoras deberán disponer de procedimientos administrativos y contables adecuados, así como para la valoración y el cálculo del valor liquidativo. También contarán con procedimientos que permitan la reconstrucción de órdenes, su distribución y desglose, que regulen la actuación del personal, procedimientos de comunicación interna y externa y de operaciones vinculadas, políticas y procedimientos de comercialización, de blanqueo de capitales, planes de continuidad y recuperación de desastres, de seguridad de información, así como sobre el ejercicio de los derechos de voto.

En definitiva, con la nueva Circular se han desarrollado las obligaciones y procedimientos de control interno con los que deben contar las gestoras, alineándolas al máximo con los desarrollos existentes a nivel europeo y con las normas establecidas para la prestación de determinados servicios de inversión, derivadas de la Directiva MIFID.

11 Véase el documento “CESR’s response to the European Commission’s consultation on the UCITS depositary function”, Ref. CESR/09-781. El documento se puede encontrar en la web de CESR, en el apartado “Expert Groups - Investment Management”: http://www.cesr-eu.org/data/document/09_781.pdf

3.2.2 La función de gestión de riesgos

La Circular establece la obligación, de acuerdo con los criterios de nivel III de CESR sobre gestión del riesgo, de mantener una unidad especializada, permanente e independiente, que garantice la función de gestión de riesgos y cuyo cometido comience con la definición de un sistema de límites de riesgo para cada IIC. En este caso, la Circular exige que el nivel de riesgo global sea aprobado por el consejo, debiendo ser los niveles de riesgo específicos, en su caso, aprobados por el comité de inversiones.

Debe mencionarse que la regulación española ya recogía precedentes a esta obligación en relación a la operativa con derivados, dado que la Circular 3/97 contemplaba la necesidad de fijar una estructura de límites de riesgos y de límites operativos para cada IIC, señalando los límites de riesgos de mercado y de contraparte a nivel producto.

Entre las tareas que debe llevar a cabo la unidad de gestión de riesgos destacan las siguientes:

- **Identificar, evaluar y cuantificar los riesgos significativos de cada IIC, así como verificar el cumplimiento de los límites de riesgos establecidos.** En el caso de que dichos límites fuesen superados, la gestora deberá disponer de procedimientos para tomar las medidas oportunas que aseguren un ajuste eficiente, ordenado y en el menor tiempo posible de la cartera de inversión, siempre en interés de los partícipes y aplicando lo señalado en el apartado anterior acerca de los umbrales de tolerancia. En todo caso, se deberán utilizar herramientas y técnicas de medición de riesgos acordes a las estrategias implementadas.
- **Realizar un proceso de *due diligence* sobre las inversiones,** para lo cual la unidad de gestión de riesgos realizará una evaluación, tanto a priori como mientras las inversiones permanezcan en cartera, de las características de los activos, poniendo especial énfasis en sus riesgos, la congruencia con la política de inversión de la IIC, su valoración y la disponibilidad de información. En este caso, también rige el principio de proporcionalidad, dado que para dotar de agilidad al proceso de toma de decisiones de inversión, será posible que la gestora establezca procedimientos de comprobación simplificados para el caso de activos no complejos.

El antecedente más antiguo a la obligación de realizar una *due diligence* sobre las inversiones se encuentra en la Circular 3/97, ya que se establecía que en el manual de procedimientos de la gestora debía figurar *la descripción de la información necesaria para elaborar un plan de inversión y de las necesidades de liquidez para cada IIC, que permita tomar en todo momento las decisiones de inversión de forma consciente y sólidamente razonada.*

Sin embargo, la norma que ha desarrollado la *due diligence* de manera más pormenorizada es la Circular 1/2006 sobre Inversión Libre, que regula en detalle cada uno de los aspectos a analizar en la evaluación de los *hedge funds* subyacentes en los que las IIC de Inversión Libre (fondos de *hedge funds*) deseen invertir. En este caso, la detallada regulación del proceso de *due diligence* responde al objetivo de exigir a las gestoras de fondos de *hedge funds* los medios y procedimientos adecuados para gestionar un producto destinado a aquellos inversores minoristas que deseen acceder de forma indirecta, mediante estos vehículos de inversión, al mundo de los *hedge funds*.

Por último, el asesoramiento de CESR sobre el nivel II de la Directiva UCITS IV también se pronuncia sobre la necesidad de realizar una *due diligence* sobre las inversiones, poniendo el acento en las comprobaciones sobre las IIC subyacentes en las que inviertan, en especial en lo referido a su gobierno corporativo y verificando que la custodia se realiza de una manera independiente.

- **Comprobar los procedimientos de valoración de los activos, especialmente de aquellos ilíquidos y no negociados en mercados organizados.** Una obligación similar estaba contemplada en la Circular 3/97, que exigía a las gestoras disponer de métodos de valoración alternativos que permitiesen valorar diariamente las posiciones en derivados cuando no existiese un mercado suficientemente líquido.

Adicionalmente, en el caso de este tipo de instrumentos, el depositario deberá verificar que los parámetros utilizados en la valoración de los activos de la gestora son adecuados¹².

- **Gestión de la liquidez:** El objetivo prioritario de una adecuada gestión de la liquidez es preservar la equidad, especialmente en momentos de crisis en el mercado, entre aquellos inversores que primero reembolsan sus participaciones y aquéllos que permanecen en el fondo, habida cuenta de que una inadecuada gestión de la liquidez podría conllevar la dilución del valor de las participaciones de unos inversores a favor de otros.

Por ello, es responsabilidad de la gestora controlar en todo momento la profundidad de los mercados en los que opera, con el objeto de poder atender las peticiones de reembolso mediante la liquidación ordenada de las posiciones de las IIC, sin tener que recurrir a procedimientos de liquidación forzosa, con los descuentos que eso podría conllevar.

La gestión de la liquidez se debe estructurar en dos niveles. En primer lugar, a nivel de cada IIC, dicha gestión debe realizarse mediante el estudio de la estructura de partícipes y de su grado de concentración, dado que, si algún inversor tuviese participaciones significativas en una IIC, ésta podría estar expuesta al denominado “riesgo de partícipe”. En ese caso, si una participación relevante fuese reembolsada, la IIC correría el riesgo de tener que deshacer ingentes volúmenes de inversión en un corto espacio de tiempo, a precios posiblemente desventajosos, con el consiguiente perjuicio tanto para los inversores que reembolsan sus participaciones, como para aquéllos que permanecen en el fondo.

En segundo lugar, se deberá evaluar la liquidez a nivel de cada instrumento financiero que conforma la cartera de la IIC, teniendo en cuenta para ello aspectos tales como la frecuencia y el volumen de negociación, el número de operaciones, la disponibilidad de precios de mercado, la calidad de los intermediarios financieros y el volumen de la inversión de la IIC en relación con el volumen en circulación. En definitiva, se valorará la facilidad y el tiempo necesario para enajenar un importe significativo de la inversión sin provocar un grave perjuicio a los partícipes. No obstante, se debe matizar que la liquidez de una IIC se medirá

12 Conforme lo establecido en el artículo 2 de la Orden EHA/35/2008, de 5 de marzo, por la que se regulan determinados aspectos del régimen jurídico del depositario de IIC, y se concreta el contenido de los estados de posición.

a nivel global, con el fin último de atender con normalidad el reembolso de sus participaciones o acciones.

La LIIC señala que uno de los principios rectores de la política de inversión de las IIC es la liquidez y apunta en el artículo 40 del RIIC que las gestoras deben contar con sistemas internos de control para gestionar la liquidez de las IIC. La Circular 3/97 establecía un cierto desarrollo de la regulación en materia de gestión de la liquidez, ya que incidía en la necesidad de que las gestoras dispusiesen de un sistema de planificación y control de las necesidades de liquidez de las IIC gestionadas, en función de la rotación de los partícipes y del riesgo de liquidez de los mercados o valores en los que invirtieran. Asimismo, la Directiva de nivel II 2007/16/CE¹³ y las recomendaciones de CESR del mismo año sobre *eligible assets*¹⁴ ya indicaban la necesidad de realizar una adecuada gestión de la liquidez de las IIC, teniendo en consideración los dos niveles señalados anteriormente.

- Por último, tal y como se señaló en referencia a los procedimientos de las gestoras, la función de gestión de riesgos deberá **realizar pruebas de stress testing y de back testing** a todas las IIC, tanto para calibrar el efecto sobre su cartera de inversión, como sobre la gestión de la liquidez, así como revisar las políticas de selección de intermediarios financieros con el objeto de determinar la calidad de la ejecución y **verificar el cumplimiento del principio de best execution**.

3.2.3 La función de cumplimiento normativo

El objetivo de esta función es detectar y corregir incumplimientos en dos vertientes: incumplimientos legales e incumplimientos de las normas de funcionamiento interno de la gestora, recogidas en su reglamento interno de conducta. Para el cumplimiento de este objetivo es indispensable la independencia de la función de cumplimiento normativo.

Así, la unidad de cumplimiento normativo deberá verificar la observancia de todos los requisitos, coeficientes y límites legales aplicables a la operativa y las inversiones de las IIC, así como de los criterios establecidos para el cálculo del valor liquidativo. De ese modo, será la responsable de revisar el cumplimiento de los límites de concentración previstos en la norma, es decir, deberá comprobar que las inversiones de la IIC en activos emitidos o avalados por un mismo emisor cumplen con la regla 5/10/40 consagrada en la Directiva UCITS¹⁵. Asimismo, verificará que la exposición en derivados de cada IIC no supere en más de una vez el valor de su patrimonio. Por otro lado, esta unidad será la responsable de verificar que se cumple con los mecanismos establecidos para garantizar la equidad y no discriminación entre partícipes.

13 Directiva 2007/16/CE de la Comisión, de 19 de marzo de 2007, que establece disposiciones de aplicación de la Directiva 85/611/CEE del Consejo, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) en lo que se refiere a la aclaración de determinadas definiciones.

14 Véase el documento "Guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS", Ref. CESR/07-044, disponible en http://www.cesr-eu.org/data/document/07_044.pdf

15 Con carácter general, el límite máximo de concentración en un emisor es el 5% del patrimonio. Este límite puede ampliarse al 10%, siempre que los activos de los emisores en los que se haya sobrepasado el 5% no superen el 40% del patrimonio.

El contenido de esta obligación se puede considerar horizontal, ya que implica a casi todas las tareas o funciones de la gestora.

Finalmente, la función de cumplimiento normativo será la encargada de comprobar el cumplimiento de las normas de separación con el depositario y el procedimiento de operaciones vinculadas, verificando que aquéllas se hayan realizado a precios de mercado, salvo que ambas funciones hayan sido encomendadas a una comisión independiente creada en el seno del consejo.

3.2.4 Informes de las funciones de gestión de riesgos y de cumplimiento normativo

Uno de los objetivos de la Circular es ordenar y sistematizar los flujos internos de información entre las distintas unidades de la gestora y sus órganos de decisión. Por ese motivo, se definen los tipos de informes que cada unidad debe producir y de los que debe responsabilizarse, así como su periodicidad y el destinatario de los mismos.

Con una periodicidad al menos trimestral, tanto la unidad de gestión de riesgos como la de cumplimiento normativo deberán remitir un informe a todos los consejeros, informando del resultado de sus actividades y destacando, en el primer caso, la superación del nivel de riesgo global y de los niveles de riesgo específicos y, en el segundo, los incumplimientos y riesgos asociados a los mismos. En ambos casos, se reseñará la efectividad de las medidas adoptadas en el consejo en relación a los mismos.

Además, con carácter anual, ambas unidades remitirán al consejo, dentro de los cuatro primeros meses del ejercicio, un informe sobre el resultado de sus actividades para que aquél tome conocimiento del mismo y adopte las medidas oportunas para solucionar las incidencias puestas de manifiesto. Estos informes deberán ponerse a disposición de la CNMV.

Es importante reseñar que, en el caso de los informes trimestrales, la Circular no exige que éstos se remitan al consejo en tanto que órgano colegiado, sino que, con el fin de dotar de cierta flexibilidad a los mecanismos de comunicación interna de la gestora, se permite que esa información sea remitida a cada uno de los consejeros, de manera individualizada.

Por último, en el caso de que exista una única unidad que garantice el desempeño de las funciones de cumplimiento normativo y de gestión de riesgos, podrá elaborarse un único informe en el que se encuentren perfectamente separados los resultados de las actividades de ambas funciones.

3.2.5 La función de auditoría interna

El objetivo prioritario de la unidad de auditoría interna es supervisar el correcto funcionamiento de los procedimientos y sistemas de control interno de la gestora. Con ese fin, debe elaborar y mantener un **plan de auditoría** dirigido a examinar y evaluar la adecuación y eficacia de los sistemas y procedimientos de control interno, proponiendo mejoras y verificando el cumplimiento de las mismas, en el caso de que en el ejercicio de la supervisión se encuentren deficiencias o áreas susceptibles de mejora.

El responsable de auditoría interna debe informar directamente al consejo de la gestora o, en el caso de existir, al comité de auditoría, órgano creado en el seno del consejo, compuesto por una mayoría de miembros no ejecutivos, cuyo cometido específico consiste en supervisar los sistemas y procedimientos de gestión de riesgos y cumplimiento normativo.

Al igual que en el caso de las funciones de gestión de riesgos y cumplimiento normativo, la unidad de auditoría deberá elaborar un informe anual sobre el resultado de sus actividades. Sin embargo, en este caso, es obligatoria su remisión a la CNMV, dentro de los cuatro primeros meses de cada ejercicio y por el sistema CIFRADO. Además, con el objeto de que el consejo tenga un conocimiento regular de su actividad, le deberá informar periódicamente sobre sus trabajos en curso. El informe anual de la unidad de auditoría sustituirá al *Informe sobre el grado de cumplimiento de las normas de control interno* que la Unidad de control interno venía elaborando de conformidad con la Circular 3/97.

4 Delegación de funciones

Al igual que en otros sectores, las gestoras de IIC también pueden delegar sus funciones, siempre que no se conviertan en sociedades instrumentales o vacías de contenido, tal y como señalan el artículo 13.2 de la Directiva UCITS y el artículo 68 del RIIC. Este último establece los principios generales para la delegación de funciones.

Por lo que se refiere a la función de gestión de riesgos, la Circular prevé que se realice en el seno de la gestora, dado que se trata de una función crítica, habida cuenta de su estrecha vinculación con la función de gestión de activos. Por ello, sólo se permite que se delegue esta función cuando ello resulte proporcionado a la naturaleza, volumen y complejidad de las actividades de la gestora y de las IIC gestionadas.

