



BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre I
2007



BOLETÍN DE LA CNMV

Trimestre I

2007

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 las opiniones 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: Julio Segura (CNMV), Vicente Salas (Universidad de Zaragoza), Belén Villalonga (Harvard Business School) y Nieves García Santos (CNMV).

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

ISSN: 1887-7044

Depósito Legal: M-17779-2007

Impreso en: Técnicas Gráficas Forma S.A.

Índice

I	Informes y análisis	9
	Informe de coyuntura de mercados	11
	Evolución y características del sector de sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de carteras Paloma Hernández Cienfuegos	41
	La evolución del Gobierno Corporativo en las Sociedades Cotizadas. Ejercicio 2005 Galo Juan Sastre Corchado	67
II	Estudios	95
	Las exclusiones de negociación bursátil en el mercado español y el capital riesgo Nuria Baena Tovar	97
	Actividad de las entidades de capital riesgo en España Marián Ruiz Martín	119
	Estudio sobre la evolución y los determinantes de las comisiones de gestión y depósito de los fondos de inversión María Isabel Cambón Murcia	141
III	Informes internacionales	167
	Libro blanco de la CE sobre la mejora del mercado único de fondos de inversión Jorge Vergara Escribano	169
	Informe de IOSCO sobre Independencia del Consejo en compañías cotizadas Rodrigo Buenaventura Canino	187
IV	Novedades regulatorias	215
	MiFID: Nuevo enfoque normativo y de supervisión orientado al riesgo M ^a José Gómez Yubero	217
	La normativa sobre ofertas públicas de venta de valores y admisión a negociación un año después de su entrada en vigor Sol Bourgón Camacho	233
V	Anexo estadístico	257
VI	Anexo legislativo	277

Abreviaturas

AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
ASCRI	Asociación española de entidades de capital-riesgo
BCE	Banco Central Europeo
BME	Bolsas y Mercados Españoles
CE	Comisión Europea
CESR	Comité Europeo de Reguladores de Valores / <i>Committee of European Securities Regulators</i>
CEBS	Comité de Supervisores Bancarios
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
DAC	Directiva de Adecuación de Capital
DSI	Directiva de Servicios de Inversión
EBITDA	<i>Earnings Before Interests, Tax, Depreciation and Amortization</i> / Beneficio bruto de explotación.
ECR	Entidades de Capital Riesgo
EFAMA	<i>European Fund and Asset Management Association</i>
ESI	Empresas de Servicios de Inversión
ETF	Fondos cotizados / <i>Exchange Traded Funds</i>
EVCA	<i>European Private Equity & Venture Capital Association</i>
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria
FOGAIN	Fondo General de Garantía de Inversiones
FRA	Forward Rate Agreement
IAGC	Informe Anual de Gobierno Corporativo
IGBM	Índice General de la Bolsa de Madrid
IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores / <i>International Organization of Securities Commissions</i>
ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lujo al Servicio de los Hogares
LATIBEX	Mercado de valores latinoamericanos
LMV	Ley del mercado de valores
LSA	Ley Sociedades Anónimas
MAB	Mercado alternativo bursátil
MC	Mercado Continuo
MEFF	Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros
MFAO	Mercado de Futuros del Aceite de Oliva
MiFID	Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros / <i>Markets in Financial Instruments Directive</i>

OICVM/UCITS	Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios / <i>Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities</i>
OPS	Ofertas Públicas de Suscripción
OPV	Ofertas Públicas de Venta de valores
PER	Ratio Precio Beneficios / <i>Price Earnings Ratio</i>
PIB	Producto Interior Bruto
PtoP	<i>Public to Private</i>
PYME	Pequeña y Mediana Empresa
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios / <i>Return On Equity</i>
SGC	Sociedades Gestoras de Carteras
SGIIC	Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedades de inversión de carácter financiero
UE	Unión Europea

I Informes y análisis

Informe de coyuntura de mercados (*)

(*) Este artículo ha sido elaborado por la Dirección de Estudios y Estadísticas de la CNMV.

1 Panorámica general

Los primeros meses de 2007 supusieron la ruptura de la intensa tendencia alcista en que se encontraban las bolsas internacionales desde mediados de 2005. El desencadenante principal tuvo un carácter técnico y psicológico más que fundamental. Los principales factores de incertidumbre que se instalaron en los mercados fueron una posible ralentización del crecimiento de la economía china, el riesgo de recesión de la economía norteamericana, el repunte de los precios del petróleo y las tensiones geopolíticas. Ello provocó un importante aumento de la volatilidad en los mercados bursátiles que, hasta entonces, había permanecido en niveles históricamente reducidos.

Las principales bolsas internacionales cerraron con pérdidas los dos primeros meses de 2007. Las importantes correcciones registradas a finales de febrero supusieron la eliminación de las ganancias acumuladas hasta dicha fecha. Como consecuencia, las ganancias bursátiles en términos anuales se redujeron considerablemente, hasta situarse por debajo del 10% excepto en España y Alemania que siguieron ofreciendo ganancias significativas.

La caída de las cotizaciones también afectó al resto de las bolsas internacionales, pudiendo destacarse las pérdidas de las bolsas de India, Rusia, Argentina y Brasil. Este movimiento bajista corrigió algo a la baja las fuertes ganancias acumuladas hasta la fecha.

Las condiciones monetarias se mantuvieron inalteradas en enero y febrero, tanto en la zona euro como en EEUU. En marzo, el Banco Central Europeo confirmó las expectativas del mercado de subida de los tipos de interés oficiales de 25 puntos básicos. En Estados Unidos, el mercado continuó apostando porque el próximo movimiento de tipos en 2007 sea a la baja. Con estas expectativas de tipos, el dólar consolidó su depreciación frente al euro.

La percepción de un mayor nivel de riesgo llevó a unos inversores aversos al riesgo a deshacer posiciones en renta variable y comprar bonos, de forma que se interrumpió el repunte de las rentabilidades de medio y largo plazo con el que los mercados de deuda pública de la zona euro y Estados Unidos habían empezado 2007.

El mercado bursátil español continuó teniendo los mejores resultados en el ámbito europeo. En el periodo enero-febrero registró pérdidas más reducidas que la media de las principales bolsas europeas y la revalorización anual del Ibex 35 siguió siendo la más elevada. El dinamismo de la economía y las favorables perspectivas de crecimiento de los resultados empresariales continuaron impulsando al alza las cotizaciones de buena parte de las empresas cotizadas españolas en un mercado que siguió aumentando los ya elevados volúmenes de negocio, sin que se produjera más que un ligero repunte de la ratio precio-beneficios.

	dic-2004	dic-2005	dic-2006	2007*
Tipos de interés a corto plazo (%)¹				
Tipo de interés oficial	2,00	2,25	3,50	3,50
Euribor 3 meses	2,17	2,47	3,69	3,75
Euribor 12 meses	2,30	2,79	3,93	4,06
Tipos de cambio²				
Dólar / euro	1,362	1,180	1,317	1,316
Yen / euro	139,65	138,90	156,93	153,90
Tipos de interés a medio y largo plazo (%)³				
Rentabilidad deuda pública				
3 años	2,62	2,99	3,83	4,13
5 años	3,01	3,05	3,81	4,19
10 años	3,73	3,37	3,82	4,11
Prima de riesgo renta fija privada (puntos básicos)³				
3 años	19	16	21	10
5 años	37	43	33	16
10 años	42	52	44	39
Mercados de renta variable				
Rentabilidad de los principales índices bursátiles internacionales (%) ⁴				
Euro Stoxx 50	6,9	21,3	15,1	-2,6
Dow Jones	3,1	-0,6	16,3	-2,8
Nikkei	7,6	40,2	6,9	0,0
Rentabilidad de otros índices (%)				
Merval (Argentina)	28,3	12,2	35,5	-4,4
Bovespa (Brasil)	17,8	27,7	32,9	-4,7
Shangai Comp (China)	-15,4	-8,3	130,4	5,8
BSE (India)	16,4	38,3	41,0	-7,1
Mercado bursátil español				
Rentabilidad del Ibex 35 (%)	17,4	18,2	31,8	-1,3
PER del Ibex 35 ⁵	13,8	12,9	14,3	14,8
Volatilidad del Ibex 35 (%) ⁶	10,0	10,6	13,1	20,3
Contratación en el SIBE ⁷	2.536,1	3.311,2	4.513,3	6.073,8
Resultados empresas cotizadas ⁸	7,3	23,1	25,8 ⁷	nd

Fuente: CNMV, Thomson Datastream, Reuters, Banco de España, Bolsa de Madrid, MEFF y AIAF.

* Últimos datos disponibles en la fecha de elaboración del informe.

nd: datos no disponibles.

1. Promedio de datos diarios. Los datos de 2007 corresponden a enero. El tipo de interés oficial corresponde al tipo marginal de la subasta semanal.
2. Datos a final de periodo. Los datos de 2007 corresponden al 2 de marzo.
3. Promedio de datos diarios. Los datos de 2007 corresponden a enero.
4. Porcentaje anual salvo en 2007 que corresponde a la acumulada hasta el 2 de marzo.
5. Ratio precio – beneficios (*price earning ratio*). Los datos de 2007 corresponden al 2 de marzo.
6. Volatilidad implícita *at the Money* (ATM) del primer vencimiento. El dato de 2007 corresponde al 2 de marzo.
7. Promedio diario, en millones de euros. Los datos de 2007 corresponden al acumulado de enero y febrero.
8. Tasa de variación anual del EBITDA (resultado bruto de explotación) de las empresas cotizadas en el mercado continuo. En 2006 el dato es del primer semestre.

2 Entorno financiero exterior

2.1 Tipos de interés a corto plazo

El Banco Central Europeo volvió a subir los tipos de interés oficiales en marzo en una decisión que ya estaba descontada por el mercado. El incremento fue de 25 puntos básicos, lo que llevó el tipo marginal de la subasta semanal al 3,75%. Esta subida se añadió a las cinco realizadas a lo largo del 2006, por un importe total de 1,25 puntos básicos, la última de ellas en diciembre.

El endurecimiento de la política monetaria en la zona euro se produjo en un contexto en el que la inflación se mantuvo inesperadamente por debajo del 2% al no tener, por el momento, efectos sobre los precios el incremento del IVA del 3% en Alemania de enero. Las expectativas del mercado son de una nueva subida de tipos de 25 puntos básicos en el segundo trimestre de 2007, hasta el 4%. Este nivel se mantendría según el consenso del mercado al menos hasta el segundo trimestre de 2008.