En cuanto a la función de cumplimiento normativo, ésta podrá delegarse, excepto en lo que se refiere a la verificación de las normas de separación con el depositario o al cumplimiento del procedimiento sobre operaciones vinculadas.

La Circular establece ciertas restricciones sobre las entidades en las que se pueden delegar funciones, con el objetivo de minimizar la posible existencia de conflictos de interés. De hecho, la función de gestión de riesgos y la de cumplimiento normativo no podrán delegarse en el depositario, ni en la entidad en la que éste haya delegado sus funciones, ni en ninguna otra entidad cuyos intereses puedan entrar en conflicto con los de la gestora o partícipes. Además, la función de gestión de riesgos no podrá delegarse en la entidad en la que, en su caso, se delegue la auditoría interna.

Respecto a la función de auditoría interna, la Circular permite que ésta pueda ser asumida por una entidad del grupo, pero en ningún caso se podrá delegar en la auditora de la gestora o de las IIC, ni en la entidad que asuma, en su caso, las funciones de gestión de riesgos, como se ha indicado anteriormente. Tampoco podrá ser esta función asumida por la entidad que audita las cuentas anuales de la gestora o las de sus IIC.

Por tanto, la norma permite una situación en la que el control de riesgos y el cumplimiento normativo se deleguen en una misma entidad, siempre que se garantice una adecuada segregación de funciones. Sin embargo, no se permite que la gestión de

riesgos y la auditoría interna confluyan en una misma entidad delegada, aunque ésta entidad pertenezca al grupo de la gestora.

La delegación de funciones por una gestora exige un trámite de *due diligence* previo sobre la entidad delegada, con el fin de asegurarse de que ésta goza de la capacidad y competencia necesarias para llevar a cabo de forma fiable y profesional las funciones encomendadas con la delegación. Con el objeto de evitar arbitrajes regulatorios en la delegación de funciones, se entenderá que se cumple el mencionado requisito cuando la delegada cuente con procedimientos y medios técnicos y humanos equivalentes a los previstos en la Circular.

Asimismo, la gestora delegante deberá retener los medios humanos y técnicos necesarios para supervisar las funciones delegadas de manera continua. Habida cuenta de la importancia que entrañan los riesgos que pueden conllevar las delegaciones, se ha encomendado a una figura de alto nivel dentro del organigrama de la gestora la responsabilidad de controlar la actividad delegada. De este modo, el control podrá ser llevado a cabo por una comisión independiente creada en el seno del consejo o por un director general o asimilado, que no podrá tener funciones ejecutivas, para así garantizar una mayor independencia y objetividad en su cometido.

5 Conclusiones

La entrada en vigor de la Circular se produjo el día 22 de diciembre de 2009, disponiendo las gestoras del plazo aproximado de un año, hasta el día 31 de diciembre de 2010, para adaptar sus sistemas y procedimientos de control interno a lo señalado en la misma.

En este sentido, los primeros informes anuales que, de conformidad con la Circular, deberán derivarse de las funciones de gestión del riesgo, de cumplimiento normativo y de auditoría interna, serán los correspondientes al ejercicio 2011, que serán remitidos al consejo de la gestora (y a la CNMV en el caso del informe de auditoría) en los cuatro primeros meses de 2012.

Respecto a los informes periódicos, su elaboración comenzará a ser exigible a partir del 31 de diciembre de 2010.

Por último, para evaluar el grado de implementación de las exigencias de la Circular, la unidad de auditoría interna deberá elaborar un informe sobre el grado de adaptación de los sistemas y procedimientos de control interno, tomando como fecha de referencia el 31 de diciembre de 2010, que deberá remitir a la CNMV en los cuatro primeros meses de 2011.

Con la aprobación de la Circular 6/2009 se reúnen en una misma norma las políticas y procedimientos de control interno en los que se deben materializar los requisitos de organización interna de las gestoras, establecidos en la LIIC y el RIIC, así como aquellos otros que han ido desarrollando las propias gestoras en virtud de la práctica supervisora. La citada Circular exige que, en el plazo de un año a partir de su entrada en vigor, las gestoras materialicen en procedimientos concretos todas las obligaciones aludidas que se encuentren pendientes de detallar por escrito.

Con esta Circular se clarifica el gobierno corporativo de las gestoras, ya que se lleva a cabo una ordenación y sistematización de su organigrama, definiendo y concretando las funciones que conformarán el control interno.

La Circular pretende, asimismo, sistematizar los flujos de información dentro de la gestora, regulándose de este modo los informes que cada unidad debe emitir, su periodicidad y contenido, así como los destinatarios de los mismos.

Entre los procedimientos que la Circular detalla de una manera más extensa figuran la realización de un trámite de *due diligence* sobre todas las inversiones de las IIC; el establecimiento de umbrales de tolerancia para determinar el impacto de los errores e incumplimientos en el valor liquidativo, así como para compensar e informar a los partícipes; la realización de pruebas de *back testing* y *stress testing*; la incorporación del principio del *best execution*, así como la integración de sus sistemas informáticos. Especial mención merecen los procedimientos para realizar una adecuada gestión de la liquidez.

La estructura organizativa y los procedimientos de las gestoras deberán ser proporcionados a la naturaleza, volumen y complejidad de sus actividades y de las IIC gestionadas. El principio de proporcionalidad, ya presente en el RIIC, en la MiFID y en los últimos desarrollos de CESR, debe regir el funcionamiento de las gestoras con el fin de que su dimensión, medios humanos, materiales y demás requisitos sean congruentes y proporcionados a la dificultad y actividad habitual de cada gestora.

Por último, con la Circular se trasponen los principios de gestión de riesgo aprobados por CESR en febrero de 2009, así como la mayor parte del contenido de su asesoramiento sobre el nivel II de la Directiva UCITS IV. En este sentido, se puede concluir que la Circular es altamente congruente con las recomendaciones que emanan de CESR. De este modo, la Circular anticipa, en gran medida, los preceptos de la futura Directiva UCITS IV, de la Comisión Europea, cuya aprobación se espera en junio de 2010.

IV Anexo Legislativo

Las novedades legislativas aprobadas desde la publicación del boletín de la CNMV del cuarto trimestre de 2009 han sido, por orden cronológico, las siguientes:

- **Circular 5/2009, de 25 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores**, que regula el Informe Anual del Auditor sobre protección de activos de clientes.

La Circular desarrolla el Real Decreto 217/2008, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, en lo relativo al informe anual del auditor sobre protección de activos de clientes que debe aportarse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el cual obliga a los auditores externos a formular una opinión sobre la adecuación de los procedimientos y sistemas de control que las entidades deben tener implementados. El informe, además de ser aplicable a las empresas de servicios de inversión, también resulta de aplicación a las entidades de crédito en lo relativo a los instrumentos financieros de los clientes, pero no en lo que se refiere a los fondos de efectivo.

La Circular define la estructura del informe, la metodología y las áreas que el auditor externo deberá revisar para comprobar el cumplimiento de los requisitos establecidos en la normativa. El auditor deberá resumir las pruebas realizadas sobre los instrumentos y los fondos de los clientes, así como señalar las debilidades significativas y excepciones identificadas, las limitaciones al alcance y las recomendaciones puestas de manifiesto por el auditor. El auditor enviará su informe directamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

- **Reglamento (CE) nº 1136/2009 de la Comisión, de 25 de noviembre de 2009**, que modifica el Reglamento (CE) nº 1126/2008 por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) 1.

Esta norma incorpora al Derecho de la Unión Europea una modificación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), en particular en lo relativo a la denominada NIIF 1 reestructurada, sobre la adopción por primera vez de las NIIF. Se eliminan orientaciones para la transición a las NIIF que han quedado obsoletas y se introducen pequeños cambios de redacción.

- **Reglamento (CE) nº 1142/2009 de la Comisión, de 26 de noviembre de 2009**, que modifica el Reglamento (CE) nº 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Interpretación nº 17 del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera (CINIIF).

Esta norma incorpora al Derecho de la Unión Europea la Interpretación nº 17 del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera. Esta interpretación aclara y orienta sobre el tratamiento contable de las distribuciones de activos que no son efectivo a los propietarios de una entidad.

- **Reglamento (CE) nº 1164/2009 de la Comisión, de 27 de noviembre de 2009**, que modifica el Reglamento (CE) nº 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Interpre-

tación nº 18 del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera (CINIIF).

Esta norma incorpora al Derecho de la Unión Europea la Interpretación nº 18 del Comité de Interpretaciones de Normas Internacionales de Información Financiera (CINIIF). Esta interpretación realiza aclaraciones y orientaciones sobre la contabilización de transferencias de elementos de inmovilizado material procedentes de clientes, o de dinero en efectivo para adquirir o construir un elemento de inmovilizado material.

- **Reglamento (CE) nº 1165/2009 de la Comisión, de 27 de noviembre de 2009**, que modifica el Reglamento (CE) nº 1126 /2008 por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) 4 y 7.

Esta norma incorpora al Derecho de la Unión Europea una modificación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). En particular, se modifican la NIIF 4, sobre contratos de seguros, y la NIIF 7, sobre la información a revelar sobre instrumentos financieros. Las modificaciones tienen por objeto endurecer las obligaciones de información en lo que se refiere a las valoraciones del valor razonable y al riesgo de liquidez asociado a los instrumentos financieros.

- **Real Decreto 1817/2009, de 27 de noviembre**, por el que se modifican el Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito y el Real Decreto 692/1996, de 26 de abril, sobre el régimen jurídico de los establecimientos financieros de crédito.

Este Real Decreto desarrolla, en lo que respecta a las entidades de crédito, la Ley 5/2009, de 29 de junio, relativa al régimen de participaciones significativas en entidades financieras. El régimen de participaciones significativas de las entidades financieras constituye, como es sabido, un control administrativo previo, en el caso de las entidades de crédito a cargo del Banco de España, que tiene por objeto evaluar, a efectos prudenciales, la identidad, honorabilidad y solvencia de los accionistas más significativos de las entidades. En este sentido, esta norma regula, paralelamente a otros decretos similares aprobados para los demás tipos de entidades financieras, cómo se habrán de computar las participaciones en entidades de crédito para determinar lo que se considera una participación significativa. También se enumeran los criterios de acuerdo con los cuales el Banco de España elaborará y publicará una lista en la que se determinará el contenido de la información que podrá exigir para evaluar la adquisición de una participación significativa. Estas informaciones harán relación al adquirente potencial, la adquisición propuesta y la financiación de la adquisición, así como a aspectos relativos a la honorabilidad comercial y profesional de los administradores y directivos que vayan a dirigir la actividad de la entidad de crédito como consecuencia de la adquisición propuesta. En aquellos supuestos en que se produzca un cambio de control, se redactará un plan de negocio que detallará el impacto de la adquisición en el gobierno corporativo, en la estructura y en los recursos disponibles, en los órganos de control interno y en los procedimientos para la prevención del blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo.

Por otra parte, esta norma contiene algunas previsiones adicionales, específicas para las entidades de crédito. Junto a las competencias del Banco de España mencionadas, el Real Decreto prevé también que el Ministerio de Economía y Hacienda pueda denegar la creación de un banco o establecimiento financiero de crédito cuando no considere adecuada la idoneidad de los accionistas que vayan a tener una participación significativa en él. Por último, puede destacarse que, de acuerdo con la regulación de la Unión Europea, se han modificado también algunas facultades del Ministerio de Economía y Hacienda que permitían la denegación de la autorización de la creación de un banco en ausencia de reciprocidad con terceros países, debiendo el Ministerio en lo sucesivo informar a la Comisión Europea y al resto de autoridades supervisoras de la estructura del grupo en caso de control por accionistas de terceros países.

- **Real Decreto 1818/2009, de 27 de noviembre**, por el que se modifica el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

Este Real Decreto desarrolla, en lo que se refiere a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC), la Ley 5/2009, de 29 de junio, relativa al régimen de participaciones significativas en entidades financieras. El régimen de participaciones significativas de las entidades financieras constituye, como es sabido, un control administrativo previo, en el caso de las SGIIC a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que tiene por objeto evaluar, a efectos prudenciales, la identidad, honorabilidad y solvencia de los accionistas más significativos de las entidades.

La norma regula, paralelamente a otros decretos similares aprobados para los demás tipos de entidades financieras, cómo se habrán de computar las participaciones en las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva para determinar lo que se considera una participación significativa. También se enumeran los criterios de acuerdo con los cuales la Comisión Nacional del Mercado de Valores elaborará y publicará una lista en la que se determinará el contenido de la información que podrá exigir para evaluar la adquisición de una participación significativa. Estas informaciones harán relación al adquirente potencial, la adquisición propuesta, la financiación de la adquisición y a aspectos relativos a la honorabilidad comercial y profesional de los administradores y directivos que vayan a dirigir la actividad de la sociedad gestora como consecuencia de la adquisición propuesta; en aquellos supuestos en que se produzca un cambio de control se redactará un plan de negocio que detallará el impacto de la adquisición en el gobierno corporativo, en la estructura y en los recursos disponibles, en los órganos de control interno y en los procedimientos para la prevención del blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo.

- **Real Decreto 1819/2009, de 27 de noviembre**, por el que se modifica el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores.

Este Real Decreto trae causa de la modificación de los importes garantizados por el Fondo de Garantía de Inversiones que tuvo lugar por medio del Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre. Para evitar que el incremento de la cobertura por inversor hasta un importe de 100.000 euros suponga un incremento de la aportación que las entidades deben hacer por cada cliente al Fondo de Garantía de

Inversiones, se establece ahora un nuevo sistema de cálculo, toda vez que el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, a la hora de fijar estas aportaciones, empleaba como elemento de cálculo un porcentaje sobre el importe garantizado que legalmente se incrementó.

- **Real Decreto 1820/2009, de 27 de noviembre**, por el que se modifican el Real Decreto 361/2007, de 16 de marzo, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de la participación en el capital de las sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y sociedades que administren sistemas de registro, compensación y liquidación de valores y el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

Este Real Decreto desarrolla, en lo que se refiere a las empresas de servicios de inversión (ESI), la Ley 5/2009, de 29 de junio, relativa al régimen de participaciones significativas en entidades financieras. El régimen de participaciones significativas de las entidades financieras constituye, como es sabido, un control administrativo previo, en el caso de las ESI a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que tiene por objeto evaluar, a efectos prudenciales, la identidad, honorabilidad y solvencia de los accionistas más significativos de las entidades. En este sentido, paralelamente a otros decretos similares aprobados para los demás tipos de entidades financieras, esta norma regula cómo se habrán de computar las participaciones en las ESI para determinar lo que se considera una participación significativa. También se enumeran los criterios de acuerdo con los cuales la Comisión Nacional del Mercado de Valores elaborará y publicará una lista en la que se determinará el contenido de la información que podrá exigir para evaluar la adquisición de una participación significativa. Estas informaciones harán relación al adquirente potencial, la adquisición propuesta, la financiación de la adquisición y a aspectos relativos a la honorabilidad comercial y profesional de administradores y directivos que vayan a dirigir la actividad de la ESI como consecuencia de la adquisición propuesta; en aquellos supuestos en que se produzca un cambio de control, se redactará un plan de negocio que detallará el impacto de la adquisición en el gobierno corporativo, en la estructura y en los recursos disponibles, en los órganos de control interno y en los procedimientos para la prevención del blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo.

Por otra parte, esta norma contiene algunas previsiones adicionales y específicas para las empresas de servicios de inversión. Se adapta el capital exigible a los agentes que sean personas jurídicas y se establecen los modelos de estados de información reservada que las entidades que prestan servicios de inversión deben remitir a la CNMV en lo que respecta a sus operaciones en el mercado de valores.

Finalmente, se modifica el régimen de participaciones significativas de las sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y sociedades que administren sistemas de registro, compensación y liquidación de valores, para adaptarlo al régimen general de las entidades financieras, aunque se mantienen algunas especialidades, como la posibilidad de que la CNMV se oponga a participaciones

significativas en estas sociedades por parte de adquirentes cuyo país de origen no garantice la reciprocidad.

- **Real Decreto 1821/2009, de 27 de noviembre**, por el que se modifica el Reglamento de ordenación y supervisión de los seguros privados, aprobado por el Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre, en materia de participaciones significativas.

Este Real Decreto desarrolla, en lo que se refiere a las empresas de servicios de inversión (ESI), la Ley 5/2009, de 29 de junio, relativa al régimen de participaciones significativas en entidades financieras. Se trata de una regulación paralela a la establecida para las entidades de crédito en el Real Decreto 1817/2009, de 27 de noviembre, a cuyo resumen nos remitimos.

- **Reglamento (CE) nº 1171/2009 de la Comisión, de 30 de noviembre de 2009**, que modifica el Reglamento (CE) nº 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Interpretación nº 9 del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera (CINIIF) y a la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 39.

Esta norma incorpora al Derecho de la Unión Europea las modificaciones de la Interpretación nº 9 del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera (CINIIF) y de la Norma Internacional de Contabilidad nº 39 (NIC 39). Ambas modificaciones se refieren a los instrumentos financieros derivados implícitos, y en particular a la posibilidad de contabilizarlos separados del contrato principal del que forman parte excluyéndolos de la categoría de activos contabilizados al valor razonable.

- **Circular 6/2009, de 9 de diciembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre control interno de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y sociedades de inversión.

Esta norma parte del artículo 43 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (LIIC), que exige que sus sociedades gestoras (SGIIC) cuenten con una buena organización administrativa y contable, con medios humanos y técnicos adecuados, así como con procedimientos y mecanismos de control interno. La Circular, que es aplicable a las SGIIC y a las SICAV autogestionadas, desarrolla con amplitud las obligaciones de control interno para todas las actividades de estas entidades y establece la necesidad de adoptar políticas y procedimientos en relación con el cálculo del valor liquidativo; la valoración de activos; la selección de los intermediarios financieros; la actuación de los miembros de su consejo de administración, empleados, representantes y apoderados; el sistema retributivo y de fijación de incentivos; la comunicación interna y externa; las operaciones vinculadas; los riesgos asociados a la delegación de funciones; la disposición de los activos de las IIC; la custodia y administración del depositario; la actividad de préstamo de valores; el departamento de atención al cliente; la comercialización de participaciones y acciones de las IIC; la prevención del blanqueo de capitales; el riesgo derivado de la interrupción inesperada de funciones esenciales; la seguridad de la información; y el ejercicio de derechos inherentes a los valores integrantes de las carteras de las IIC.

La Circular establece que el control interno de estas entidades incluye las funciones de gestión de riesgos, cumplimiento normativo y auditoría interna, y detalla el contenido de estas funciones, las cuales deben ejercerse manteniendo un principio de separación respecto al resto de actividades de la entidad. Asimismo, se permite la delegación de estas funciones con sujeción a ciertas normas; así, no se podrá delegar la función de gestión de riesgos o la de cumplimiento normativo en el depositario ni en la misma entidad en la que el depositario haya delegado a su vez sus funciones; ni tampoco puede delegarse la función de auditoría interna en el auditor externo o en la entidad en la que se haya delegado la función de gestión de riesgos.

La Circular determina que corresponde al consejo de administración de estas entidades la obligación de organizar eficazmente sus políticas de control interno. También establece la obligación de que las entidades cuenten con manuales internos en los que se detallen las políticas de control interno, que deberán ser aprobados por el órgano de administración de la entidad.

- **Orden EHA/3319/2009, de 10 de diciembre**, por la que se modifica la Orden EHA/3364/2008, de 21 de noviembre, por la que se desarrolla el artículo 1 del Real Decreto-ley 7/2008, de 13 de octubre, de Medidas Urgentes en Materia Económico-Financiera en relación con el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro.

De conformidad con el Real Decreto-Ley 7/2008, de 21 de noviembre, y con el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro, las entidades de crédito han venido realizando emisiones de pagarés, bonos y obligaciones avalados por el Estado. Si bien este tipo de emisiones estaba previsto solamente hasta el 15 de diciembre de 2009, la Comisión Europea autorizó la prórroga del régimen de avales español. Mediante esta Orden, en consecuencia, se habilita a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera para que prolongue el plazo durante el cual las entidades de crédito pueden emitir instrumentos financieros con aval del Estado.

- **Reglamento (UE) nº 1293/2009 de la Comisión, de 23 de diciembre de 2009**, que modifica el Reglamento (CE) nº 1126/2008 por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 32.

Esta norma incorpora al Derecho de la Unión Europea unas modificaciones de la Norma Internacional de Contabilidad nº 32 (NIC 32). Estas modificaciones se refieren al concepto de patrimonio neto y permiten considerar en esta categoría a ciertos instrumentos financieros derivados aunque estén denominados en una moneda que no sea la moneda funcional del emisor.

- **Orden EHA/3515/2009, de 29 de diciembre**, por la que se establecen las aportaciones al Fondo de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorro.

El Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre Fondos de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito establece que las entidades de crédito deben aportar anualmente a los fondos de garantía el dos por mil de los depósitos garantizados de cada entidad, si bien se faculta al Ministerio de Economía y Hacienda para reducir estas aportaciones cuando el Fondo alcance una cuantía suficiente

para el cumplimiento de sus fines. Esta norma hace uso de esta facultad en relación con el Fondo de Garantía de las Cajas de Ahorro y reduce las aportaciones al uno por mil de los depósitos garantizados.

- **Ley 29/2009, de 30 de diciembre**, por la que se modifica el régimen legal de la competencia desleal y de la publicidad para la mejora de la protección de los consumidores y usuarios.

Esta norma transpone la Directiva 2005/29/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2005, relativa a las prácticas comerciales desleales de las empresas en sus relaciones con los consumidores en el mercado interior, y la Directiva 2006/114/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2006, sobre publicidad engañosa y publicidad comparativa. En consecuencia, implica también la modificación de la Ley 3/1991, de 10 de enero, de competencia desleal; el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios; la Ley 7/1996, de 15 de enero, de Ordenación del Comercio Minorista, y la Ley 34/1988, de 11 de noviembre, General de Publicidad.

En lo que se refiere al mercado de valores, esta Ley establece expresamente el criterio de que las normas que regulan las prácticas comerciales en materia de comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores y usuarios, inversión colectiva en valores mobiliarios, normas de conducta en materia de servicios de inversión y oferta pública o admisión de cotización de valores prevalecerán en caso de conflicto sobre la legislación de carácter general aplicable a las prácticas comerciales desleales.

- **Resolución de 16 de febrero de 2010**, de la Presidencia de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se crea la sede electrónica de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Esta resolución simplemente identifica la sede electrónica de la CNMV. La sede electrónica es “aquella dirección electrónica disponible para los ciudadanos a través de redes de telecomunicaciones cuya titularidad, gestión y administración corresponde a una Administración Pública, órgano o entidad administrativa en ejercicio de sus competencias”. La dirección electrónica de referencia de la sede es la siguiente: <https://sede.cnmv.gob.es>.

- **Resolución de 9 de marzo de 2010**, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se publica el Acuerdo adoptado por el Consejo Rector del Fondo para la Adquisición de Activos Financieros, el 8 de marzo de 2010, sobre modificación parcial de las directrices de inversión del Fondo.

Esta Resolución regula algunos aspectos procedimentales del Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF), el cual fue creado por la Administración General del Estado para que el sector público pudiese comprar activos financieros de entidades de crédito y fondos de titulización.

En particular, esta norma, teniendo en cuenta que este Fondo no realizará ya más inversiones al no ser posible la celebración de subastas con posterioridad al 31 de diciembre de 2009, permite que el FAAF supere los límites a la concentración de riesgos con un mismo emisor como consecuencia de enajenaciones o amortizaciones de los valores que componen su cartera.

V Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I ²
IMPORTE EFECTIVOS³ (millones de euros)	69.955,5	16.349,3	11.390,7	5.932,0	2.060,3	1.087,1	2.311,3	94,6
Ampliaciones de capital	67.887,0	16.339,7	11.388,7	5.932,0	2.060,3	1.087,1	2.309,4	94,6
De ellas, mediante OPS	8.502,7	292,0	17,4	0,0	0,0	7,0	10,3	0,0
Tramo nacional	4.821,3	292,0	17,4	0,0	0,0	7,0	10,3	0,0
Tramo internacional	3.681,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.068,5	9,5	1,9	0,0	0,0	0,0	1,9	0,0
Tramo nacional	1.517,1	9,5	1,9	0,0	0,0	0,0	1,9	0,0
Tramo internacional	551,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IMPORTE NOMINALES³ (millones de euros)	6.441,5	1.835,8	1.892,1	970,4	596,8	142,1	182,8	67,8
Ampliaciones de capital	6.358,4	1.835,7	1.892,0	970,4	596,8	142,1	182,7	67,8
De ellas, mediante OPS	1.122,9	100,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Tramo nacional	676,0	100,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Tramo internacional	446,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	83,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	46,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	37,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴	100	54	53	9	14	11	19	6
Ampliaciones de capital	91	53	53	9	14	11	19	6
De ellas, mediante OPS	8	2	2	0	0	1	1	0
De ellas, liberadas	19	18	11	1	3	4	3	1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	12	2	1	0	0	0	1	0
NÚMERO DE EMISORES⁴	57	39	34	8	9	9	16	6
Ampliaciones de capital	52	38	34	8	9	9	16	6
De ellas, mediante OPS	6	2	2	0	0	1	1	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	8	2	1	0	0	0	1	0

1 Incluye las operaciones con folleto de emisión y las admisiones a negociación sin publicar folletos de emisión.

2 Datos disponibles: febrero 2010.

3 No se incluyen los importes registrados de las operaciones que no llegaron a realizarse.

4 Se incluyen todas las operaciones registradas aunque no llegaran a realizarse.

Ofertas públicas de venta y suscripción de acciones. Tramos por suscriptor

CUADRO 1.2

Millones de euros	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I ¹
OFERTAS PÚBLICAS DE SUSCRIPCIÓN	8.502,7	292,0	17,4	0,0	0,0	7,0	10,3	0,0
Mercado nacional	4.646,2	282,0	17,4	0,0	0,0	7,0	10,3	0,0
Suscriptores minoristas	2.841,0	191,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	1.805,2	90,5	17,4	0,0	0,0	7,0	10,3	0,0
Mercado internacional	3.681,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empleados	175,2	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA	2.068,5	9,5	1,9	0,0	0,0	0,0	1,9	0,0
Mercado nacional	1.505,7	9,5	1,9	0,0	0,0	0,0	1,9	0,0
Suscriptores minoristas	393,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	1.111,8	9,5	1,9	0,0	0,0	0,0	1,9	0,0
Mercado internacional	551,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empleados	11,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero 2010.

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.3

	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I ²
Mercado continuo (MC). Total ³	143	136	133	136	136	133	133	132
Sin Nuevo mercado	142	136	133	136	136	133	133	132
Nuevo mercado	1	0	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	5	5	5	5	5	5	5	5
Segundo Mercado	11	8	7	8	8	7	7	6
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	9	6	5	6	6	5	5	4
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros ex SICAV	31	29	29	29	29	29	29	29
Madrid	13	13	13	13	13	13	13	13
Barcelona	20	19	19	19	19	19	19	19
Bilbao	9	8	8	8	8	8	8	8
Valencia	9	7	6	7	6	6	6	6
Corros SICAV	8	3	1	3	3	2	1	1
MAB	3.287	3.347	3.251	3.322	3.296	3.277	3.251	3.221
Latibex	34	35	33	33	34	34	33	33

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: febrero 2010.

3 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).

Capitalización¹

CUADRO 1.4

Millones de euros	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I ²
Mercado continuo (MC). Total ³	892.053,8	531.194,2	639.087,1	435.027,6	534.519,3	623.810,3	639.087,1	561.167,0
Sin Nuevo mercado	891.875,7	531.194,2	639.087,1	435.027,6	534.519,3	623.810,3	639.087,1	561.167,0
Nuevo mercado	178,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras ⁴	134.768,6	61.317,5	94.954,0	52.843,4	68.600,4	80.146,3	94.954,0	84.263,2
Ibex 35	524.651,0	322.806,6	404.997,3	276.053,0	334.760,9	401.655,7	404.997,3	358.113,1
Segundo Mercado	286,8	109,9	80,9	76,1	82,4	82,9	80,9	79,3
Madrid	27,8	22,8	24,9	21,4	23,0	24,9	24,9	24,1
Barcelona	259,0	87,1	56,0	54,7	59,4	58,0	56,0	55,2
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	7.444,9	5.340,7	4.226,5	4.438,8	4.142,7	4.278,8	4.226,5	4.162,1
Madrid	1.840,6	1.454,7	997,3	1.225,5	968,6	1.091,0	997,3	954,8
Barcelona	4.627,8	3.580,2	3.400,6	2.808,5	2.898,7	3.501,8	3.400,6	3.331,4
Bilbao	108,2	45,9	435,4	45,9	45,9	338,9	435,4	433,4
Valencia	1.206,5	760,4	559,2	792,1	467,4	526,9	559,2	559,2
Corros SICAV ⁵	204,9	126,8	28,5	106,9	125,1	94,3	28,5	29,4
MAB ⁵	31.202,5	24.718,6	26.490,7	24.020,8	24.896,2	26.318,9	26.490,7	25.865,8
Latibex	427.773,6	287.188,9	573.830,1	319.943,1	436.745,3	490.861,9	573.830,1	577.703,8

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: febrero 2010.