Tipos de interés a corto plazo ¹

CUADRO 2

%	dic-04	dic-05	dic-06	mar-06	jun-06	sep-06	dic-06	feb-07
Zona euro								
Oficial ²	2,00	2,25	3,50	2,50	2,75	3,00	3,50	3,50
3 meses	2,17	2,47	3,69	2,72	2,99	3,34	3,69	3,82
6 meses	2,21	2,60	3,79	2,87	3,16	3,53	3,79	3,94
12 meses	2,30	2,79	3,93	3,11	3,40	3,72	3,93	4,09
EEUU								
Oficial ³	2,25	4,25	5,25	4,75	5,25	5,25	5,25	5,25
3 meses	2,50	4,49	5,36	4,92	5,38	5,38	5,36	5,36
6 meses	2,72	4,67	5,35	5,05	5,49	5,41	5,35	5,39
12 meses	3,02	4,84	5,24	5,19	5,60	5,38	5,24	5,38
Japón								
Oficial ⁴	0,15	0,15	0,25	0,15	0,15	0,25	0,25	0,50
3 meses	0,05	0,07	0,56	0,11	0,33	0,42	0,56	0,60
6 meses	0,07	0,08	0,63	0,15	0,42	0,48	0,63	0,65
12 meses	0,09	0,12	0,74	0,29	0,58	0,60	0,74	0,75

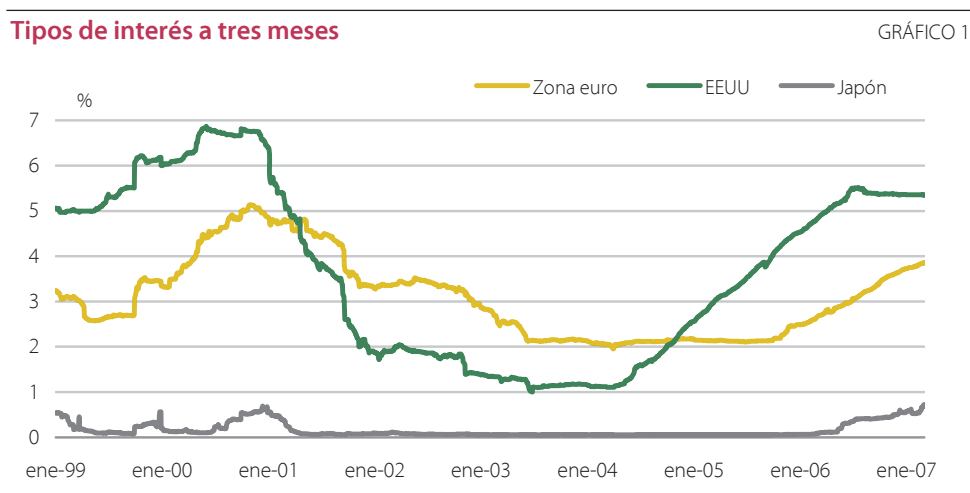
Fuente: Thomson Datastream.

1. Promedio de datos diarios, excepto los tipos oficiales que corresponden al último día del periodo.
2. Tipo marginal de la subasta semanal.
3. Tipo de los fondos federales.
4. Tipo de la política monetaria.

La Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) mantuvo los tipos de interés oficiales en el 5,25% en los dos primeros meses de 2007. En este nivel permanecen desde mediados de 2006. Ante la falta de señales claras y consistentes sobre la evolución del crecimiento económico y la inflación, el consenso del mercado continuó apostando por un cambio de signo de la política monetaria en el segundo trimestre de 2007, de forma que la Fed bajaría los tipos de interés oficiales hasta el 4,75% en dos bajadas de 25 puntos básicos en el segundo y tercer trimestre de 2007.

El Banco de Japón (BoJ) decidió elevar el precio del dinero en febrero de 2007 hasta el 0,50% desde el 0,25% en el que permanecía desde julio de 2006. Éste alcanzó así el máximo nivel desde hace una década. Esta decisión se adoptó pese a la debilidad del consumo interno y a que la inflación se mantuvo en niveles reducidos, pues se espera un repunte de la misma en el corto plazo. Las expectativas del mercado señalan que el incremento de los tipos de interés oficiales habría finalizado a corto plazo pero apuntarían a nuevas subidas a finales de 2007 y comienzos de 2008.

En consonancia con las decisiones de política monetaria adoptadas, los tipos de interés del mercado monetario en el plazo de tres meses continuaron aumentando en la zona euro, se mantuvieron estables en Estados Unidos y repuntaron en Japón (véase cuadro 2).



Fuente: Thomson Datastream.

Las diferencias entre las expectativas de evolución de los tipos de interés de la zona euro y Estados Unidos pueden apreciarse en los tipos de interés *forward* a tres meses recogidos en el cuadro 3. En la zona euro señalan un aumento de 25 puntos básicos hasta septiembre, que dejaría el tipo de interés a tres meses en el 4,10%. En Estados Unidos apuntan a un descenso de 50 puntos básicos en el plazo de un año, hasta niveles ligeramente superiores al tipo de interés oficial previsto del 4,75%.

%

	dic-04	dic-05	dic-06	mar-06	jun-06	sep-06	dic-06	feb-07
Zona euro								
Contado	2,16	2,49	3,73	2,82	3,06	3,42	3,73	3,85
FRA 3x6	2,23	2,74	3,94	3,11	3,38	3,69	3,94	4,01
FRA 6x9	2,36	2,91	4,07	3,35	3,63	3,78	4,07	4,07
FRA 9x12	2,49	3,00	4,13	3,48	3,78	3,81	4,13	4,10
FRA 12x15	2,64	3,07	4,13	3,57	3,86	3,79	4,13	4,06
EEUU								
Contado	2,56	4,54	5,36	5,00	5,48	5,37	5,36	5,35
FRA 3x6	2,95	4,81	5,31	5,21	5,59	5,30	5,31	5,23
FRA 6x9	3,22	4,84	5,21	5,25	5,60	5,15	5,21	5,06
FRA 9x12	3,41	4,81	5,06	5,23	5,57	4,99	5,06	4,91
FRA 12x15	3,57	4,76	4,94	5,18	5,53	4,85	4,94	4,79

Fuente: Thomson Datastream.

1. Datos a final de periodo.

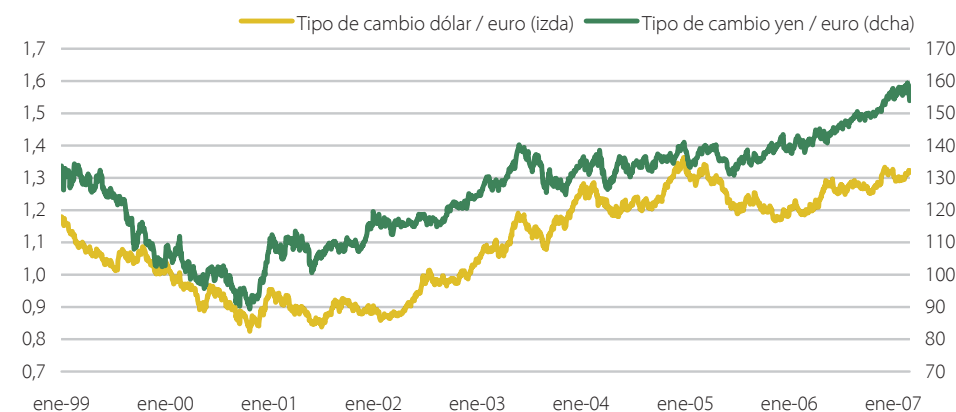
2.2 Tipos de cambio

La depreciación del dólar frente al euro continuó al inicio de 2007, aunque a un ritmo menor que en 2006. La pérdida de valor en los dos primeros meses de 2007 fue del 0,3%. En enero, el tipo de cambio se apreció hasta 1,29 \$/ euro. Su posterior corrección lo llevó a situarse en 1,32 \$/ euro a finales de febrero.

El yen continuó depreciándose frente al dólar por el importante volumen de operaciones de *carry trade*¹ que continuaron realizándose (véase gráfico 2). El cierre de algunas posiciones a finales de febrero por la caída de las bolsas internacionales permitió una cierta apreciación del yen. Ello situó el tipo de cambio del yen frente al euro en 153,9 ¥/ euro al inicio de marzo, lo que supone una depreciación del 1,9% respecto a diciembre de 2006.

Tipo de cambio del euro frente al dólar y yen

GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Consiste en endeudarse en monedas con bajos tipos para invertirlo en monedas con mayor rentabilidad.

2.3 Tipos de interés a largo plazo

El nivel medio de las rentabilidades de la deuda pública a medio y largo plazo de la zona euro y Estados Unidos en enero y febrero fue claramente superior a los niveles de cierre de 2006 (véase cuadro 4). Sin embargo, la tendencia no fue alcista durante todo este periodo. Las rentabilidades subieron en enero y buena parte de febrero debido principalmente a la aceleración de la economía de la zona euro y ciertas señales de posible incremento de la inflación en Estados Unidos.

Sin embargo, en las últimas sesiones de febrero predominaron las compras de bonos por la desinversión en los mercados de renta variable. Ello hizo descender significativamente las rentabilidades hasta las primeras sesiones de marzo, especialmente en Estados Unidos, donde se situaron 20-25 puntos básicos por debajo de los niveles de diciembre de 2006, en torno al 4,45%-4,50% en los plazos de tres, cinco y diez años. En la zona euro, las rentabilidades se situaron en las primeras sesiones de marzo en torno al 3,85%-3,95%, lo que supone un descenso de 5-10 puntos básicos respecto a finales de 2006. Como consecuencia, el diferencial de tipos de interés a largo plazo entre Estados Unidos y la zona euro, que se había mantenido en torno a los 75 puntos básicos en enero y casi todo febrero, se estrechó considerablemente en las últimas sesiones de febrero y comienzos de marzo, hasta los 55 puntos básicos.

En Japón la evolución fue más estable y las rentabilidades se mantuvieron en todos los plazos por debajo de los máximos registrados en el segundo trimestre de 2006 (véase cuadro 4).

Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo¹

CUADRO 4

%	dic-04	dic-05	dic-06	mar-06	jun-06	sep-06	dic-06	feb-07
Zona euro								
3 años	2,51	2,86	3,75	3,28	3,56	3,60	3,75	3,97
5 años	2,92	3,06	3,77	3,44	3,73	3,63	3,77	3,99
10 años	3,65	3,37	3,80	3,65	3,99	3,76	3,80	4,06
EEUU								
3 años	3,20	4,39	4,59	4,74	5,09	4,69	4,59	4,77
5 años	3,60	4,39	4,54	4,71	5,06	4,67	4,54	4,72
10 años	4,23	4,46	4,57	4,72	5,11	4,72	4,57	4,73
Japón								
3 años	0,24	0,46	0,93	0,79	0,99	0,81	0,93	0,89
5 años	0,57	0,86	1,22	1,19	1,36	1,15	1,22	1,23
10 años	1,40	1,53	1,64	1,69	1,86	1,66	1,64	1,70

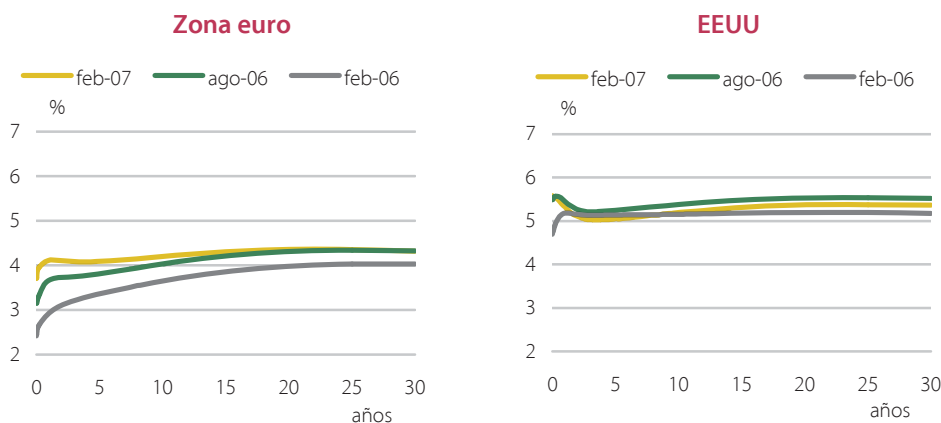
Fuente: Reuters.

1. Promedio de datos diarios.

La curva de tipos de interés europea siguió caracterizándose por su aplanamiento ante la mayor subida que continuaron registrando los tipos de interés a corto plazo (véase gráfico 3). El diferencial de tipos entre el plazo de diez y tres años se consolidó por debajo de los 10 puntos básicos. En Estados Unidos, este diferencial está siendo ligeramente negativo desde octubre de 2006.

Curva de tipos cupón cero

GRÁFICO 3



Fuente: Reuters.

La mejora de las expectativas de crecimiento económico en la zona euro parece haberse traducido en un descenso de las primas de riesgo crediticio al inicio de 2007 respecto a los niveles con que cerraron 2006 (véase cuadro 5). Éstas se mantuvieron, además, claramente por debajo de las existentes en Estados Unidos, donde la evolución en los dos primeros meses de 2007 fue desigual, si bien hay que señalar que su volatilidad descendió respecto a los niveles observados en 2004 y primera mitad de 2005 (véase gráfico 4).

Primas de riesgo crediticio: diferencial BBB-AAA ¹

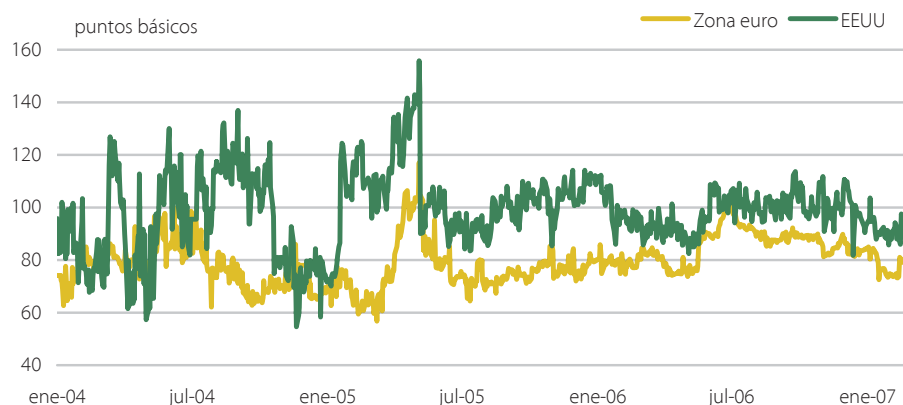
CUADRO 5

puntos básicos

	dic-04	dic-05	dic-06	mar-06	jun-06	sep-06	dic-06	feb-07
Zona euro								
3 años	49	43	37	42	38	41	37	32
5 años	61	53	53	55	57	56	53	46
10 años	68	77	84	83	95	89	84	75
EEUU								
3 años	63	37	54	43	51	54	54	69
5 años	71	63	68	59	68	71	68	79
10 años	81	108	96	92	104	103	96	92

Fuente: Reuters.

1. Promedio de datos diarios.



Fuente: Reuters.

2.4 Las bolsas internacionales

Los principales mercados internacionales tuvieron unos resultados negativos al inicio de 2007 como consecuencia de las fuertes correcciones que se produjeron a finales de febrero por efecto contagio desde los mercados bursátiles de China y Estados Unidos (véase gráfico 5). El temor a un enfriamiento de la economía china y a una recesión en Estados Unidos, junto a las tensiones políticas en Irán y el repunte de los precios del petróleo, desataron una oleada masiva de ventas en casi todos los principales mercados bursátiles internacionales que anuló las nada despreciables ganancias que se habían acumulado desde el inicio de 2007.

Las pérdidas fueron bastante generalizadas en las principales bolsas internacionales. Sólo las bolsas de Japón y Alemania tuvieron resultados positivos en los dos primeros meses de 2007 (véase cuadro 6). El mejor comportamiento de la bolsa alemana se explica por los favorables datos de crecimiento e inflación que constataron el reducido efecto negativo que por el momento ha tenido la subida del IVA en enero. La pérdida media en el resto de bolsas fue del 2%.

La caída de los principales índices bursátiles redujo considerablemente las ganancias obtenidas en los últimos doce meses, si bien las revalorizaciones siguieron siendo apreciables y superiores a las rentabilidades de la deuda pública. La bolsa española siguió ofreciendo, como en 2006, el mejor resultado entre las principales bolsas europeas, con una revalorización del 18,2%, seguida de la bolsa alemana con un 14,2%. En ninguna del resto de bolsas las ganancias anuales superaron el 10%.

El ajuste de precios afectó también a las bolsas de los países emergentes, si bien no de forma generalizada. Los peores resultados en el periodo enero-febrero se registraron en las bolsas de India, Hungría, Rusia, Argentina y Brasil. Otros mercados, sin embargo, tuvieron ganancias importantes como Croacia o Perú (véase cuadro 7). Además, la bolsa de China continuó subiendo, aunque a un ritmo inferior al de 2006 y con una mayor volatilidad. Las revalorizaciones anuales siguieron siendo muy elevadas, en algunos casos como la bolsa china o peruana muy por encima del 100%.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles

CUADRO 6

% anual, salvo otra indicación

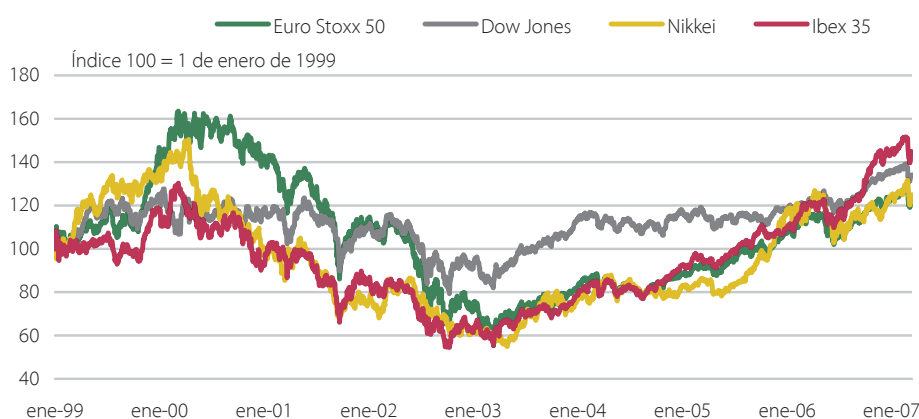
Índice	2004	2005	2006	2007 – mar ¹			
				% trim	% s/dic 06	% anual	
Mundo							
MSCI World	12,8	7,6	18,0	-0,9	-0,9	11,9	
Zona euro							
Euro Stoxx 50	6,9	21,3	15,1	-2,6	-2,6	6,6	
Euronext 100	8,0	23,2	18,8	-1,7	-1,7	9,5	
Alemania Dax 30	7,3	27,1	22,0	0,1	0,1	14,2	
Francia Cac 40	7,4	23,4	17,5	-2,1	-2,1	8,3	
Italia Mib 30	16,9	13,3	17,5	-2,5	-2,5	8,3	
España Ibex 35	17,4	18,2	31,8	-1,3	-1,3	18,2	
Reino Unido							
FTSE 100	7,5	16,7	10,7	-1,7	-1,7	4,9	
Estados Unidos							
Dow Jones	3,1	-0,6	16,3	-2,8	-2,8	9,9	
S&P 500	9,0	3,0	13,6	-2,2	-2,2	7,6	
Nasdaq-Cpte	8,6	1,4	9,5	-2,0	-2,0	2,5	
Japón							
Nikkei 225	7,6	40,2	6,9	0,0	0,0	8,2	
Topix	10,2	43,5	1,9	2,4	2,4	5,5	

Fuente: Thomson Datastream.

1. Datos hasta el 2 de marzo. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 2 de marzo y el último día del trimestre natural anterior.

Evolución de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 5

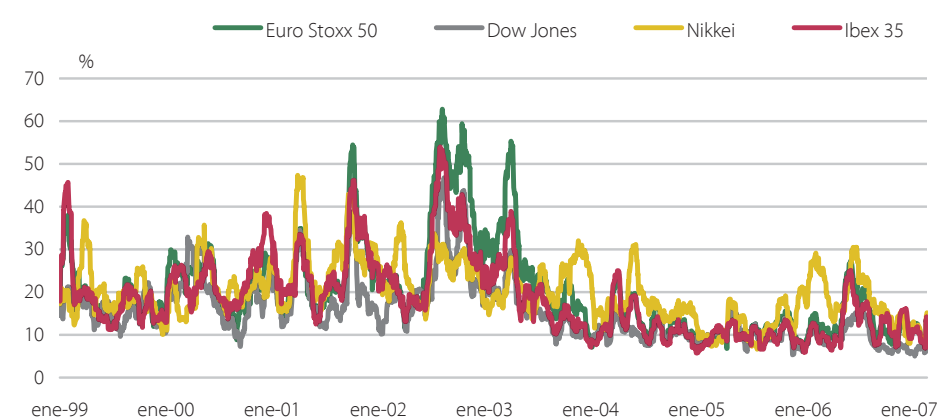


Fuente: Thomson Datastream.