3 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).

4 La capitalización de las sociedades extranjeras está calculada considerando la totalidad de sus acciones, estén o no depositadas en España.

5 Sólo se tiene en cuenta el número de acciones en circulación de las SICAV, pero no las acciones propias, debido a que el capital social lo comunican únicamente a final de año.

Contratación efectiva

CUADRO 1.5

Millones de euros	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I ¹
Mercado continuo (MC). Total ²	1.653.354,8	1.228.392,4	877.073,6	182.762,4	223.468,1	214.547,9	256.295,3	161.541,3
Sin Nuevo mercado	1.627.369,5	1.228.380,9	877.073,6	182.762,4	223.468,1	214.547,9	256.295,3	161.541,3
Nuevo mercado	25.985,3	11,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	7.499,3	1.407,1	4.750,4	418,8	1.141,5	1.616,9	1.573,3	1.192,4
Segundo Mercado	192,9	31,7	3,2	1,2	1,4	0,2	0,4	0,2
Madrid	8,9	3,4	2,0	0,3	1,1	0,2	0,4	0,2
Barcelona	182,3	28,3	1,2	0,9	0,3	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	792,7	182,1	52,9	12,3	24,0	6,1	10,4	6,0
Madrid	236,1	73,9	16,5	5,1	8,3	1,8	1,3	0,8
Barcelona	402,8	103,6	29,4	6,9	10,3	3,2	9,0	5,2
Bilbao	0,1	0,1	1,1	0,0	0,0	1,1	0,0	0,0
Valencia	153,8	4,5	5,9	0,3	5,4	0,0	0,1	0,0
Corros SICAV	361,7	25,3	19,7	7,2	3,0	7,9	1,7	1,5
MAB	6.985,2	7.060,3	5.080,2	1.177,5	1.109,5	1.248,8	1.544,4	723,6
Latibex	868,2	757,7	434,7	89,4	115,2	110,1	120,0	112,0

1 Datos disponibles: febrero 2010.

2 No incluye ETF (Exchange Traded Funds o fondos cotizados).

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.6

Millones de euros	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I ²
En sesión	1.577.249,5	1.180.835,9	833.854,9	178.078,6	207.873,9	204.427,1	243.475,3	156.560,4
Órdenes	985.087,6	774.718,1	499.182,8	117.321,9	130.334,7	122.153,3	129.372,8	94.942,0
Aplicaciones	155.085,1	105.673,9	51.335,8	11.402,0	12.739,6	12.043,7	15.150,6	10.038,2
Bloques	437.076,8	300.443,9	283.336,3	49.354,7	64.799,6	70.230,1	98.952,0	51.580,2
Fuera de hora	18.301,5	10.175,2	5.996,6	79,9	284,1	1.379,4	4.253,2	3.165,1
Autorizadas	4.189,6	3.183,2	4.695,6	752,6	2.710,4	443,6	789,1	186,9
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Op	26.284,3	17.461,2	7.188,9	0,0	7.085,4	100,0	3,6	0,0
OPV	11.177,4	292,0	1.325,0	0,0	1.325,0	0,0	0,0	0,0
Toma de razón	2.954,4	1.066,8	5.202,6	594,4	205,2	4.394,0	9,0	0,0
Ejercicio de opciones	10.240,4	9.661,9	11.443,2	1.695,1	2.731,1	1.953,7	5.063,3	309,8
Operaciones de cobertura	2.957,8	5.716,3	7.366,7	1.561,8	1.253,0	1.850,1	2.701,8	1.319,1

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2 Datos disponibles: febrero 2010.

Operaciones de crédito

CUADRO 1.7

Millones de euros	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I ¹
CONTRATACIÓN								
Préstamo de valores ²	835.326,9	583.950,8	471.007,1	82.710,3	118.161,0	111.062,6	159.073,2	90.186,0
Crédito de valores para su venta ³	555,4	624,9	704,3	168,0	202,7	180,6	153,0	105,9
Crédito para compra de valores ³	411,3	154,7	106,4	25,2	27,7	32,0	21,5	14,9
SALDO VIVO								
Préstamo de valores ²	79.532,9	43.647,8	47.322,2	36.825,4	42.636,4	42.993,7	47.322,2	38.898,2
Crédito de valores para su venta ³	112,4	20,7	21,1	24,7	38,3	63,1	21,1	14,4
Crédito para compra de valores ³	59,4	7,0	5,6	3,6	4,5	7,4	5,6	6,4

1 Datos disponibles: febrero 2010.

2 Reguladas en la Ley del Mercado de Valores, art. 36.7 y la Orden ECO/764/2004.

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

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas¹ en la CNMV

CUADRO 1.8

	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I ²
NÚMERO DE EMISORES	173	179	168	62	88	58	69	25
Cédulas hipotecarias	10	19	27	16	6	11	16	8
Cédulas territoriales	4	7	1	0	1	0	0	1
Bonos y obligaciones no convertibles	41	30	50	14	38	22	30	13
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	1	3	0	1	2	1	0
Bonos de titulación	77	88	68	21	24	15	13	1
Programas de pagarés	80	77	69	20	16	11	26	6
De titulación	3	2	2	0	1	0	1	0
Resto de pagarés	77	75	67	20	15	11	25	6
Otras emisiones de renta fija	2	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	5	8	23	6	15	8	1	0
NÚMERO DE EMISIONES	335	337	512	111	180	103	118	46
Cédulas hipotecarias	32	47	75	31	11	13	20	9
Cédulas territoriales	8	8	1	0	1	0	0	1
Bonos y obligaciones no convertibles	79	76	244	31	106	51	56	29
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	1	6	0	1	3	2	0
Bonos de titulación	101	108	76	21	26	16	13	1
Programas de pagarés	107	88	73	20	16	11	26	6
De titulación	3	2	2	0	1	0	1	0
Resto de pagarés	104	86	71	20	15	11	25	6
Otras emisiones de renta fija	3	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	5	9	37	8	19	9	1	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	648.757,0	476.275,7	387.475,8	116.426,5	130.128,7	66.721,8	74.198,8	34.686,0
Cédulas hipotecarias	24.695,5	14.300,0	35.573,9	10.473,9	10.175,0	3.870,0	11.055,0	4.500,0
Cédulas territoriales	5.060,0	1.820,0	500,0	0,0	500,0	0,0	0,0	125,0
Bonos y obligaciones no convertibles	27.416,0	10.489,6	62.249,0	15.492,0	28.248,9	6.138,1	12.370,1	6.871,3
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0,0	1.429,1	3.200,0	0,0	300,0	2.200,0	700,0	0,0
Bonos de titulación	141.627,0	135.252,5	81.651,2	27.358,5	31.035,3	12.956,3	10.301,2	500,0
Tramo nacional	94.049,0	132.730,1	77.289,4	27.358,5	28.483,9	11.750,6	9.696,5	500,0
Tramo internacional	47.578,0	2.522,4	4.361,9	0,0	2.551,5	1.205,7	604,7	0,0
Pagarés de empresa ³	442.433,5	311.738,5	191.341,7	61.552,2	49.696,5	40.340,4	39.752,6	22.689,7
De titulación	464,8	2.843,1	4.758,4	1.333,9	1.226,7	952,8	1.245,0	480,0
Resto de pagarés	441.968,7	308.895,4	186.583,3	60.218,3	48.469,8	39.387,6	38.507,6	22.209,7
Otras emisiones de renta fija	7.300,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	225,0	1.246,0	12.960,0	1.550,0	10.173,0	1.217,0	20,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	47.158,3	12.949,5	20.988,5	8.484,3	5.571,2	4.679,0	2.254,1	3.100,0
Emisiones aseguradas	86.161,1	9.169,5	4.793,8	0,0	2.559,0	1.450,0	784,8	0,0

1 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

2 Datos disponibles: febrero 2010.

3 Las cifras de emisión de pagarés de empresa corresponden a los importes colocados.

Admisión al mercado AIAF

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I ¹
Total	640.096,2	476.710,4	388.455,0	126.940,2	112.139,7	80.868,2	68.506,9	37.947,1
Pagarés	439.787,3	314.417,4	191.427,7	63.663,5	49.459,9	41.194,3	37.110,1	24.231,6
Bonos y obligaciones	30.006,9	10.040,3	61.862,5	15.358,6	25.239,7	9.304,6	11.959,7	4.370,6
Cédulas hipotecarias	27.195,5	14.150,0	35.568,9	10.623,9	7.925,0	5.820,0	11.200,0	4.575,0
Cédulas territoriales	7.450,0	1.930,0	500,0	0,0	500,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	135.149,5	135.926,6	85.542,9	35.794,3	26.211,9	16.041,6	7.495,2	4.670,0
Participaciones preferentes	507,0	246,0	13.552,9	1.500,0	2.803,2	8.507,7	742,0	100,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero 2010.

AIAF. Emisores, emisiones y saldo vivo

CUADRO 1.10

	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I ¹
NÚMERO DE EMISORES	492	556	614	582	597	610	614	616
Pagarés	73	72	67	73	72	70	67	66
Bonos y obligaciones	92	93	91	92	90	91	91	91
Cédulas hipotecarias	14	22	29	25	25	26	29	29
Cédulas territoriales	7	11	11	11	11	11	11	10
Bonos de titulización	316	383	442	409	425	439	442	444
Participaciones preferentes	50	52	60	53	57	60	60	61
Bonos matador	15	12	12	12	12	12	12	12
NÚMERO DE EMISIONES	4.314	4.639	4.084	4.487	4.334	4.218	4.084	4.040
Pagarés	2.493	2.489	1.507	2.206	1.926	1.696	1.507	1.449
Bonos y obligaciones	445	450	611	460	526	577	611	622
Cédulas hipotecarias	111	146	202	175	181	192	202	209
Cédulas territoriales	19	26	25	26	25	25	25	22
Bonos de titulización	1.157	1.436	1.629	1.528	1.577	1.624	1.629	1.628
Participaciones preferentes	71	78	96	78	85	90	96	96
Bonos matador	18	14	14	14	14	14	14	14
SALDO VIVO² (millones de euros)	758.559,8	819.637,7	870.981,1	851.854,3	874.640,9	887.608,4	870.981,1	870.614,2
Pagarés	98.467,6	71.762,2	41.647,0	68.065,3	57.337,7	54.560,4	41.647,0	42.626,2
Bonos y obligaciones	139.586,3	122.001,9	150.886,3	125.691,2	138.770,0	143.761,9	150.886,3	150.261,6
Cédulas hipotecarias	150.905,5	162.465,5	185.343,8	171.439,4	178.166,9	183.686,9	185.343,8	188.368,8
Cédulas territoriales	16.375,0	17.030,0	16.030,0	17.030,0	16.030,0	16.030,0	16.030,0	15.600,0
Bonos de titulización	328.924,6	422.010,7	442.831,5	444.611,0	456.646,7	454.922,0	442.831,5	439.415,2
Participaciones preferentes	23.062,6	23.308,6	33.183,8	23.958,6	26.630,7	33.588,4	33.183,8	33.283,8
Bonos matador	1.238,2	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8

1 Datos disponibles: febrero 2010.

2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.11

Importes nominales en millones de euros	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I ¹
POR TIPO DE ACTIVO. Total	1.127.477,7	2.521.040,1	4.658.633,2	1.198.410,3	1.505.457,8	946.141,6	1.008.622,5	411.862,6
Pagarés	568.009,6	591.943,8	533.331,0	166.493,3	130.286,2	125.139,0	111.412,5	74.427,3
Bonos y obligaciones	87.035,7	80.573,8	321.743,0	35.260,3	94.118,5	83.499,1	108.864,2	106.500,0
Cédulas hipotecarias	80.811,2	129.995,3	263.150,0	52.026,3	101.235,5	59.334,2	50.553,9	15.484,9
Cédulas territoriales	7.749,8	10.142,3	7.209,0	3.308,9	1.535,1	1.584,0	781,1	445,0
Bonos de titulización	378.005,2	1.704.341,8	3.527.486,4	939.890,0	1.176.736,3	675.114,4	735.745,7	214.227,6
Participaciones preferentes	4.492,4	4.030,0	5.668,5	1.399,2	1.535,8	1.470,9	1.262,6	777,8
Bonos matador	1.373,8	13,2	45,2	32,3	10,4	0,0	2,5	0,0
POR TIPO DE OPERACIÓN. Total	1.127.477,7	2.521.040,1	4.658.633,2	1.198.410,3	1.505.457,8	946.141,6	1.008.622,5	411.862,6
Simple	416.477,9	387.897,1	378.348,4	107.411,4	120.106,9	64.565,1	86.264,0	60.677,5
Repo	441.362,7	381.505,0	362.068,7	98.632,7	85.740,8	94.429,8	83.265,5	57.076,6
Simultánea	269.637,1	1.751.638,0	3.918.216,1	992.366,3	1.299.610,1	787.146,7	839.093,0	294.108,5

1 Datos disponibles: febrero 2010.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I ¹
Total	837.308,5	744.652,5	681.946,6	188.576,5	186.777,9	148.153,9	158.437,3	111.372,7
Sociedades no financieras	364.490,6	285.044,4	256.224,6	73.858,5	72.117,7	60.996,6	49.251,8	34.403,9
Instituciones financieras	282.816,9	334.851,6	298.909,1	85.276,1	77.035,9	63.803,2	72.792,9	46.167,4
Entidades de crédito	99.492,0	130.056,0	125.547,5	37.024,9	43.243,2	17.547,5	27.731,9	16.581,8
IC, seguros y fondos de pensiones	152.429,2	154.709,8	115.865,3	31.537,2	23.311,1	31.404,8	29.611,2	20.385,7
Otras entidades financieras	30.895,6	50.085,8	57.496,3	16.714,0	10.481,7	14.850,9	15.449,8	9.199,9
Administraciones públicas	7.762,4	6.331,2	5.808,5	2.622,8	1.018,1	1.267,5	900,1	707,1
Hogares e ISFLSH ²	28.534,8	13.344,0	14.647,8	4.082,5	2.506,6	2.026,9	6.031,8	4.892,4
Resto del mundo	153.703,8	105.081,2	106.356,6	22.736,6	34.099,6	20.059,7	29.460,8	25.201,9

1 Datos disponibles: febrero 2010.

2 Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

Admisión a bolsa¹

CUADRO 1.13

	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I ²
IMPORTES NOMINALES (millones de euros)	9.020,3	3.390,6	5.866,8	1.310,8	0,0	500,0	4.056,0	200,0
Bonos y obligaciones no convertibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	200,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0,0	0,0	4.510,8	1.310,8	0,0	500,0	2.700,0	0,0
Bonos de titulización	2.020,3	3.390,6	1.356,0	0,0	0,0	0,0	1.356,0	0,0
Otros	7.000,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EMISIONES	16	33	10	1	0	1	8	3
Bonos y obligaciones no convertibles	0	0	0	0	0	0	0	3
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	4	1	0	1	2	0
Bonos de titulización	15	33	6	0	0	0	6	0
Otros	1	0	0	0	0	0	0	0

1 Emisores privados. Incluye expedientes de emisión y de admisión.

2 Datos disponibles: febrero 2010.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.14

	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I ¹
NÚMERO DE EMISORES	53	58	62	59	58	58	62	62
Emisores privados	40	45	48	46	45	45	48	48
Sociedades no financieras	6	5	6	7	7	6	6	5
Instituciones financieras privadas	34	40	42	39	38	39	42	43
Administraciones públicas ³	13	13	14	13	13	13	14	14
Comunidades autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
NÚMERO DE EMISIONES	249	271	269	273	265	263	269	267
Emisores privados	133	157	155	155	150	149	155	155
Sociedades no financieras	12	9	10	11	11	10	10	8
Instituciones financieras privadas	121	148	145	144	139	139	145	147
Administraciones públicas ³	116	114	114	118	115	114	114	112
Comunidades autónomas	83	82	76	87	82	80	76	73
SALDO VIVO² (millones de euros)	25.654,7	29.142,6	36.299,5	30.804,3	31.829,4	31.571,0	36.299,5	36.516,3
Emisores privados	14.958,1	17.237,9	21.600,9	18.299,1	17.908,5	17.914,3	21.600,9	21.272,1
Sociedades no financieras	452,5	381,0	1.783,7	1.691,7	1.691,7	1.691,7	1.783,7	1.778,2
Instituciones financieras privadas	14.505,6	16.856,9	19.817,2	16.607,4	16.216,8	16.222,6	19.817,2	19.493,8
Administraciones públicas ³	10.696,6	11.904,7	14.698,6	12.505,1	13.920,9	13.656,7	14.698,6	15.244,2
Comunidades autónomas	8.862,6	9.972,5	12.338,3	10.573,6	11.978,2	11.577,3	12.338,3	12.833,9

1 Datos disponibles: febrero 2010.

2 Importes nominales.

3 No incluye deuda anotada.

Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.15

	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I ¹
Importes nominales en millones de euros								
Mercado electrónico	448,9	1.580,1	633,0	64,9	150,5	138,1	279,6	60,1
Corros	7.154,3	7.842,1	4.008,4	182,1	634,2	299,6	2.892,5	237,4
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	7.040,1	7.674,9	3.821,1	146,9	601,4	273,5	2.799,3	27,8
Bilbao	7,5	6,1	4,6	2,6	0,7	0,6	0,8	0,7
Valencia	106,7	161,1	182,7	32,7	32,1	25,5	92,4	209,0
Deuda anotada	33,6	46,2	49,1	14,3	14,0	11,2	9,6	6,8
Deuda comunidades autónomas	83.967,7	71.045,0	70.065,8	18.666,5	19.367,6	16.815,4	15.216,3	14.192,0

1 Datos disponibles: febrero 2010.

Sistemas organizados de negociación: SENAF y MTS. Contratación de deuda pública por modalidad

CUADRO 1.16

	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I ¹
Importes nominales en millones de euros								
Total	174.046,3	132.327,4	202.120,5	41.915,2	38.433,8	55.827,0	65.944,6	51.340,1
Simplex	134.147,0	89.010,5	114.314,0	11.685,5	15.644,0	36.141,0	50.843,5	32.894,0
Simultáneas	39.899,3	43.316,9	86.806,5	30.229,7	22.789,8	19.211,0	14.576,1	18.345,1
Otras operaciones	0,0	0,0	1.000,0	0,0	0,0	475,0	525,0	101,0

1 Datos disponibles: febrero 2010.

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.17

Número de contratos	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I'
Sobre deuda	13	12	18	6	4	4	4	0
Futuro sobre bono nocal²	13	12	18	6	4	4	4	0
Sobre Ibex 35³,⁴	9.288.909	8.433.963	6.187.544	1.520.980	1.663.403	1.503.939	1.499.223	1.080.268
Futuro sobre Ibex 35 plus	8.435.258	7.275.299	5.436.989	1.330.851	1.461.307	1.321.524	1.323.307	969.967
Futuro mini sobre Ibex 35	286.574	330.042	314.829	70.698	88.829	85.642	69.660	57.321
Opción call mini	227.535	323.874	230.349	56.410	60.400	59.988	53.552	23.580
Opción put mini	339.542	504.749	205.377	63.021	52.868	36.785	52.704	29.400
Sobre acciones⁵	34.887.808	64.554.817	80.114.693	21.082.892	22.320.897	20.467.870	16.243.034	8.260.131
Futuros	21.294.315	46.237.568	44.586.779	13.024.306	14.386.553	11.674.200	5.501.720	1.693.802
Opción call	6.775.525	7.809.423	18.864.840	3.689.989	4.025.150	5.103.159	6.046.542	2.916.936
Opción put	6.817.968	10.507.826	16.663.074	4.368.597	3.909.194	3.690.511	4.694.772	3.649.393

Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex

Sobre deuda⁶	1.059.113	869.105	558.848	157.746	171.829	90.935	138.338	85.527
Sobre índices⁷	1.371.250	1.169.059	835.159	286.512	211.834	128.087	208.726	136.869

1 Datos disponibles: febrero 2010.

2 Nominal del contrato: 100 mil euros.

3 El número de los contratos mini (multiplicador de 1 euro) se ha homogeneizado al tamaño de los contratos de los futuros sobre Ibex 35 plus (multiplicador de 10 euros).

4 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

6 Futuros sobre Bund, Bobl y Schatz.

7 Futuros sobre Dax 30, DJ EuroStoxx 50 y DJ Stoxx 50.

1.3.2 Warrants, contratos de compra / venta de opciones y ETF

Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.18

WARRANTS²	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I'
Importe de las primas (millones de euros)	8.920,3	12.234,4	5.165,1	1.950,5	522,9	1.439,7	1.252,0	890,3
Sobre acciones	6.215,1	6.914,1	2.607,1	1.074,8	251,0	755,6	525,7	438,9
Sobre índices	2.311,2	4.542,8	2.000,1	628,4	198,0	559,3	614,4	345,3
Otros³	394,0	777,5	558,0	247,3	73,9	124,9	111,9	106,2
Número de emisiones	7.005	9.790	7.342	2.516	1.111	2.099	1.616	1.467
Número de emisores	7	8	9	6	6	9	6	4
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	151,0	77,0	35,0	0,0	0,0	0,0	35,0	0,0
Sobre acciones	145,0	77,0	25,0	0,0	0,0	0,0	25,0	0,0
Sobre índices	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros³	6,0	0,0	10,0	0,0	0,0	0,0	10,0	0,0
Número de emisiones	9	4	3	0	0	0	3	0
Número de emisores	3	1	1	0	0	0	1	0

1 Datos disponibles: febrero 2010.

2 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

3 Incluye los siguientes subyacentes: cestas de valores, tipos de cambio, tipos de interés y materias primas.

Bolsa de valores. Contratación de warrants y ETF

CUADRO 1.19

	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	5.129,6	2.943,7	1.768,4	491,3	488,2	407,0	382,0	220,5
Sobre acciones nacionales	3.200,7	1.581,9	809,9	222,7	213,2	203,3	170,7	90,5
Sobre acciones extranjeras	474,2	145,7	97,6	22,3	21,4	28,3	25,6	8,0
Sobre índices	1.376,6	1.063,3	761,2	208,7	233,2	158,9	160,4	110,5
Otros ²	78,1	152,8	99,7	37,6	20,4	16,5	25,2	11,6
Número de emisiones ³	7.837	9.770	8.038	3.655	3.451	3.086	3.038	2.589
Número de emisores ³	9	10	10	9	9	10	10	9
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	49,8	16,8	39,2	7,6	8,5	13,4	9,7	3,2
Número de emisiones ³	14	26	22	21	16	16	16	15
Número de emisores ³	5	4	4	4	2	2	2	2
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	4.664,5	6.938,1	3.470,6	604,3	916,6	856,9	1.092,8	1.294,0
Número de fondos	21	30	32	30	31	32	32	32
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	885,8	1.630,3	1.648,4	1.523,0	1.443,9	1.510,5	1.648,4	n.d.

1 Datos disponibles: febrero 2010.

2 Incluye los siguientes subyacentes: cestas de valores, tipos de cambio, tipos de interés y materias primas.

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada período.

4 Sólo incluye el patrimonio de los ETF's nacionales debido a que no se dispone del patrimonio de los extranjeros.

n.d.: Dato no disponible.

1.3.3 Derivados no financieros
Negociación en MFAO¹

CUADRO 1.20

	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I ²
Número de contratos								
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante ³	46.405	48.091	135.705	29.615	36.455	42.310	27.325	36.195

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: febrero 2010.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I'
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	46	51	50	50	50	50	50	50
Sucursales	102	79	78	78	78	77	78	79
Representantes	6.657	6.041	6.102	5.840	5.930	5.991	6.102	6.120
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	53	50	50	49	49	49	50	53
Sucursales	12	9	9	8	9	9	9	8
Representantes	625	639	638	682	645	629	638	691
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	11	10	9	10	9	9	9	9
Sucursales	4	4	5	5	5	5	5	5
Representantes	6	6	5	6	5	5	5	5
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO²								
Entidades nacionales	-	-	16	-	3	6	16	22
ENTIDADES DE CRÉDITO³								
Entidades nacionales	201	195	193	196	196	194	193	194

1 Datos disponibles: febrero 2010.

2 Nuevo tipo de empresa de servicios de inversión, creada por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV), y regulada por la Circular 10/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3 Fuente: Banco de España.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I'
Total	1.766	2.232	2.345	2.270	2.300	2.363	2.345	2.420
ESI ² en el Espacio Económico Europeo	1.394	1.818	1.922	1.849	1.878	1.945	1.922	1.988
Con sucursal	29	37	36	35	35	36	36	35
En libre prestación de servicios	1.365	1.781	1.886	1.814	1.843	1.909	1.886	1.953
Entidades de crédito ³	372	414	423	421	422	418	423	432
Comunitarias	363	405	413	411	412	408	413	422
Con sucursal	52	56	53	54	54	54	53	54
En libre prestación de servicios	310	348	359	356	357	353	359	367
Filiales en libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	1	1
Extracomunitarias	9	9	10	10	10	10	10	10
Con sucursal	8	8	8	8	8	8	8	8
En libre prestación de servicios	1	1	2	2	2	2	2	2

1 Datos disponibles: febrero 2010.

2 Empresas de Servicios de Inversión.

3 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros	IV 2008				IV 2009			
	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total
RENTA FIJA								
Total	17.678	2.008.262	175.997	2.201.937	143.760	2.623.372	293.587	3.060.719
Sociedades de valores	16.333	369.111	47.439	432.883	123.596	47.846	47.566	219.008
Agencias de valores	1.345	1.639.151	128.558	1.769.054	20.164	2.575.526	246.021	2.841.711
RENTA VARIABLE								
Total	300.469	1.347	17.999	319.815	452.575	1.631	14.328	468.534
Sociedades de valores	279.226	1.142	16.579	296.947	440.298	1.416	12.846	454.560
Agencias de valores	21.243	205	1.420	22.868	12.277	215	1.482	13.974

1 Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros	IV 2008				IV 2009			
	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total
Total	121.370	1.821.900	571.685	2.514.955	866.465	2.080.429	540.795	3.487.689
Sociedades de valores	109.050	1.512.074	4.165	1.625.289	851.625	1.882.779	28.906	2.763.310
Agencias de valores	12.320	309.826	567.520	889.666	14.840	197.650	511.889	724.379

1 El importe de las operaciones de compraventa de activos financieros, futuros financieros sobre valores y tipos de interés, y otras operaciones sobre tipos de interés será el valor nominal o el notional de los valores o principal a los que alcance el contrato. El importe de las operaciones sobre opciones será el precio de ejercicio del instrumento subyacente multiplicado por el número de instrumentos comprometidos.

2 Datos acumulados del periodo.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

	IV 2008			IV 2009		
	Total	IIC	Otras ²	Total	IIC	Otras ²
NÚMERO DE CARTERAS						
Total	13.264	95	13.169	12.594	90	12.504
Sociedades de valores	7.074	18	7.056	6.557	16	6.541
Agencias de valores	3.298	45	3.253	3.460	45	3.415
Sociedades gestoras de cartera	2.892	32	2.860	2.577	29	2.548
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)						
Total	8.691.835	562.432	8.129.403	8.674.359	686.470	7.987.888
Sociedades de valores	3.603.707	105.549	3.498.158	3.293.125	153.472	3.139.653
Agencias de valores	2.208.684	278.878	1.929.806	2.405.275	346.156	2.059.120
Sociedades gestoras de cartera	2.879.444	178.005	2.701.439	2.975.958	186.842	2.789.116

1 Datos a final de periodo.

2 Incluye el resto de clientes, tanto cubiertos como no cubiertos por el Fondo de Garantía de Inversiones, según establece el RD 948/2001, del 3 de noviembre, sobre sistemas de indemnización de los inversores.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores¹

CUADRO 2.6

Miles de euros ²	2009			2010				
	2007	2008	2009	I	II	III	IV	I ³
I. Margen de intereses	-29.968	109.682	163.202	54.459	98.211	132.653	163.202	2.808
II. Comisiones netas	893.803	674.204	529.792	132.918	263.558	389.667	529.792	39.684
Comisiones percibidas	1.181.772	943.619	781.555	187.315	393.081	578.824	781.555	61.051
Tramitación y ejecución de órdenes	775.418	648.036	548.951	130.572	274.327	404.912	548.951	44.556
Colocación y aseguramiento de emisiones	62.145	42.502	25.726	12.301	21.567	23.616	25.726	1
Depósito y anotación de valores	25.351	21.198	16.183	4.224	7.911	11.993	16.183	1.442
Gestión de carteras	29.649	17.306	11.543	2.673	4.858	7.403	11.543	987
Diseño y asesoramiento	65.083	56.671	60.392	9.528	28.642	43.552	60.392	2.891
Búsqueda y colocación de paquetes	9	12	10	6	6	6	10	7
Operaciones de crédito al mercado	23	19	14	4	10	11	14	1
Comercialización de IIC ⁴	138.481	91.167	63.296	13.970	27.509	44.368	63.296	7.334
Otras	85.613	66.708	55.440	14.036	28.251	42.963	55.440	3.833
Comisiones satisfechas	287.969	269.415	251.763	54.397	129.523	189.157	251.763	21.367
III. Resultado de inversiones financieras ⁵	-239.572	800.194	43.855	36.623	51.163	56.609	43.855	8.069
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	486.643	-626.527	21.582	-38.326	383	1.697	21.582	3.175
V. Margen bruto	1.110.906	957.553	758.431	185.674	413.315	580.626	758.431	53.735
VI. Resultado de explotación	587.354	434.209	275.747	79.440	185.957	210.563	275.747	21.624
VII. Resultado de actividades continuadas	540.390	365.374	260.458	88.475	173.295	264.988	260.458	19.440
VIII. Resultado neto del ejercicio	540.390	367.665	260.458	88.475	173.295	264.988	260.458	19.440

1 A partir del IV trimestre de 2008 los datos proceden de la información remitida por las empresas de servicios de inversión según la nueva circular 7/2008 que modifica su régimen contable. Con el fin de homogeneizar las series de datos, se han introducido algunas modificaciones en los trimestres anteriores.