Las sesiones de fuerte corrección o ajuste de precios ante las fuertes subidas acumuladas desde 2006 en algunas bolsas produjeron un importante aumento de la volatilidad en las últimas sesiones de febrero y comienzos de marzo. Este incremento fue de un 5% en términos medios en la volatilidad histórica de los índices Euro Stoxx 50, Dow Jones, Nikkei 225 e Ibex 35. No obstante, conviene recordar que los niveles de volatilidad continuaron siendo inferiores a la media histórica desde 1999 (véase gráfico 6).

Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 6



Fuente: Thomson Datastream.

Rentabilidad de otros índices bursátiles internacionales

CUADRO 7

% anual, salvo otra indicación

Índice	2004	2005	2006	2007 – mar ¹			
				% trim	% s/ dic 06	% anual	
Latinoamérica							
Argentina	Merval	28,3	12,2	35,5	-4,4	-4,4	11,3
Brasil	Bovespa	17,8	27,7	32,9	-4,7	-4,7	8,3
Chile	IGPA	22,2	2,7	34,4	4,9	4,9	33,8
Méjico	IPC	46,9	37,8	48,6	-0,5	-0,5	37,8
Perú	IGRA	52,4	29,4	168,3	18,3	18,3	145,8
Venezuela	IBC	34,9	-31,9	156,1	-0,8	-0,8	74,3
Asia							
China	Shangai Comp	-15,4	-8,3	130,4	5,8	5,8	120,2
India	BSE	16,4	38,3	41,0	-7,1	-7,1	16,7
Corea del Sur	Korea Cmp Ex	10,5	54,0	4,0	-1,4	-1,4	3,4
Filipinas	Manila Comp	26,4	15,0	42,3	5,3	5,3	46,9
Hong Kong	Hang Seng	13,2	4,5	34,2	-2,6	-2,6	22,4
Indonesia	Yakarta Comp	44,6	16,2	55,3	-2,5	-2,5	40,8
Malasia	Kuala Lumpur Comp	14,3	-0,8	21,8	6,2	6,2	26,6
Singapur	SES All-S'Pore	17,1	13,6	27,2	3,1	3,1	24,1
Tailandia	Bangkok SET	-13,5	6,8	-4,7	-0,1	-0,1	-9,8
Taiwan	Taiwan Weighted Pr.	4,2	6,7	19,5	-2,0	-2,0	15,5
Europa del este							
Rusia	Russian RTS Index	8,3	83,3	70,7	-6,6	-6,6	22,4
Polonia	Warsaw G. Index	27,9	33,7	41,6	3,0	3,0	31,2
Rumania	Romania BET	101,0	50,9	22,2	5,8	5,8	8,4
Bulgaria	Sofix	37,6	32,0	48,3	6,7	6,7	48,3
Hungría	BUX	57,2	41,0	19,5	-7,1	-7,1	-1,7
Croacia	CROBEX	32,1	26,4	62,2	21,1	21,1	81,7

Fuente: Thomson Datastream.

1. Datos hasta el 2 de marzo. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 2 de marzo y el último día del trimestre natural anterior.

También el indicador de volatilidad de mercado VIX² se incrementó considerablemente hasta alcanzar el 18% a comienzos de marzo cuando el nivel medio desde el inicio de 2007 había sido del 11%.

El pago de dividendos constituye una fuente adicional de rentabilidad al margen de la evolución de las cotizaciones. En este sentido, cabe señalar que las rentabilidades por dividendo de los principales índices bursátiles no experimentaron grandes cambios al inicio de 2007. Continuaron siendo significativos, por encima del 3%, en la mayor parte de los principales índices europeos, excepto en el Dax 30 alemán. En los índices norteamericano S&P 500 y japonés Topix estas rentabilidades continuaron estando más de un punto porcentual por debajo de la media europea (véase cuadro 8).

Rentabilidad por dividendo de los principales índices bursátiles

CUADRO 8

%	2004	2005	2006	mar 06	jun 06	sep 06	dic 06	mar 07 ¹
S&P 500	1,84	1,94	1,91	1,96	2,10	1,98	1,91	2,02
Topix	1,11	0,95	1,11	0,94	1,16	1,17	1,11	1,06
Euro Stoxx 50	3,17	3,28	3,52	3,52	3,91	3,60	3,52	3,55
Euronext 100	3,22	3,23	3,32	3,48	3,86	3,52	3,32	3,36
FTSE 100	3,61	3,59	3,77	3,57	3,91	3,94	3,77	3,70
Dax 30	1,96	2,17	2,29	2,32	2,70	2,47	2,29	2,17
Cac 40	3,32	3,43	3,79	3,94	4,26	3,91	3,79	3,89
Mib 30	3,17	3,53	3,67	3,37	4,12	4,00	3,67	3,58
Ibex 35	2,77	3,08	3,02	2,99	3,33	2,94	3,02	3,01

Fuente: Thomson Datastream.

1. Datos a 2 de marzo.

Por otra parte, la ratio de precios sobre beneficios (PER) repuntó en todos los índices bursátiles europeos y en el S&P 500 norteamericano en los comienzos de 2007, aunque como puede observarse en el gráfico 7 siguieron estando por debajo de la media histórica desde 1999. El índice Topix continuó teniendo el PER más elevado (véase cuadro 9).

En relación a la contratación en las principales bolsas internacionales, la ausencia de datos disponibles para el primer trimestre de 2007 nos impide determinar si se ha mantenido el importante ritmo de actividad de 2006. En este año se produjo un incremento medio de la contratación del 34% (véase cuadro 10).

2 Es una medida de la volatilidad implícita de las opciones sobre el índice S&P 500 elaborada por la CBOE (*Chicago Board Options Exchange*). Refleja las expectativas del mercado sobre la volatilidad de las bolsas de valores de los próximos 30 días. Se considera el *benchmark* para la volatilidad de los mercados de valores.

PER de los principales índices bursátiles

CUADRO 9

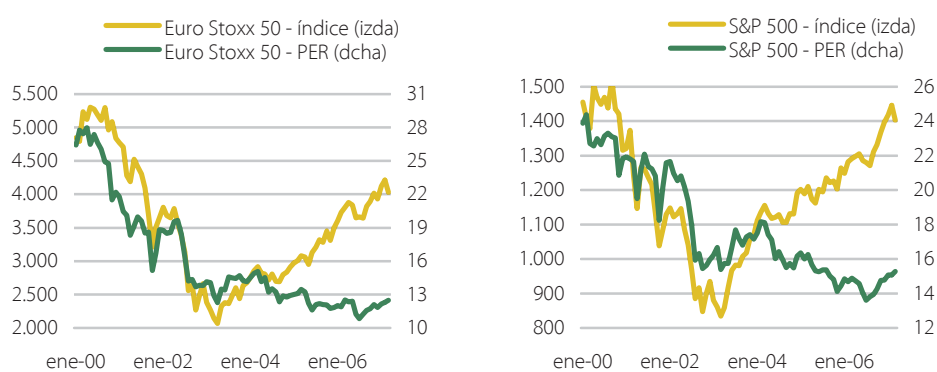
%	2004	2005	2006	mar 06	jun 06	sep 06	dic 06	mar 07 ¹
S&P 500	16,36	14,85	15,07	14,74	13,60	14,25	15,07	15,28
Topix	15,68	19,52	17,80	19,36	17,27	16,70	17,80	18,50
Euro Stoxx 50	13,00	12,03	12,15	12,35	10,82	11,73	12,15	12,48
Euronext 100	13,06	12,46	12,93	13,14	11,53	12,47	12,93	13,37
FTSE 100	16,63	12,45	12,41	12,79	11,52	11,75	12,41	12,87
Dax 30	12,96	12,62	12,78	13,21	11,19	12,08	12,78	13,26
Cac 40	12,93	12,14	12,68	12,70	11,41	12,19	12,68	13,08
Mib 30	15,57	13,38	13,07	13,48	11,63	12,36	13,07	13,33
Ibex 35	13,78	12,88	14,29	13,68	12,30	13,35	14,29	14,79

Fuente: Thomson Datastream.

1. Datos a 2 de marzo.

Índices bursátiles y PER: Euro Stoxx 50 y S&P 500

GRÁFICO 7



Fuente: Thomson Datastream.

Contratación de las principales bolsas internacionales

CUADRO 10

Importes en miles de millones de euros

Bolsa	2004	2005	2006	IV 05	I 06	II 06	III 06	IV 06
EEUU ¹	16.813	20.042	27.044	5.487	7.179	7.128	6.091	6.646
Nueva York	9.317	11.410	17.222	3.150	4.429	4.603	3.958	4.232
Tokio	2.591	3.603	4.617	1.365	1.358	1.224	986	1.049
Londres	4.149	4.583	5.991	1.267	1.581	1.443	1.340	1.626
Euronext	1.986	2.345	3.006	618	762	891	617	736
Deutsche Börse	1.238	1.546	2.165	414	555	608	457	545
Borsa Italiana	778	1.051	1.258	275	293	377	231	357
BME ²	646	859	1.154	215	272	263	265	354

Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores y CNMV.

1. Es la suma de New York Stock Exchange (NYSE), Nasdaq y American Stock Exchange.

2. Bolsas y Mercados Españoles. No incluye Latibex.

El cuadro 11 muestra el tamaño de los principales mercados bursátiles a nivel internacional a través de la relación entre la capitalización y el PIB del país o región correspondiente. Los últimos datos disponibles son de 2006. En ellos puede observarse la permanencia de la bolsa de Londres como mercado de mayor tamaño con un 151,7% del PIB. A este mercado le siguen por orden decreciente las bolsas de Nueva York, Tokio y Euronext. En todas ellas la capitalización supera el 100% del PIB. Bolsas y Mercados Españoles aumentó su tamaño en 2006 hasta el 83,4% desde el 72,6% del año anterior (véase cuadro 11).