2 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

3 Datos disponibles: enero 2010.

4 En los periodos anteriores al IV trimestre de 2008 se refiere a "Suscripción y reembolso de IIC".

5 Denominado anteriormente "Beneficios netos en valores". No incluye la dotación de provisiones por minusvalías de la cartera de negociación, ni su aplicación y recuperación. Dichas partidas se contabilizan en "Resultado de explotación".

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores¹

CUADRO 2.7

Miles de euros ⁴	Total		Margen de intereses		Inversiones Financieras ²		Diferencias de cambio y otras partidas ³	
	IV 2008	IV 2009	IV 2008	IV 2009	IV 2008	IV 2009	IV 2008	IV 2009
Total	287.730	232.034	109.682	163.202	800.194	43.855	-622.146	24.977
Activos monetarios y deuda pública	11.092	7.078	9.079	944	2.013	6.134	-	-
Otros valores de renta fija	95.061	-151.744	105.779	70.882	-10.718	-222.625	-	-
Cartera interior	84.510	-163.811	103.789	68.618	-19.280	-232.429	-	-
Cartera exterior	10.552	12.067	1.990	2.264	8.562	9.803	-	-
Renta variable	-864.957	830.753	85.954	90.547	-950.911	740.206	-	-
Cartera interior	-123.462	301.567	48.072	64.677	-171.534	236.890	-	-
Cartera exterior	-741.494	529.186	37.882	25.870	-779.377	503.316	-	-
Derivados	1.777.948	-471.116	-	-	1.777.948	-471.116	-	-
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-38.740	-14.664	-38.740	-14.664	-	-	-	-
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	-	-	-	-
Depósito y otras operaciones con intermediarios	-54.396	862	-54.396	862	-	-	-	-
Diferencias de cambio netas	-643.539	22.437	-	-	-	-	-643.539	22.437
Otros productos y cargas de explotación	17.012	-854	-	-	-	-	17.012	-854
Otras operaciones	-11.752	9.281	2.005	14.630	-18.138	-8.744	4.381	3.395

1 Datos obtenidos de la información remitida por las empresas de servicios de inversión según la nueva circular 7/2008, que modifica su régimen contable.

2 Los resultados procedentes de inversiones financieras no incluyen la dotación, aplicación y recuperación de provisiones por minusvalías.

3 La columna que anteriormente aparecía como "Otras dotaciones" ha sido sustituida por una nueva columna que incluye, además de las dotaciones a provisiones para riesgos, los resultados por diferencias de cambio y otros productos y cargas de explotación.

4 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores¹

CUADRO 2.8

Miles de euros ²	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I ³
I. Margen de intereses	14.395	7.980	2.652	1.060	1.679	2.301	2.652	109
II. Comisiones netas	237.403	149.874	127.410	30.688	63.582	93.005	127.410	11.824
Comisiones percibidas	310.892	172.344	144.373	34.647	72.250	105.442	144.373	13.241
Tramitación y ejecución de órdenes	131.976	62.345	53.988	15.132	30.001	41.786	53.988	4.952
Colocación y aseguramiento de emisiones	2.501	4.847	2.989	307	1.081	1.148	2.989	90
Depósito y anotación de valores	1.680	676	509	73	166	343	509	30
Gestión de carteras	27.457	21.137	19.633	3.956	9.284	14.067	19.633	2.066
Diseño y asesoramiento	2.224	4.962	2.806	486	1.033	1.535	2.806	221
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	10	28	0	3	10	28	0
Comercialización de IIC ⁴	74.918	31.287	23.966	5.004	9.943	15.993	23.966	2.294
Otras	70.136	47.081	40.453	9.688	20.740	30.560	40.453	3.588
Comisiones satisfechas	73.489	22.470	16.963	3.959	8.668	12.437	16.963	1.417
III. Resultado de inversiones financieras ⁵	2.212	-1.176	1.709	-364	26	265	1.709	-219
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-407	3.526	-1.111	90	-289	-986	-1.111	-29
V. Margen bruto	253.603	160.204	130.661	31.474	64.998	94.585	130.661	11.684
VI. Resultado de explotación	85.423	20.377	9.090	-1.252	1.843	4.376	9.090	1.407
VII. Resultado de actividades continuadas	86.017	14.372	4.862	-1.775	125	3.725	4.862	1.252
VIII. Resultado neto del ejercicio	86.017	14.372	4.862	-1.775	125	3.725	4.862	1.252

1 A partir del IV trimestre de 2008 los datos proceden de la información remitida por las empresas de servicios de inversión según la nueva circular 7/2008 que modifica su régimen contable. Con el fin de homogeneizar las series de datos, se han introducido algunas modificaciones en los trimestres anteriores.

2 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

3 Datos disponibles: enero 2010.

4 En los períodos anteriores al IV trimestre de 2008 se refiere a "Suscripción y reembolso de IIC".

5 Denominado anteriormente "Beneficios netos en valores". No incluye la dotación de provisiones por minusvalías de la cartera de negociación, ni su aplicación y recuperación. Dichas partidas se contabilizan en "Resultado de explotación".

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera¹

CUADRO 2.9

Miles de euros ²				2009				2010
	2007	2008	2009	I	II	III	IV	I ³
I. Margen de intereses	1.442	1.482	341	163	247	305	341	18
II. Comisiones netas	15.501	12.044	10.820	2.632	5.175	7.964	10.820	1.943
Comisiones percibidas	27.340	23.877	21.835	5.416	10.653	16.237	21.835	3.112
Gestión de carteras	24.239	20.683	18.549	4.683	8.995	13.634	18.549	2.114
Diseño y asesoramiento	2.614	2.484	2.698	595	1.316	2.141	2.698	949
Comercialización de IIC ⁴	34	66	18	5	7	9	18	3
Otras	453	644	571	134	335	453	571	46
Comisiones satisfechas	11.839	11.833	11.016	2.784	5.479	8.273	11.016	1.169
III. Resultado de inversiones financieras ⁵	96	-108	92	-53	25	91	92	-7
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-37	-418	-383	-119	-247	-308	-383	-30
V. Margen bruto	17.002	13.000	10.869	2.624	5.200	8.051	10.869	1.925
VI. Resultado de explotación	6.896	1.157	1.395	277	508	1.150	1.395	1.173
VII. Resultado de actividades continuadas	4.837	765	961	112	291	836	961	1.056
VIII. Resultado neto del ejercicio	4.837	765	961	112	291	836	961	1.056

1 A partir del IV trimestre de 2008 los datos proceden de la información remitida por las empresas de servicios de inversión según la nueva circular 7/2008 que modifica su régimen contable. Con el fin de homogeneizar las series de datos, se han introducido algunas modificaciones en los trimestres anteriores.

2 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

3 Datos disponibles: enero 2010.

4 En los períodos anteriores al IV trimestre de 2008 se refiere a "Suscripción y reembolso de IIC".

5 Denominado anteriormente "Beneficios netos en valores". No incluye la dotación de provisiones por minusvalías de la cartera de negociación, ni su aplicación y recuperación. Dichas partidas se contabilizan en "Resultado de explotación".

Margen de cobertura de los recursos propios sobre el coeficiente de solvencia^{1,2}

CUADRO 2.10

Miles de euros	Exceso		Número de entidades según porcentaje del exceso									
	Importe total	% ³	< 50	<100	<150	<200	<300	<400	<500	<750	<1000	>1000
Total	1.456.878	335,27	17	16	14	12	15	5	4	15	5	6
Sociedades de valores	1.367.343	364,42	2	5	5	3	12	4	4	7	3	5
Agencias de valores	67.292	151,58	14	10	6	7	3	1	0	7	2	0
Sociedades gestoras de cartera	22.243	148,92	1	1	3	2	0	0	0	1	0	1

1 Datos disponibles: diciembre 2009.

2 Cuadro elaborado a partir de la información remitida a la CNMV según la nueva circular CR CNMV 12/2008 sobre solvencia de las empresas de servicios de inversión.

3 El porcentaje medio se obtiene ponderando por los recursos propios exigibles de cada entidad. Es un indicador del número de veces, en términos porcentuales, que el exceso contiene a los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos¹

CUADRO 2.11

	Número de entidades según su rentabilidad anualizada										
	Media ²	Pérdidas	0-5%	6-15%	16-30%	31-45%	46-60%	61-75%	76-100%	>100%	
Total	18,37	27	20	19	18	10	2	5	1	7	
Sociedades de valores	19,23	11	7	12	8	3	2	3	1	3	
Agencias de valores	9,64	14	12	5	8	5	0	2	0	4	
Sociedades gestoras de cartera	3,97	2	1	2	2	2	0	0	0	0	

1 Datos disponibles: diciembre 2009.

2 Media ponderada por fondos propios, en %.

3 Instituciones de inversión colectiva^{a,b,c,d}

Número, gestoras y depositarias de instituciones de inversión colectiva registradas en la CNMV

CUADRO 3.1

	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I'
Total IIC de carácter financiero	6.296	6.354	5.892	6.294	6.168	6.050	5.892	5.828
Fondos de inversión	2.954	2.943	2.593	2.898	2.808	2.705	2.593	2.541
Sociedades de inversión	3.290	3.347	3.232	3.330	3.294	3.278	3.232	3.218
IIC de inversión libre	31	40	38	40	40	40	38	37
IIC de inversión libre	21	24	29	26	26	27	29	32
Total IIC inmobiliarias	18	18	16	18	17	16	16	16
Fondos de inversión inmobiliaria	9	9	8	9	8	8	8	8
Sociedades de inversión inmobiliaria	9	9	8	9	9	8	8	8
Total IIC extranjeras comercializadas en España	440	563	582	566	555	577	582	599
Fondos extranjeros comercializados en España	225	312	324	313	309	327	324	338
Sociedades extranjeras comercializadas en España	215	251	258	253	246	250	258	261
SGIIC	120	120	120	120	120	121	120	120
Depositarias IIC	126	125	124	125	125	124	124	124

1 Datos disponibles: febrero 2010.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I'
Total IIC de carácter financiero	8.487.205	6.358.730	5.894.907	6.053.408	5.921.511	5.878.213	5.894.907	5.907.059
Fondos de inversión	8.053.049	5.923.346	5.475.403	5.626.786	5.498.325	5.461.473	5.475.403	5.488.163
Sociedades de inversión	434.156	435.384	419.504	426.622	423.186	416.740	419.504	418.896
Total IIC inmobiliarias	146.353	98.327	84.511	96.222	90.398	88.832	84.511	84.594
Fondos de inversión inmobiliaria	145.510	97.390	83.583	95.284	89.461	87.903	83.583	83.666
Sociedades de inversión inmobiliaria	843	937	928	938	937	929	928	927
Total IIC extranjeras comercializadas en España	850.931	592.994	n.d.	510.695	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Fondos extranjeros comercializados en España	142.782	104.287	n.d.	75.486	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Sociedades extranjeras comercializadas en España	708.149	488.707	n.d.	435.209	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

1 Datos disponibles: enero 2010. Estos datos son de remisión trimestral para Sociedades de Inversión y para IIC extranjeras por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.

n.d.: Dato no disponible.

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I'
Total IIC de carácter financiero	286.522,40	200.522,20	196.472,5	192.776,1	191.952,4	195.352,4	196.472,5	194.973,8
Fondos de inversión ²	255.040,9	175.865,3	170.547,7	168.829,4	167.160,9	169.458,4	170.547,7	169.329,4
Sociedades de inversión	31.481,5	24.656,9	25.924,8	23.946,7	24.791,5	25.894,0	25.924,8	25.644,4
Total IIC inmobiliarias	9.121,4	7.778,8	6.773,7	7.127,2	6.907,9	6.807,3	6.773,7	6.752,8
Fondos de inversión inmobiliaria	8.608,5	7.406,9	6.465,1	6.758,1	6.547,2	6.494,3	6.465,1	6.444,3
Sociedades de inversión inmobiliaria	512,9	371,9	308,6	369,1	360,7	313,0	308,6	308,5
Total IIC extranjeras comercializadas en España	37.092,7	18.169,3	n.d.	14.639,3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Fondos extranjeros comercializados en España	7.010,3	2.463,8	n.d.	1.661,8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Sociedades extranjeras comercializadas en España	30.082,4	15.705,5	n.d.	12.977,6	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

1 Datos disponibles: enero 2010. Estos datos son de remisión trimestral para IIC extranjeras por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.

2 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en enero de 2010, del orden de 9.000 millones de euros.

n.d.: Dato no disponible.

- a En las referencias a los "Fondos de inversión" de todo el capítulo, no se incluyen los fondos de inversión libre ni los fondos de IIC de inversión libre.
- b Como consecuencia de la entrada en vigor, el 31 de diciembre de 2008, de las nuevas circulares CR CNMV 3/2008 y CR CNMV 7/2008, en las que se modifica la información contable a remitir a la CNMV puede haber modificaciones en los cuadros con el fin de adaptarse a las anteriores.
- c A partir del Boletín 2009-II se agruparán los datos de IIC de inversión libre y los de IIC de inversión libre en el cuadro 3.12.
- d A partir de Marzo 2009 cuando se hace referencia a las IIC extranjeras (patrimonio y número de partícipes) no se incluyen los datos de los ETF.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión de carácter financiero¹

CUADRO 3.4

Millones de euros	2007	2008	2009	2008		2009			
				IV	I	II	III	IV	
Patrimonio	255.040,9	175.865,5	170.547,7	175.865,5	168.829,4	167.161,0	169.458,4	170.547,7	
Cartera de inversiones financieras	239.266,6	166.384,7	163.165,5	166.384,7	161.288,0	159.013,4	161.747,5	163.165,5	
Cartera interior	134.564,1	107.346,9	100.642,7	107.346,9	104.282,0	100.254,7	101.271,6	100.642,7	
Valores representativos de deuda	103.798,8	81.904,0	74.629,0	81.904,0	80.121,5	76.128,9	76.391,9	74.629,0	
Instrumentos de patrimonio	11.550,1	4.023,1	4.741,0	4.023,1	3.265,8	3.744,5	4.453,4	4.741,0	
Instituciones de inversión colectiva	18.662,1	10.134,3	9.041,5	10.134,3	9.037,4	8.300,3	8.122,9	9.041,5	
Depósitos en EECC	-	10.657,5	11.552,2	10.657,5	11.228,8	11.436,7	11.681,3	11.552,2	
Derivados	553,2	627,9	679,0	627,9	628,4	644,4	622,2	679,0	
Otros	-	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
Cartera exterior	104.702,5	59.036,0	62.487,0	59.036,0	56.983,3	58.732,0	60.440,5	62.487,0	
Valores representativos de deuda	66.604,8	49.660,5	48.435,2	49.660,5	49.058,9	49.431,8	48.807,4	48.435,2	
Instrumentos de patrimonio	16.731,6	5.216,1	7.784,3	5.216,1	4.374,4	5.395,4	6.655,1	7.784,3	
Instituciones de inversión colectiva	16.924,4	3.524,5	5.665,4	3.524,5	3.153,8	3.582,0	4.444,6	5.665,4	
Depósitos en EECC	-	17,5	82,4	17,5	0,8	4,3	27,4	82,4	
Derivados	4.441,7	599,5	518,7	599,5	383,9	317,8	505,1	518,7	
Otros	-	17,9	1,1	17,9	11,3	0,7	1,0	1,1	
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	-	1,7	35,8	1,7	22,8	26,6	35,3	35,8	
Inmovilizado intangible	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Inmovilizado material	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Tesorería	15.413,5	8.703,2	7.268,2	8.703,2	7.144,9	7.897,4	7.456,9	7.268,2	
Neto deudores/acreedores	360,8	777,7	114,1	777,7	396,5	250,3	254,0	114,1	

¹ No se incluye información de la inversión libre puesto que la Circular 3/2008 concede a estas entidades un plazo distinto para el envío a la CNMV de su información reservada.

Distribución del patrimonio social de las sociedades de inversión de carácter financiero

CUADRO 3.5

Millones de euros	2007	2008	2009	2008		2009			
				IV	I	II	III	IV	
Patrimonio	31.481,5	24.656,8	25.924,8	24.656,8	23.946,7	24.791,5	25.894,0	25.924,8	
Cartera de inversiones financieras	30.037,4	23.445,9	24.813,9	23.445,9	22.877,5	23.501,7	24.849,6	24.813,9	
Cartera interior	17.075,3	16.175,1	13.514,7	16.175,1	15.289,2	14.766,2	14.457,6	13.514,7	
Valores representativos de deuda	9.516,5	10.434,1	7.400,4	10.434,1	10.057,8	9.248,2	8.237,0	7.400,4	
Instrumentos de patrimonio	6.174,4	3.214,9	3.376,3	3.214,9	2.585,8	2.871,8	3.363,8	3.376,3	
Instituciones de inversión colectiva	1.362,3	1.108,8	1.091,1	1.108,8	1.125,6	1.151,8	1.171,2	1.091,1	
Depósitos en EECC	-	1.383,2	1.631,9	1.383,2	1.507,8	1.481,8	1.665,8	1.631,9	
Derivados	22,1	9,8	-6,6	9,8	-5,1	-4,5	-4,3	-6,6	
Otros	-	24,4	21,7	24,4	17,3	17,1	24,1	21,7	
Cartera exterior	12.962,2	7.267,9	11.294,2	7.267,9	7.584,1	8.730,3	10.386,2	11.294,2	
Valores representativos de deuda	2.189,9	2.609,7	4.606,5	2.609,7	3.425,7	3.904,1	4.502,7	4.606,5	
Instrumentos de patrimonio	5.120,0	2.014,6	3.559,4	2.014,6	1.794,6	2.314,7	3.099,6	3.559,4	
Instituciones de inversión colectiva	5.426,7	2.486,4	2.987,4	2.486,4	2.241,9	2.399,4	2.638,4	2.987,4	
Depósitos en EECC	-	28,9	26,3	28,9	15,9	5,4	30,3	26,3	
Derivados	225,6	120,5	113,1	120,5	102,2	104,1	113,7	113,1	
Otros	-	7,8	1,6	7,8	3,8	2,5	1,6	1,6	
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	-	2,8	5,1	2,8	4,3	5,1	5,8	5,1	
Inmovilizado intangible	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Inmovilizado material	-	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	
Tesorería	1.182,2	1.021,0	975,9	1.021,0	902,6	1.079,5	970,2	975,9	
Neto deudores/acreedores	261,8	188,8	134,8	188,8	166,4	210,1	74,0	134,8	

	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I ²
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	2.926	2.912	2.536	2.830	2.735	2.628	2.536	2.524
Renta fija ³	600	629	582	631	612	598	582	576
Renta fija mixta ⁴	204	195	169	193	190	171	169	169
Renta variable mixta ⁵	207	202	165	191	181	174	165	164
Renta variable euro ⁶	247	237	182	235	193	185	182	182
Renta variable internacional ⁷	357	330	242	304	271	252	242	240
Garantizado renta fija	251	260	233	249	253	241	233	236
Garantizado renta variable ⁸	590	590	561	586	610	593	561	557
Fondos globales	470	469	187	441	208	193	187	184
De gestión pasiva ⁹	-	-	69	-	69	69	69	69
Retorno absoluto ⁹	-	-	146	-	148	152	146	147
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	8.053.049	5.923.346	5.475.403	5.626.786	5.498.325	5.461.473	5.475.403	5.488.163
Renta fija ³	2.763.442	2.204.652	2.041.487	2.145.607	2.067.091	2.044.082	2.041.487	2.032.936
Renta fija mixta ⁴	493.786	277.629	290.151	247.833	241.097	254.599	290.151	295.163
Renta variable mixta ⁵	331.214	209.782	182.542	194.064	187.244	184.985	182.542	182.822
Renta variable euro ⁶	577.522	377.545	299.353	339.285	270.079	277.093	299.353	303.254
Renta variable internacional ⁷	800.556	467.691	458.097	431.575	419.928	434.299	458.097	469.492
Garantizado renta fija	549.108	538.799	570.963	525.387	540.428	550.041	570.963	591.945
Garantizado renta variable ⁸	1.715.144	1.402.948	1.188.304	1.339.367	1.339.321	1.271.266	1.188.304	1.159.101
Fondos globales	822.277	444.300	88.337	403.668	96.581	79.288	88.337	88.937
De gestión pasiva ⁹	-	-	85.403	-	91.738	97.399	85.403	86.803
Retorno absoluto ⁹	-	-	270.766	-	244.818	268.421	270.766	277.710
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	255.040,9	175.865,2	170.547,7	168.829,1	167.160,9	169.458,4	170.547,7	169.329,4
Renta fija ³	113.234,1	92.813,1	84.657,2	91.472,9	86.711,3	85.935,6	84.657,2	83.846,2
Renta fija mixta ⁴	13.011,9	5.803,0	8.695,5	5.282,6	5.421,8	6.322,4	8.695,5	8.856,0
Renta variable mixta ⁵	8.848,0	3.958,8	3.879,6	3.301,7	3.480,1	3.812,4	3.879,6	3.819,7
Renta variable euro ⁶	16.589,7	5.936,9	6.321,6	4.778,1	4.945,9	6.094,1	6.321,6	6.030,7
Renta variable internacional ⁷	13.948,0	4.256,6	5.902,4	3.808,7	4.108,3	5.020,9	5.902,4	5.964,6
Garantizado renta fija	17.674,4	21.281,6	21.033,4	20.952,0	21.664,1	21.322,7	21.033,4	21.455,2
Garantizado renta variable ⁸	42.042,1	30.742,4	25.665,8	29.433,3	29.120,6	27.835,8	25.665,8	24.810,4
Fondos globales	29.692,6	11.072,8	3.872,5	9.799,8	3.350,7	3.400,4	3.872,5	3.902,3
De gestión pasiva ⁹	-	-	3.216,6	-	2.714,5	3.066,3	3.216,6	3.135,7
Retorno absoluto ⁹	-	-	7.303,0	-	5.643,6	6.647,7	7.303,0	7.508,5

1 Fondos que han remitido estados reservados (no incluye por tanto fondos en proceso de disolución o liquidación).

2 Datos disponibles: enero 2010.

3 Hasta 1T09 incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, renta fija internacional y monetarios. Desde 2T09 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios. Hasta diciembre de 2006 incluía FIAMM.

4 Hasta 1T09 incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.

5 Hasta 1T09 incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.

6 Hasta 1T09 incluye: Renta variable nacional y Renta variable euro. Desde 2T09 incluye Renta variable euro (que ya incluye RVN).

7 Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EEUU, RVI Emergentes y RVI Otros. Desde 2T09: RVI.

8 Hasta 1T09: GRV. Desde 2T09: GRV y Garantía Parcial.

9 Nuevas categorías desde 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos Globales.

Fondos de inversión de carácter financiero: Distribución de los partícipes y del patrimonio según la naturaleza de los partícipes¹

CUADRO 3.7

	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I ²
PARTÍCIPES	8.053.049	5.923.346	5.475.403	5.626.786	5.498.325	5.461.473	5.475.403	5.488.163
Personas físicas	7.814.633	5.754.043	5.322.190	5.465.873	5.343.778	5.309.003	5.322.214	5.334.302
Residentes	7.721.427	5.677.116	5.236.839	5.391.902	5.271.331	5.238.302	5.252.126	5.264.398
No residentes	93.206	76.927	85.351	73.971	72.447	70.701	70.088	69.904
Personas jurídicas	238.416	169.303	153.213	160.913	154.547	152.470	153.189	153.861
Entidades de crédito	2.235	1.713	698	705	689	673	674	662
Otros agentes residentes	234.376	166.041	151.479	158.816	152.453	150.398	151.479	152.176
Entidades no residentes	1.805	1.549	1.036	1.392	1.405	1.399	1.036	1.023
PATRIMONIO (millones de euros)	255.041,0	175.865,5	170.547,7	168.829,4	167.160,9	169.458,4	170.547,7	169.329,4
Personas físicas	190.512,2	135.756,2	132.860,2	132.447,7	131.675,4	133.194,9	132.860,5	131.801,5
Residentes	187.746,8	133.878,0	130.680,7	130.481,7	129.704,0	131.331,5	130.954,4	129.858,0
No residentes	2.765,4	1.878,2	2.179,5	1.966,0	1.971,4	1.863,4	1.906,0	1.943,5
Personas jurídicas	64.528,7	40.109,3	37.687,5	36.381,7	35.485,6	36.263,5	37.687,2	37.527,9
Entidades de crédito	5.721,0	4.193,0	2.572,3	2.339,4	2.319,6	2.455,5	2.572,0	2.514,6
Otros agentes residentes	56.974,4	34.738,0	34.065,1	33.151,7	32.275,4	32.833,8	34.065,1	33.984,3
Entidades no residentes	1.833,3	1.178,4	1.050,1	890,5	890,6	974,1	1.050,1	1.029,0

1 No incluye datos de inversión libre.

2 Dato disponible: enero 2010.

Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo¹

CUADRO 3.8

Millones de euros	2007	2008	2009 ²	2008	2009	II	III	IV
				IV	I			
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	180.943,1	135.461,7	109.915,2	31.077,6	23.902,8	24.085,5	28.762,7	33.164,2
Renta fija	116.323,9	101.909,7	73.718,8	24.475,2	18.299,3	15.572,6	19.696,6	20.150,3
Renta fija mixta	5.859,4	1.914,5	5.267,6	739,4	361,9	515,0	1.081,7	3.309,0
Renta variable mixta	2.749,8	1.350,2	1.135,4	192,9	71,0	156,3	541,5	366,6
Renta variable nacional	9.625,7	2.858,0	2.183,8	576,2	362,1	489,3	589,2	743,2
Renta variable internacional	11.408,2	3.309,6	2.929,5	336,1	390,8	598,4	775,0	1.165,3
Garantizado renta fija	9.161,3	11.937,0	11.755,4	2.974,9	3.180,6	3.783,2	2.544,8	2.246,8
Garantizado renta variable	8.070,6	6.544,7	5.589,1	785,4	636,5	1.369,3	1.683,7	1.899,6
Fondos globales	17.744,2	5.638,0	2.754,4	997,5	600,6	971,5	389,4	792,9
De gestión pasiva	-	-	535,5	-	-	62,1	204,4	269,0
Retorno absoluto	-	-	4.045,7	-	-	567,8	1.256,4	2.221,5
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	202.827,1	202.864,1	122.617,5	49.397,6	30.018,9	29.142,2	30.511,1	32.945,1
Renta fija	122.178,3	124.242,9	81.197,6	32.332,9	19.963,9	19.433,2	20.090,1	21.710,4
Renta fija mixta	7.809,6	8.136,6	2.724,4	1.946,2	806,2	549,3	576,6	792,3
Renta variable mixta	4.023,0	4.675,6	1.596,5	854,7	493,0	284,4	554,2	264,9
Renta variable euro	12.438,0	8.617,2	2.457,8	1.151,9	751,4	515,9	455,6	734,9
Renta variable internacional	14.358,4	8.657,3	2.165,3	965,6	506,3	592,0	457,5	609,5
Garantizado renta fija	6.430,6	9.499,1	15.004,5	3.760,4	3.587,1	3.300,3	4.046,6	4.070,5
Garantizado renta variable	11.602,6	18.216,4	10.990,8	4.715,6	2.372,5	2.944,0	3.100,2	2.574,1
Fondos globales	23.986,6	20.819,0	2.548,6	3.670,3	1.538,5	588,0	141,6	280,5
De gestión pasiva	-	-	708,0	-	-	307,8	164,3	235,9
Retorno absoluto	-	-	3.224,0	-	-	627,3	924,6	1.672,1

1 Datos estimados.

2 El dato para los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto corresponde a los tres últimos trimestres del año.

**Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo: Suscripciones/
reembolsos netos y rendimientos netos¹**

CUADRO 3.9

Millones de euros	2007	2008	2009 ²	2008	2009			
				IV	I	II	III	IV
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS³								
Total fondos de inversión	-21.884,0	-67.402,4	-12.702,3	-18.320,0	-6.116,1	-5.056,7	-1.748,4	219,1
Renta fija	-5.854,4	-22.333,2	-7.478,8	-7.857,7	-1.664,6	-3.860,6	-393,5	-1.560,1
Renta fija mixta	-1.950,2	-6.222,1	2.543,2	-1.206,8	-444,3	-34,3	505,1	2.516,7
Renta variable mixta	-1.273,2	-3.325,4	-461,1	-661,8	-422,0	-128,1	-12,7	101,7
Renta variable euro	-2.812,3	-5.759,2	-274,0	-575,7	-389,3	-26,6	133,6	8,3
Renta variable internacional	-2.950,2	-5.347,7	764,2	-629,5	-115,5	6,4	317,5	555,8
Garantizado renta fija	2.730,7	2.437,9	-3.249,1	-785,5	-406,5	482,9	-1.501,8	-1.823,7
Garantizado renta variable	-3.532,0	-11.671,7	-5.401,7	-3.930,2	-1.736,0	-1.574,7	-1.416,5	-674,5
Fondos globales	-6.242,4	-15.181,0	205,8	-2.672,8	-937,9	383,5	247,8	512,4
De gestión pasiva	-	-	-172,5	-	-	-245,7	40,1	33,1
Retorno absoluto	-	-	821,7	-	-	-59,5	331,8	549,4
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	6.675,6	-11.988,0	8.389,8	-2.945,0	-654,8	3.657,3	4.022,8	1.364,5
Renta fija	3.082,8	1.927,7	1.535,3	227,3	193,4	491,6	657,9	192,4
Renta fija mixta	287,0	-716,8	507,9	-219,4	-66,7	184,3	229,7	160,6
Renta variable mixta	266,1	-1.589,0	529,9	-506,2	-207,0	313,9	346,4	76,6
Renta variable euro	1.072,5	-5.172,6	1.477,1	-1.481,7	-764,6	1.065,0	981,7	195,0
Renta variable internacional	21,0	-4.092,4	1.309,0	-1.080,1	-304,2	652,6	606,0	354,6
Garantizado renta fija	441,5	597,6	830,5	264,5	311,6	225,4	206,0	87,5
Garantizado renta variable	1.037,0	-1.310,4	1.024,0	345,1	335,9	263,9	381,2	43,0
Fondos globales	467,7	-1.632,1	272,2	-494,5	-153,2	205,4	152,7	67,3
De gestión pasiva	-	-	657,8	-	-	193,0	330,3	134,5
Retorno absoluto	-	-	246,4	-	-	62,2	131,0	53,2

1 Fondos que han remitido estados reservados (no incluye por tanto fondos en proceso de disolución o liquidación).

2 El dato para los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto corresponde a los tres últimos trimestres del año.

3 Datos estimados.

Detalle de los rendimientos netos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2007	2008	2009 ¹	2008	2009	II	III	IV
				IV	I			
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	3,45	-4,09	6,13	-0,71	-0,13	2,39	2,71	1,09
Renta fija	3,32	2,53	2,69	0,57	0,39	0,74	0,99	0,44
Renta fija mixta	2,98	-5,75	9,34	-1,91	-0,91	3,72	4,43	2,46
Renta variable mixta	4,25	-23,30	16,44	-9,30	-5,60	9,51	9,99	2,45
Renta variable euro	7,04	-47,02	31,02	-14,08	-14,44	20,00	18,78	3,73
Renta variable internacional	2,00	-49,55	33,16	-20,91	-9,83	16,86	14,22	7,23
Garantizado renta fija	3,25	3,39	4,10	1,48	1,64	1,23	0,99	0,57
Garantizado renta variable	3,65	-1,88	5,08	1,65	1,48	1,23	1,74	0,49
Fondos globales	2,57	-7,36	10,82	-4,01	-1,16	4,67	5,17	2,16
De gestión pasiva	-	-	-	-	-	14,13	11,63	4,60
Retorno absoluto	-	-	-	-	-	1,67	2,44	1,11
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	1,00	0,87	0,87	0,22	0,21	0,21	0,23	0,23
Renta fija	0,61	0,58	0,63	0,17	0,15	0,15	0,16	0,17
Renta fija mixta	1,13	1,14	1,14	0,29	0,29	0,29	0,31	0,31
Renta variable mixta	1,54	1,54	1,58	0,39	0,38	0,39	0,40	0,40
Renta variable euro	1,65	1,60	1,75	0,42	0,40	0,43	0,45	0,45
Renta variable internacional	1,79	1,69	1,79	0,42	0,39	0,44	0,45	0,47
Garantizado renta fija	0,62	0,49	0,65	0,14	0,13	0,14	0,15	0,16
Garantizado renta variable	1,30	1,29	1,26	0,35	0,33	0,33	0,34	0,31
Fondos globales	1,16	1,04	1,08	0,28	0,27	0,28	0,31	0,27
De gestión pasiva	-	-	-	-	-	0,15	0,17	0,17
Retorno absoluto	-	-	-	-	-	0,28	0,30	0,29
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,09	0,08	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,09	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,10	0,11	0,10	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable euro	0,10	0,10	0,10	0,03	0,03	0,02	0,02	0,03
Renta variable internacional	0,12	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,08	0,07	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,10	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Fondos globales	0,10	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	-	-	-	-	-	0,02	0,02	0,02
Retorno absoluto	-	-	-	-	-	0,02	0,02	0,02

¹ No se incluyen los datos anuales de los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto ya que esa vocación entro en vigor con la Circular 1/2009, a partir del segundo trimestre de 2009.

Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por tipo de fondo

CUADRO 3.11

En %	2007	2008	2009 ¹	2008	2009	II	III	IV
				IV	I			
Total fondos de inversión	2,73	-4,21	5,73	-0,96	-0,32	2,43	2,80	0,73
Renta fija	2,68	2,06	1,91	0,45	0,23	0,55	0,88	0,24
Renta fija mixta	2,01	-7,14	6,85	-2,43	-1,51	3,48	4,18	0,63
Renta variable mixta	2,79	-22,21	16,47	-9,02	-5,66	9,86	10,18	1,99
Renta variable euro	6,05	-39,78	32,41	-17,45	-13,02	23,34	19,76	3,06
Renta variable internacional	1,31	-41,71	37,28	-20,82	-6,60	20,08	15,15	6,30
Garantizado renta fija	2,80	3,29	3,81	1,45	1,14	0,94	1,31	0,37
Garantizado renta variable	2,46	-2,61	3,56	1,50	1,11	0,85	1,40	0,16
Fondos globales	1,58	-8,64	10,90	-3,88	-1,33	4,90	5,18	1,87
De gestión pasiva	-	-	-	-	-	16,50	12,09	4,61
Retorno absoluto	-	-	-	-	-	1,54	1,90	0,70

¹ No se incluye la rentabilidad anual de los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto ya que esa vocación entro en vigor con la Circular 1/2009, a partir del segundo trimestre de 2009.

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2006	2007	2008	2008	2009			
				IV	I	II	III	IV ¹
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	21	1.127	1.589	1.589	1.551	1.768	1.778	1.874
Patrimonio (millones de euros)	24,4	445,8	539,4	539,4	451,4	536,9	602,6	627,7
Suscripciones (millones de euros)	24,4	378,2	390,4	21,6	23,5	71,6	66,5	41,5
Reembolsos (millones de euros)	0,1	2,6	256,7	47,6	108,3	17,5	24,5	18,9
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	24,3	164,7	134,3	-26,0	-84,8	54,1	41,9	22,6
Rendimientos netos (millones euros)	0,1	0,2	-39,1	-30,9	2,7	25,7	25,9	2,5
Rentabilidad (en %)	n.s.	0,84	-4,82	-3,59	-0,40	8,12	5,21	0,44
Rendimientos de gestión (%) ²	n.s.	0,57	-2,51	-6,29	0,31	5,84	5,25	0,87
Gastos comisión de gestión (%) ²	n.s.	1,39	2,50	0,78	0,65	0,75	0,65	0,42
Gastos de financiación (%) ²	n.s.	0,33	0,16	0,02	0,02	0,03	0,02	0,02
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	2	3.950	8.516	8.516	5.646	5.577	5.303	5.429
Patrimonio (millones de euros)	0,6	1.000,6	1.021,3	1.021,3	775,2	709,5	846,9	834,3
Suscripciones (millones de euros)	0,6	1.071,2	967,3	161,5	35,5	9,2	170,1	-
Reembolsos (millones de euros)	0,0	65,9	616,6	215,9	294,6	93,3	56,6	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	0,6	1.005,5	350,7	-54,4	-259,1	-84,1	113,5	-
Rendimientos netos (millones euros)	0,0	-9,6	-245,7	-244,9	13,1	32,0	28,3	-
Rentabilidad (en %)	n.s.	-0,43	-17,80	-9,84	1,34	2,59	2,88	0,41
Rendimientos de gestión (%) ³	n.s.	-1,36	-17,84	-18,14	1,91	2,86	3,29	-
Gastos comisión de gestión (%) ³	n.s.	1,15	1,63	0,45	0,35	0,37	0,41	-
Gastos comisión de depósito (%) ³	n.s.	0,06	0,11	0,03	0,03	0,03	0,02	-

1 Datos disponibles: noviembre 2009. Rentabilidad calculada para el período septiembre - noviembre.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

n.s.: Dato no significativo.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 3.13

	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I ³
NÚMERO DE CARTERAS								
Fondos de inversión	2.954	2.943	2.593	2.898	2.808	2.705	2.593	2.582
Sociedades de inversión	3.181	3.240	3.124	3.226	3.194	3.175	3.124	3.119
IIC de IIC de inversión libre	31	40	38	40	40	40	38	37
IIC de inversión libre	21	24	28	25	25	26	28	29
Fondos de inversión inmobiliaria	9	9	8	9	8	8	8	8
Sociedades de inversión inmobiliaria	9	9	8	9	9	8	8	8
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	255.040,9	175.850,2	170.547,7	168.829,6	167.161,0	169.458,4	170.547,7	169.329,4
Sociedades de inversión	30.300,0	24.038,8	24.953,0	23.132,7	23.941,7	24.966,5	24.953,0	24.682,8
IIC de IIC de inversión libre ²	1.000,6	1.021,3	-	775,2	709,5	846,9	834,3	-
IIC de inversión libre ²	445,8	539,4	-	451,4	530,8	596,8	621,7	-
Fondos de inversión inmobiliaria	8.608,5	7.406,9	6.465,1	6.758,1	6.547,2	6.494,3	6.465,1	6.444,3
Sociedades de inversión inmobiliaria	512,9	371,9	308,5	369,2	360,7	313,0	308,5	308,6

1 A partir del II trimestre 2009, se considera gestionado por SGIIC el 100% del patrimonio de las SICAV cogestionadas por SGIIC y otra/s distintas de SGIIC.

2 Datos disponibles para el cuarto trimestre de 2009: noviembre 2009.

3 Datos disponibles: enero 2010.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2007	2008	2009	2008	2009			
				IV	I	II	III	IV
VOLUMEN DE INVERSIÓN ² (millones de euros)	37.092,7	18.169,3	n.d.	18.169,3	14.639,3	n.d.	n.d.	n.d.
Fondos	7.010,3	2.463,8	n.d.	2.463,8	1.661,8	n.d.	n.d.	n.d.
Sociedades	30.082,4	15.705,5	n.d.	15.705,5	12.977,6	n.d.	n.d.	n.d.
Nº DE INVERSORES	850.931	592.994	n.d.	592.994	510.695	n.d.	n.d.	n.d.
Fondos	142.782	104.287	n.d.	104.287	75.486	n.d.	n.d.	n.d.
Sociedades	708.149	488.707	n.d.	488.707	435.209	n.d.	n.d.	n.d.
Nº DE INSTITUCIONES	440	563	n.d.	563	566	n.d.	n.d.	n.d.
Fondos	225	312	n.d.	312	313	n.d.	n.d.	n.d.
Sociedades	215	251	n.d.	251	253	n.d.	n.d.	n.d.
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	229	274	n.d.	274	275	n.d.	n.d.	n.d.
Francia	122	161	n.d.	161	161	n.d.	n.d.	n.d.
Irlanda	52	63	n.d.	63	64	n.d.	n.d.	n.d.
Alemania	15	16	n.d.	16	17	n.d.	n.d.	n.d.
Reino Unido	12	14	n.d.	14	14	n.d.	n.d.	n.d.
Holanda	1	1	n.d.	1	1	n.d.	n.d.	n.d.
Austria	5	28	n.d.	28	28	n.d.	n.d.	n.d.
Bélgica	3	5	n.d.	5	5	n.d.	n.d.	n.d.
Malta	1	1	n.d.	1	1	n.d.	n.d.	n.d.

1 Desde diciembre 2008 no se incluyen los datos volumen de inversión y número de inversores de los ETF.

2 Volumen de inversión: Importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del periodo, por su valor en euros en dicha fecha.

n.d.: Dato no disponible.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 3.15

	2007	2008	2009	2009				2010
				I	II	III	IV	I ¹
FONDOS								
Número	9	9	8	9	8	8	8	8
Partícipes	145.510	97.390	83.583	95.284	89.461	87.903	83.583	83.666
Patrimonio (millones de euros)	8.608,5	7.406,9	6.465,1	6.758,1	6.547,2	6.494,3	6.465,1	6.444,2
Rentabilidad (%)	1,27	0,69	-8,31	-4,50	-1,23	-1,37	-1,45	-0,43
SOCIEDADES								
Número	9	9	8	9	9	8	8	8
Accionistas	843	937	928	938	937	929	928	927
Patrimonio (millones de euros)	512,9	371,9	308,6	369,1	360,7	313,0	308,6	308,5

1 Datos disponibles: enero 2010. En este caso, la rentabilidad es mensual.