Capitalización de las principales bolsas internacionales

CUADRO 11

% sobre el PIB

Bolsa	2004	2005	2006	IV 05	I 06	II 06	III 06	IV 06 ¹
EEUU ²	139,4	136,5	145,1	136,5	142,0	136,8	140,1	145,1
Nueva York	108,5	106,9	114,3	106,9	111,1	108,2	110,0	114,3
Tokio	73,1	107,6	107,3	107,6	111,9	102,5	103,2	107,3
Londres	124,7	145,4	151,7	145,4	151,5	144,5	144,9	151,7
Euronext ³	69,6	86,3	102,0	86,3	95,9	91,4	96,6	102,0
Deutsche Börse	40,0	46,3	53,9	46,3	51,4	47,4	49,3	53,9
Borsa Italiana	41,9	47,7	53,2	47,7	51,8	48,5	50,8	53,2
BME ⁴	66,7	72,6	83,4	72,6	79,0	76,0	81,5	83,4

Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores, Thomson Datastream y CNMV.

1. Los datos del PIB de los países que forman Euronext e Italia están estimados según el promedio de la tasa de variación interanual de los tres primeros trimestres de 2006.
2. El numerador es la suma de New York Stock Exchange (NYSE), Nasdaq y American Stock Exchange
3. El denominador es la suma de los PIB de Francia, Holanda, Bélgica y Portugal.
4. Bolsas y Mercados Españoles. No incluye Latibex.

3 Mercados de renta fija en España

Los tipos de interés a corto plazo continuaron subiendo en enero y febrero de 2007 (véase cuadro 12). Las expectativas de subida de los tipos de interés oficiales por parte del Banco Central Europeo mantuvieron la tendencia alcista de tipos que ha caracterizado la evolución de los mercados monetarios desde mediados de 2005.

Los datos disponibles hasta enero muestran un repunte de 5-10 puntos básicos tanto en los tipos de los pagarés de empresa como de los depósitos interbancarios. Un hecho especialmente destacable fue que el plazo de 12 meses rebasó el 4%, un nivel que no se superaba desde agosto de 2001. El incremento acumulado desde junio de 2005 en los tipos del mercado monetario es ya importante, entre el 1,5% del plazo de tres meses y el 1,9% del plazo de 12 meses.

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 12

%

	dic-04	dic-05	dic-06	mar-06	jun-06	sep-06	dic-06	ene-07
Pagarés de empresa²								
3 meses	2,14	2,40	3,54	2,63	2,83	3,15	3,54	3,59
6 meses	2,23	2,64	3,81	2,88	3,15	3,53	3,81	3,85
12 meses	2,29	2,84	3,96	3,07	3,33	3,76	3,96	4,08
Depósitos interbancarios								
3 meses	2,17	2,47	3,69	2,72	2,98	3,33	3,69	3,75
6 meses	2,21	2,61	3,80	2,84	3,15	3,54	3,80	3,87
12 meses	2,30	2,78	3,92	3,12	3,43	3,70	3,92	4,05
Repo s/ Letras del Tesoro								
3 meses	1,90	1,87	3,19	2,45	2,65	3,09	3,19	3,61
6 meses	2,07	2,42	3,58	2,74	2,97	3,33	3,58	3,51

Fuente: Banco de España.

1. Promedio de datos diarios.

2. Negociados en el mercado AIAF de renta fija privada.

Las favorables cifras de crecimiento en Alemania reavivaron las expectativas de inflación en la zona euro en diciembre de 2006, provocando un repunte de las rentabilidades de la deuda pública a medio y largo plazo. Este repunte se intensificó en enero de 2007 (véase gráfico 8) pues se produjeron subidas importantes en las rentabilidades, de 30 puntos básicos en los plazos de tres y diez años y de 40 puntos básicos en el plazo de cinco años. El aumento de los tipos de interés a medio y largo plazo desde mediados de 2005, fecha en la que se inició la tendencia alcista, hasta enero de 2007 es de un 2% en el plazo de tres años, un 1,6% en el cinco años y un 0,9% en el diez años.

Esta tendencia alcista de las rentabilidades se frenó en febrero al igual que en el contexto internacional, debido a las compras de bonos por el cierre de posiciones de renta variable ante la negativa evolución de las bolsas a finales de febrero y principios de marzo.

Rentabilidad de la deuda pública y la renta fija privada a medio y largo plazo ¹

CUADRO 13

	dic-04			dic-05			dic-06		
	dic-04	dic-05	dic-06	mar-06	jun-06	sep-06	dic-06	ene-07	
Renta fija privada ²									
3 años	2,81	3,15	4,04	3,59	3,86	3,91	4,04	4,23	
5 años	3,38	3,48	4,14	3,82	4,12	4,02	4,14	4,35	
10 años	4,15	3,89	4,26	4,13	4,48	4,24	4,26	4,50	
Deuda pública ³									
3 años	2,62	2,99	3,83	3,31	3,60	3,64	3,83	4,13	
5 años	3,01	3,05	3,81	3,59	3,84	3,68	3,81	4,19	
10 años	3,73	3,37	3,82	3,63	3,96	3,76	3,82	4,11	
Diferencial ⁴									
3 años	19	16	21	28	26	27	21	10	
5 años	37	43	33	23	28	34	33	16	
10 años	42	52	44	50	52	48	44	39	

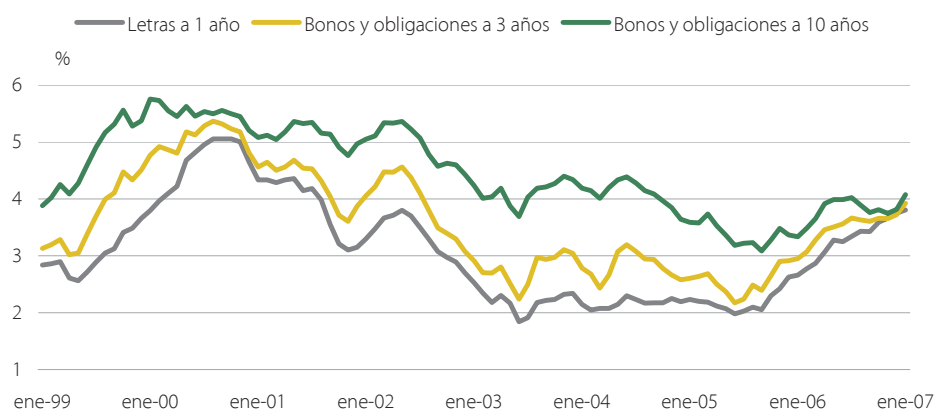
Fuente: Banco de España y AIAF.

1. Promedio de datos diarios.
2. Bonos y obligaciones en operaciones a vencimiento negociados en el mercado AIAF.
3. Bonos y obligaciones del Estado no segregados en operaciones simples al contado.
4. En puntos básicos.

El fuerte incremento de la rentabilidad de la deuda pública española en los plazos más cortos en enero de 2007 supuso un fuerte aplanamiento de la curva de tipos de interés, como puede apreciarse en el gráfico 8. El diferencial de tipos entre el plazo de diez años y tres meses se situó a finales de enero de 2007 en 35 puntos básicos cuando en junio de 2005 era de 105-110 puntos básicos.

Rentabilidades de la deuda pública española

GRÁFICO 8



Fuente: Banco de España.

Además, continuó la reducción de los diferenciales de rentabilidad entre la renta fija privada y la deuda pública (véase cuadro 13). En enero de 2007 se situaron en niveles ciertamente reducidos en los plazos de tres y cinco años, 10 y 15 puntos básicos respectivamente. En el plazo de diez años, el descenso del diferencial fue más moderado, de 5 puntos básicos, hasta los 40 puntos básicos.

Las positivas calificaciones de riesgo crediticio de las emisiones que cotizan en AIAF sería un factor explicativo de porqué la prima de riesgo de la renta fija privada no aumentó en enero en la misma cuantía que las rentabilidades de la deuda pública. Como elemento ilustrativo puede observarse el cuadro 14 en el que aparecen las clasificaciones de riesgo crediticio correspondientes a diciembre de 2006: la mayor parte de las emisiones de bonos y obligaciones simples registradas en la CNMV que cotizan en AIAF tienen calificaciones igual o superior a "A".

Calificaciones de riesgo crediticio de las emisiones registradas en la CNMV que cotizan en AIAF¹

CUADRO 14

% s/total, salvo otra indicación

	Bonos simples	Bonos titulización hipotecaria	Bonos titulización no hipotecaria	Bonos matador	
Con calificación crediticia					
Importe (millones de euros)	77.490,5	24.156,7	196.328,4	1.839,2	
Porcentaje	89,8	99,7	98,8	100,0	
<i>Investment grade</i>					
AAA	5,9	94,0	93,8	71,4	
AA	46,0	1,2	0,9	17,1	
A	37,9	3,5	2,4	9,8	
BBB	0,0	0,7	1,3	0,0	
<i>Speculative grade</i>					
<BBB	0,0	0,3	0,4	1,7	
Sin calificación crediticia					
Importe (millones de euros)	8.813,6	67,2	2.313,8	0,0	
Porcentaje	10,2	0,3	1,2	0,0	
	Cédulas hipotecarias	Cédulas territoriales	Obligaciones simples	Participaciones preferentes	Total
Con calificación crediticia					
Importe (millones de euros)	129.270,0	8.400,0	36.188,3	20.974,0	494.647,1
Porcentaje	99,7	88,2	80,8	90,7	95,5
<i>Investment grade</i>					
AAA	94,7	85,0	3,8	0,0	67,2
AA	5,0	0,0	17,2	0,8	10,9
A	0,0	3,2	53,3	48,7	14,3
BBB	0,0	0,0	6,5	40,8	2,9
<i>Speculative grade</i>					
<BBB	0,0	0,0	0,0	0,4	0,2
Sin calificación crediticia					
Importe (millones de euros)	440,0	1.125,0	8.585,5	2.141,6	23.486,6
Porcentaje	0,3	11,8	19,2	9,3	4,5

Fuente: CNMV.

1. Saldos vivos a 31 de diciembre de 2006.

4 Mercados de renta variable en España

4.1 Precios

El incremento de las cotizaciones continuó en enero y parte de febrero de 2007, por lo que se mantuvo la fuerte tendencia ascendente iniciada a mediados del pasado año. A finales de febrero la corriente vendedora que se instaló en el resto de bolsas internacionales se extendió también al mercado español aunque con una menor intensidad que en otros mercados bursátiles europeos.

El resultado del periodo enero-febrero resultó por ello ligeramente negativo en los principales índices de la bolsa española. Las pérdidas del Ibex 35 fueron del 1,3% y del 0,3% en el IGBM. El resultado promedio de las bolsas europeas fue peor, pues registraron pérdidas del 1,8%. Llama la atención que los índices Ibex de acciones de mediana y pequeña capitalización (Ibex Médium Cap e Ibex Small Cap respectivamente) tuvieran ganancias próximas al 8% en el periodo enero-febrero. La causa principal fue que los beneficios de las empresas que integran estos índices siguieron creciendo fuertemente, por encima de las expectativas existentes.

La corrección de finales de febrero redujo las revalorizaciones anuales que, no obstante, continuaron siendo elevadas, oscilando entre el 17,7% del índice de la bolsa de Barcelona y el 44,1% del Ibex Small Cap.

En el caso del Ibex 35 se puede considerar además la aportación de los dividendos a la rentabilidad de este índice. Los datos disponibles -hasta enero- muestran que esta aportación fue de más de cuatro puntos porcentuales. Este nivel es similar al promedio registrado en 2006 y resulta indicativa de que las empresas cotizadas españolas siguieron primando las políticas de retribución al accionista gracias a la favorable evolución de sus cuentas de resultados y a la fortaleza de sus balances. La rentabilidad por dividendo del Ibex 35 se mantuvo en los dos primeros meses de 2007 en los mismos niveles que en 2006, en torno al 3% (véase cuadro 8).

Los índices del mercado Latibex de valores latinoamericanos negociados en euros (FTSE Latibex) registraron pérdidas en los dos primeros meses de 2007 similares a las de los principales índices nacionales. Se corrigió así la fuerte subida que han tenido desde el segundo trimestre de 2005 causada en parte por la apreciación de las divisas de los países de origen de las empresas cotizadas en Latibex frente al euro.

Las sesiones fuertemente bajistas registradas a finales de febrero de 2007 elevaron los niveles de volatilidad significativamente (véase gráfico 9). La volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento de las opciones sobre Ibex 35 que se había mantenido hasta finales de febrero en niveles medios históricamente reducidos del 13,7% (similares al promedio de 2006) superó el 20% a comienzos de marzo.

% anual, salvo otra indicación

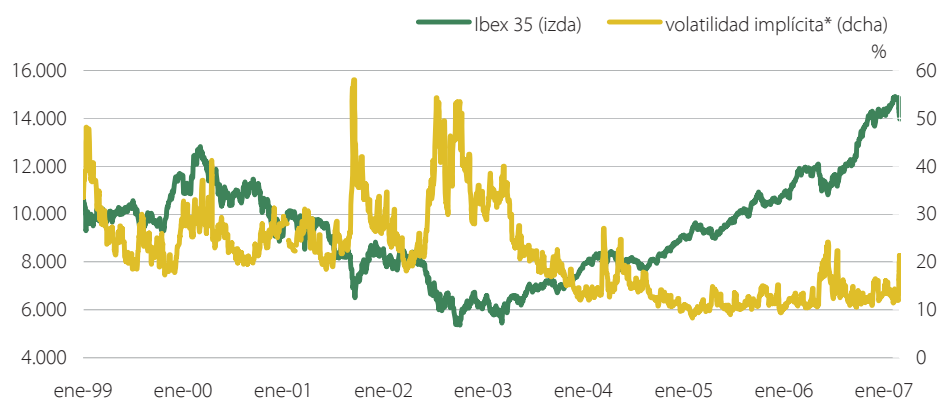
	2004	2005	2006	2007 – mar ¹			
				Índice	% trim	% s/dic 06	% anual
Ibex 35	17,4	18,2	31,8	13.962	-1,3	-1,3	18,2
IGBM ²	18,7	20,6	34,5	1.550	-0,3	-0,3	21,4
Barcelona	17,6	12,7	29,3	1.120	-1,3	-1,3	17,7
Bilbao	18,2	17,7	34,1	2.548	-1,1	-1,1	19,9
Valencia	21,0	21,4	35,3	1.259	-0,7	-0,7	22,0
Ibex con dividendos	21,1	22,0	36,0	nd	nd	nd	nd
Ibex-NM ³	32,6	12,7	34,0	3.617	3,0	3,0	21,9
Ibex Medium Cap ⁴	25,1	37,1	42,1	21.146	7,6	7,6	34,5
Ibex Small Cap ⁵	22,4	42,5	54,4	16.775	8,6	8,6	44,1
BCN-Mid 50 ⁶	29,9	47,5	51,0	40.402	9,4	9,4	41,0
FTSE Latibex All-share ⁷	31,0	83,9	23,8	2.261	-2,5	-2,5	2,0
FTSE Latibex Top ⁸	-	76,3 *	18,2	3.751	-0,7	-0,7	0,2
FTSE Latibex Brasil ⁹	-	-	24,3 **	8.474	-1,5	-1,5	-

Fuente: Thomson Datastream, Reuters, Bolsa de Madrid y Sociedad de Bolsas.

- Datos hasta el 2 de marzo. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 2 de marzo y el último día del trimestre natural anterior.
 - Índice General de la Bolsa de Madrid.
 - Ibex Nuevo Mercado, integrado por empresas TMT (de los sectores de nuevas tecnologías, medios de comunicación y telecomunicaciones).
 - Índice de valores de mediana capitalización. Está integrado por 20 empresas.
 - Índice de valores de pequeña capitalización. Está integrado por 30 empresas.
 - Índice del segmento medio del mercado de valores español elaborado por la Bolsa de Barcelona.
 - Índice de todos los valores que cotizan en el mercado de valores latinoamericanos en euros (Latibex).
 - Índice de los principales valores del mercado Latibex.
 - Índice de los principales valores brasileños del mercado Latibex.
- * Desde la fecha de inicio del índice, el 3 de enero de 2005.
 ** Desde la fecha de inicio del índice, el 26 de septiembre de 2006.
 nd: Datos no disponibles a la fecha de elaboración del informe.

Evolución del Ibex 35 y de la volatilidad implícita

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream y MEFF.

* Volatilidad implícita at the money (ATM) del primer vencimiento.

El desglose por sector y valor de la evolución de las cotizaciones en los dos primeros meses de 2007 muestra que el descenso de las cotizaciones no fue general. De los seis sectores considerados por la Bolsa de Madrid registraron pérdidas dos de ellos, *Tecnología y telecomunicaciones*, por la caída de un 2,2% de Telefónica, y *Servicios financieros e inmobiliarios*. En este último hay que destacar las pérdidas del 3,5% del SCH y el descenso registrado por el subsector de *Inmobiliarias y otros* de un 7,9% (y de Metrovacesa en particular) que interrumpió la intensa tendencia alcista que viene registrando en los últimos años. Destacaron también por su impacto negativo sobre la variación del IGBM las pérdidas registradas por Repsol YPF, de un 10,5%, aunque estas pérdidas tuvieron carácter individual pues a nivel sectorial (*Petróleo y energía*) se registraron ligeras ganancias gracias a la fuerte subida de Endesa (véase cuadros 16 y 18).

Rentabilidad sectorial y de los principales valores¹ de la Bolsa de Madrid

CUADRO 16

% anual, salvo otra indicación

	ponderación ²	2004	2005	2006	2007- mar ³		
					% trim	% s/dic 06	% anual
Servicios financieros e inmobiliarios	41,84	8,9	22,7	34,9	-1,1	-1,1	18,1
Inmobiliarias y otros	2,41	23,7	72,9	111,2	-7,9	-7,9	49,5
BBVA	13,84	19,2	32,0	21,0	-1,9	-1,9	5,5
SCH	15,55	-2,8	22,1	26,8	-3,5	-3,5	11,7
Petróleo y energía	21,19	20,1	28,0	33,3	0,3	0,3	21,2
Endesa	6,33	13,4	28,5	61,2	7,5	7,5	40,5
Repsol YPF	4,34	23,9	28,8	6,2	-10,5	-10,5	-1,5
Iberdrola	5,73	19,3	23,5	43,4	-1,1	-1,1	23,6
Mat. básicos, industria y construcción	10,14	28,7	43,4	61,9	1,3	1,3	39,2
Construcción	5,89	31,2	54,0	61,0	-0,8	-0,8	38,1
Tecnología y telecom.	16,41	18,4	-6,6	28,4	-1,9	-1,9	21,7
Telefónica	15,45	19,1	-4,6	26,8	-2,2	-2,2	20,1
Bienes de consumo	5,58	34,7	24,2	31,9	4,0	4,0	29,5
Servicios de consumo	4,84	34,3	21,2	8,6	1,4	1,4	4,1

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

1. Valores cuyo peso en el IGBM supera el 4% en términos de capitalización.

2. Peso relativo (%) en el IGBM a 2 de enero de 2007.

3. Datos hasta el 2 de marzo. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 2 de marzo y el último día del trimestre natural anterior.

Por valores, sólo un 20,8% de las empresas que integran el IGBM tuvieron pérdidas (véase cuadro 17) que es un porcentaje similar al del cuarto trimestre de 2006. La diferencia respecto a este último periodo es que disminuyó el porcentaje de empresas con mayores ganancias (iguales o superiores al 25%) y aumentó el porcentaje de empresas con ganancias moderadas (hasta el 10%).

Rangos de rentabilidad de las empresas del IGBM

CUADRO 17

% s/ total empresas del IGBM

	I 06	II 06	III 06	IV 06	I 07 ¹
≥ 25%	31,3	1,7	17,2	14,8	7,2
Del 10% hasta el 25%	33,0	2,6	3,44	27,9	27,2
Del 0% hasta el 10%	26,1	29,6	36,1	36,1	44,8
≤ 0%	9,6	66,1	12,3	21,3	20,8

Pro-memoria: nº total de empresas

	115	115	122	122	125
--	-----	-----	-----	-----	-----

Fuente: Thomson Datastream.

1. Datos hasta el 28 de febrero.

Valores con mayor impacto en la variación del IGBM¹

CUADRO 18

Valor	Sector	2007- mar ²		
		I trim 07	ene-mar 07	último año
Con impacto positivo				
Endesa	Petróleo y energía	0,46	0,46	2,33
Banco Popular Español	Servicios financieros e inmobiliarios	0,31	0,31	1,21
Telefónica	Tecnología y telecomunicaciones	0,17	0,17	4,01
Con impacto negativo				
Repsol YPF	Petróleo y energía	-0,36	-0,36	0,11
Metrovacesa	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,27	-0,27	0,45

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

1. Se recogen los valores que mayor impacto (igual o superior a 0,15 puntos) tuvieron en la variación del IGBM.

2. Datos hasta el 28 de febrero.

Valores del IGBM con mayor variación trimestral

CUADRO 19

Valor	Sector	2007- mar ¹		
		% trim	% s/dic 06	% anual
Ganan				
Inbesos	Servicios financieros e inmobiliarios	122,11	122,11	136,93
Montealito	Servicios financieros e inmobiliarios	69,72	69,72	102,23
Const. y auxiliar FF.CC.	Mat. básicos, industria y construcción	52,94	52,94	111,70
Astroc Mediterráneo	Servicios financieros e inmobiliarios	40,18	40,18	-
Nicolás Correa	Mat. básicos, industria y construcción	34,90	34,90	22,09
Pierden				
Metrovacesa	Servicios financieros e inmobiliarios	-28,46	-28,46	47,09
Acerinox 'R'	Mat. básicos, industria y construcción	-12,67	-12,67	56,41
Sacyr Vallehermoso	Mat. básicos, industria y construcción	-8,67	-8,67	80,58
Aguas de Barcelona	Petróleo y energía	-8,36	-8,36	10,66
Ebro Puleva	Bienes de consumo	-8,33	-8,33	15,18

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

1. Datos hasta el 28 de febrero. La variación trimestral es entre el 28 de febrero y el 29 de diciembre de 2006.

Valores del IGBM con mayor variación anual

CUADRO 20

Valor	Sector	2007- mar ¹	
		% anual	% trim
Ganan			
Grupo Inmocaral	Servicios financieros e inmobiliarios	327,20	3,29
Cleop	Mat. básicos, industria y construcción	259,89	20,79
Avanzit	Tecnología y telecomunicaciones	209,58	8,15
Duro Felguera	Mat. básicos, industria y construcción	138,30	9,69
Inbesos	Servicios financieros e inmobiliarios	136,93	122,11
Pierden			
Antena 3	Servicios de consumo	-22,41	-5,10
EADS	Mat. básicos, industria y construcción	-16,28	-0,88
Dogi International Fabrics	Bienes de consumo	-16,03	8,55
Sogecable	Servicios de consumo	-15,80	5,19
Lingotes especiales	Mat. básicos, industria y construcción	-14,56	2,53

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

1. Datos hasta el 28 de febrero. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 28 de febrero y el último día del trimestre natural anterior.

La capitalización del mercado bursátil español se consolidó en los dos primeros meses de 2007 por encima del billón de euros, valor que sobrepasó en el tercer trimestre de 2006 gracias al incremento de las cotizaciones. La capitalización del mercado continuo se incrementó hasta los 840 mil millones de euros, lo que supone un 3% más que el nivel de diciembre de 2006. De esta cifra un 61% corresponde a las empresas integrantes del Ibex 35 (véase cuadro 21).

Capitalización¹ en el mercado bursátil español

CUADRO 21

Importes en millones de euros

	2004	2005	2006	I 06	II 06	III 06	IV 06	I 07 ²
Total bolsas	685.026	879.516	1.144.157	980.715	943.485	1.014.846	1.144.158	1.163.101
Mercado continuo	525.695	616.685	813.765	686.439	673.851	735.681	813.765	840.195
Corros	34.284	40.140	17.420	41.413	39.323	37.651	17.420	13.282
de los que SICAV ³	28.973	33.998	9.515	34.811	32.545	30.467	9.515	4.477
MAB ⁴	-	-	40.398	-	1.029	6.706	40.938	36.693
Segundo Mercado	293	307	393	416	447	829	393	605
Latibex	124.755	222.384	271.642	252.447	228.835	233.979	271.642	272.327
Pro-memoria: Ibex 35								
	344.240	407.797	502.828	450.329	438.871	464.171	502.828	515.456

Fuente: CNMV y Sociedad de Bolsas.

1. Datos a final del periodo.
2. Datos de febrero.
3. Sociedades de inversión de carácter financiero.
4. Mercado alternativo bursátil.

Tras las correcciones de finales de febrero y principios de marzo de 2007, el Ibex 35 se situó por debajo de los 14.000 puntos. Este nivel no parece estar perfectamente ajustado a las condiciones del ciclo económico español, el nivel de los tipos de interés a largo plazo y el crecimiento de los beneficios de las empresas cotizadas (véase apartado 4.3). La ratio precio-beneficios (PER) aunque aumentó algo al inicio de 2007 (véase cuadro 9) se mantuvo todavía en niveles históricamente reducidos. El PER del Ibex 35 era 14,8 a 2 de marzo de 2007 y el promedio desde enero de 1999 es de 16,3.

Por otra parte, con unos tipos de interés a largo plazo en torno al 4% y un nivel de equilibrio del exceso de rentabilidad bursátil sobre estos tipos (o *earning yield gap*) del 2,13% (que es el nivel medio desde 1999), el Ibex 35 se encontraría un 10%³ por debajo de su nivel de equilibrio (véase gráfico 10).

Sobrevaloración (+) / Infravaloración (-) del Ibex 35¹

GRÁFICO 10



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1. Diferencia respecto al nivel de equilibrio del Ibex 35 que resulta de un nivel objetivo del *earning yield gap* del 2,13% con datos hasta el 1 de marzo de 2007.

4.2 Actividad: contratación y liquidez

La negociación del mercado bursátil español siguió siendo especialmente intensa al inicio de 2007. Los datos de enero y febrero muestran un aumento importante de la contratación media por sesión del SIBE que superó los 6 mil millones de euros cuando en 2006 fue de 4,5 mil millones de euros.

La liquidez del mercado bursátil español se mantuvo en niveles elevados en los primeros meses de 2007. La rotación o ratio entre la contratación y la capitalización consolidó la fuerte subida registrada en 2006. Con datos hasta febrero, la rotación del mercado continuo fue de 166, un nivel que es ligeramente superior al de 2006 y claramente superior al 113 de 2005 (véase gráfico 11).

3 Si tomásemos como nivel de equilibrio del *earning yield gap* un periodo histórico más amplio, desde 1999, el recorrido al alza del Ibex 35 se eleva hasta el 14,7%.

Importes en millones de euros

	2004	2005	2006	I 06	II 06	III 06	IV 06	I 07 ¹
Total bolsas	642.109	854.145	1.154.294	272.076	262.779	265.181	354.260	256.794
Mercado continuo	636.527	847.664	1.146.390	270.084	261.344	263.943	351.020	255.098
Corros	5.194	5.899	5.318	1.779	1.207	974	1.358	408
de los que SICAV ²	4.541	4.864	3.980	1.478	1.146	867	1.091	222
MAB ³	-	-	1.814	-	17	93	1.705	1.108
Segundo Mercado	21	26	49	8	11	11	20	48
Latibex	366	557	723	205	200	160	158	133

Pro-memoria: contratación de no residentes (% s/ total bolsas)

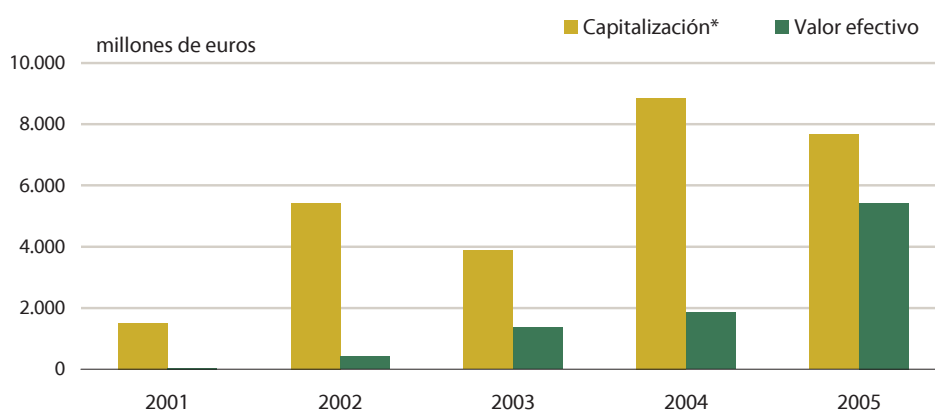
	57,6	57,1	57,8 4	55,4	59,7	58,3	nd	nd
--	------	------	--------	------	------	------	----	----

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1. Datos acumulados de enero y febrero.
 2. Sociedades de inversión de carácter financiero.
 3. Mercado alternativo bursátil. Datos desde el inicio de su actividad el 29 de mayo de 2006.
 4. Datos entre enero y septiembre.
- nd: Datos no disponibles en la fecha de elaboración del informe.

Rotación¹ del mercado bursátil español

GRÁFICO 11



Fuente: CNMV y Sociedad de Bolsas.

1. Ratio entre la contratación acumulada en el mercado continuo en los últimos doce meses y el promedio de la capitalización mensual del periodo.

* Datos de febrero.

4.3 Resultados de las empresas cotizadas

La solidez de las cuentas de resultados ha sido un elemento fundamental que ha estado impulsando al alza las cotizaciones de las empresas cotizadas españolas en los últimos años, tanto por el fuerte aumento de los beneficios como por las favorables perspectivas para 2007.

Los últimos datos disponibles mostraron un incremento de los beneficios empresariales superior a las expectativas existentes a principios de 2006. El resultado bruto de explotación (EBITDA) de las empresas del mercado continuo

aumentó un 25,8% anual en el primer semestre, la cifra más alta desde 2000 (véase cuadro 23). El aumento ha sido generalizado en todos los sectores y empresas (sólo seis tuvieron pérdidas de un total de 124). Especialmente positiva fue la evolución de las principales empresas del mercado español por contratación y capitalización. Destaca el sector de *tecnología y telecomunicaciones* por el fuerte aumento del EBITDA de Telefónica seguido del sector de *servicios financieros e inmobiliarios*, que reflejó la positiva evolución de los resultados de los dos grandes bancos españoles (BBVA y SCH). El incremento más modesto se produjo en el sector de *bienes de consumo*, donde tuvieron un mayor peso las empresas que empeoraron sus resultados (13 de las 29 empresas integrantes del sector).

EBITDA ¹ de las empresas cotizadas en el mercado continuo

CUADRO 23

% anual								
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Servicios financieros e inmobiliarios	13,8	27,2	24,5	-2,5	0,4	17,0	28,3	27,7
BBVA	10,6	27,0	26,1	-2,1	-12,9	11,7	20,4	39,2
SCH	18,6	32,6	24,0	-6,9	0,4	15,7	37,4	27,3
Petróleo y energía	36,2	45,0	-2,6	-11,5	4,2	4,9	23,1	21,5
Endesa	37,6	22,8	-3,6	1,8	-6,6	-6,1	33,2	33,2
Repsol YPF	63,5	110,7	-12,4	-28,0	4,8	12,7	20,6	17,4
Iberdrola	5,5	4,6	19,7	0,2	9,0	9,3	12,5	19,7
Mat. básicos, industria y construcción	26,0	37,3	8,1	13,5	16,2	14,7	13,9	24,6
Tecnología y telecomunicaciones	13,4	9,1	33,9	-6,6	8,9	-4,5	24,9	33,1
Telefónica	15,1	11,2	9,4	-10,5	5,3	-6,1	25,0	42,2
Bienes de consumo	14,1	63,1	20,4	10,8	1,8	13,2	15,4	5,3
Servicios de consumo	11,2	24,5	13,5	19,3	18,5	17,5	11,7	24,6
Total mercado continuo	21,0	30,0	14,9	-4,0	5,9	7,3	23,1	25,8
Pro- memoria: EBITDA total del mercado continuo (millones de euros)								
	42.972	55.842	64.141	61.544	65.183	69.954	86.134	50.588

Fuente: Bolsa de Madrid.

1. *Earning Before Interests, Tax, Depreciation and Amortization*. Resultado bruto de explotación.

2. Datos del primer semestre.

Las cifras sobre la evolución de los negocios y los resultados mayoritarios abarcan hasta el tercer trimestre de 2006 y siguen ofreciendo la misma visión positiva sobre la evolución de las cuentas de resultados de las empresas cotizadas españolas. Según los datos de Bolsa de Madrid, en las empresas cotizadas en el mercado continuo el importe neto de la cifra de negocios aumentó un 20,8% anual y los resultados después de impuestos y de minoritarios un 31,6% anual.

La positiva evolución de los beneficios empresariales en 2006 seguirá teniendo como sólidos soportes para 2007 los siguientes factores:

- (i) el mantenimiento de un crecimiento de la economía española claramente por encima del 3%,

- (ii) la reactivación de la economía europea,
- (iii) el dinamismo y mayor estabilidad en las economías latinoamericanas, y
- (iv) una estructura de balance saneada, con una ratio de endeudamiento que por el momento parece no ser elevada.

Evolución y características del sector de sociedades, agencias de valores y sociedades gestoras de carteras

Paloma Hernández Cienfuegos (*)

(*) Paloma Hernández Cienfuegos pertenece a la Dirección de Autorización y Registro de Entidades de la CNMV.

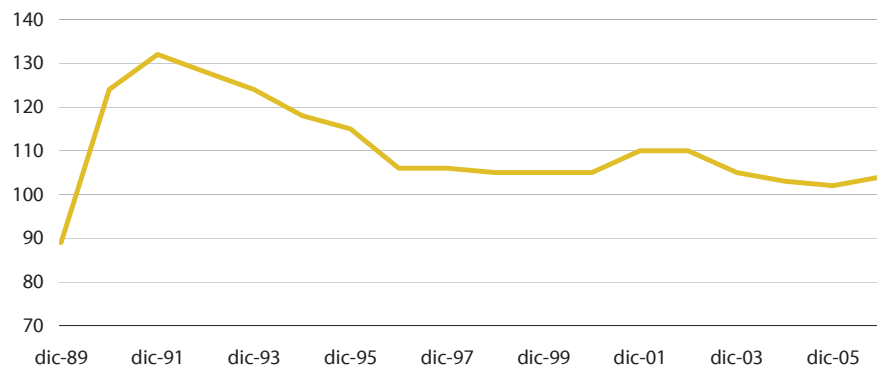
1 Nacimiento del sector de sociedades y agencias de valores

La Ley del Mercado de Valores de 1988 (Ley 28/1988, de 28 de julio), en adelante LMV, fue el punto de partida de una nueva etapa para la operativa en valores en España, en la que la prestación de servicios en este mercado pasó a ser contemplada como una actividad mercantil y empresarial, a desarrollar en régimen de competencia y eficiencia económica frente a una visión de fe pública. La figura del agente de cambio y bolsa como intermediario exclusivo en la bolsa, en la que actuaba como fedatario público, se sustituyó por la de las sociedades y agencias de valores, unas entidades a las que se les exigía solvencia económica y profesional, una autorización reglada y requisitos de medios humanos, materiales y organizativos propios de una actividad tan esencial en el sistema financiero.

Con objeto de que el cambio no fuera traumático y también porque el proceso generaba importantes incertidumbres sobre la respuesta del mercado, la LMV estableció un período transitorio, hasta 1992, durante el cual parte del capital de las sociedades y agencias de valores miembros de bolsa debería estar en manos de agentes de cambio y bolsa, y los corretajes de intermediación deberían seguir siendo fijos, como habían sido hasta la publicación de la LMV. También era importante, en este sentido, la obligación de que las agencias de valores miembros de bolsa sólo podían tener en su capital personas físicas, lo que supuso una importante barrera de entrada al mercado para los grandes grupos financieros nacionales y extranjeros.

Estos nuevos sujetos del mercado tuvieron reservado en exclusiva, hasta el año 2000, el acceso a la condición de miembros de las bolsas y podían prestar a terceros todos los servicios relevantes del mercado. La Ley permitía a las sociedades de valores, a las que se les exigía un capital social de 750 millones de pesetas (4,5 millones de euros, aproximadamente) operar por cuenta propia en los mercados y participar en el aseguramiento de emisiones y ofertas públicas de venta de valores, mientras que las agencias de valores, con un capital mínimo de 150 millones de pesetas (0,9 millones de euros), tenían más limitadas las actividades que podían desarrollar y, en especial, la asunción de riesgos por cuenta propia.

Este nuevo marco operativo fue, probablemente, el que incitó a “*viejos y nuevos*” participantes del mercado a crear un número elevado de entidades, que más tarde se demostró excesivo. Así, a finales de 1989 ya estaban actuando en el mercado un total de 89 entidades, de las que 57 eran miembros de bolsa.



Fuente: CNMV.

A pesar de la reserva transitoria de parte del capital de las sociedades y agencias miembros de la bolsa para los antiguos agentes de cambio y bolsa, las entidades financieras nacionales tuvieron desde el principio, una participación elevada en estas entidades, a través de las cuales canalizaban las órdenes de clientes captados por sus amplias redes comerciales. Además, la prohibición que imponía la norma de que un mismo socio no podía participar en más de una entidad de valores, a no ser que sus actividades fueran excluyentes, condicionó la manera en la que los posibles accionistas diseñaron sus estrategias de entrada en el accionariado de las sociedades y agencias de valores, de forma que la preferencia general fue crear entidades en las que se poseyera la mayoría.

Fundamentalmente, participaron bancos y cajas de ahorro; no obstante, también las compañías de seguros entraron en este mercado, bien de manera individual, bien participando varias compañías en el capital de una única sociedad de valores. La finalidad en estos casos era aprovechar las amplias redes de comercialización de los agentes de seguros para la intermediación bursátil y, como más tarde se demostró para la comercialización de fondos de inversión.

Como caso singular, cabe destacar la apuesta realizada por un importante número de cajas de ahorro, incluida la Confederación Española de Cajas de Ahorro, que concentraron su participación en un grupo especializado en todas las actividades del mercado de valores. También, se dieron algunos casos particulares, como en el caso de los bancos medianos, de alianzas estratégicas para constituir sociedades o agencias.

En cuanto a los grandes bancos de inversión internacionales, su presencia en el mercado fue importante desde el principio. Los principales intermediarios extranjeros apostaron por disponer de filiales en España, incluidos los grandes grupos financieros japoneses, líderes indiscutibles entre las grandes casas de valores en aquellos años. Esta apuesta fue muy importante para dar credibilidad al nuevo mercado de valores español, tanto por el prestigio que supone la existencia de un mercado en el que están los principales jugadores internacionales, como por el hecho de que era una buena forma de atraer a España un importante flujo de inversión exterior.

El cuadro 1 clasifica a las primeras sociedades y agencias de valores inscritas a 31.12.89 distinguiendo entre aquellas que tenían en su accionariado a entidades financieras nacionales, extranjeras o eran independientes por no estar vinculadas a otro grupo financiero.

Estructura de la propiedad de las sociedades y agencias de valores

CUADRO 1

Situación a 31 de diciembre de 1989

	Entidades financieras nacionales	Entidades financieras extranjeras	Resto	Total
Sociedades de valores	18	11	21	50
Bolsa	15	4	16	35
No bolsa	3	7	5	15
Agencias de valores	2	2	35	39
Bolsa	0	0	22	22
No bolsa	2	2	13	17
Total	20	13	56	89

Fuente: CNMV.

Por último, queda la importante presencia de entidades independientes. Aunque la cifra de entidades no vinculadas a grupos financieros es la más numerosa, hay que tener en cuenta que, al no permitirse la participación de personas jurídicas, en las agencias de valores y bolsa todas ellas eran, necesariamente, independientes. En cuanto al resto, su origen está, principalmente en entidades que, con anterioridad a la LMV venían realizando actividades típicas del mercado de valores y que, a partir de su entrada en vigor, quedaban reservadas. En general se trata de entidades que realizaban gestión de carteras o colocación de valores de renta fija y también un número elevado de los que se denominan los “*brokers del mercado monetario*”, entidades especializadas en la mediación de activos monetarios entre otros intermediarios financieros.

2 Evolución de las sociedades y agencias de valores

El sector de sociedades y agencias de valores se ha caracterizado desde su inicio por la exigencia de un capital inmovilizado elevado, así como por la necesidad de contar con recursos humanos muy especializados, difícilmente sustituibles, que actuaban en un escenario cada vez más competitivo. Sin embargo, sus cuentas de resultados eran muy sensibles a los movimientos del mercado y a los volúmenes de contratación, lo que provocaba que los resultados obtenidos se vieran muy influenciados por su evolución. Ello, como se ha comentado anteriormente, en un contexto de alta competencia, no solo entre las propias sociedades y agencias de valores, sino también y muy especialmente con las redes comerciales bancarias.

La competencia en estos primeros años del sector se centró esencialmente en el negocio minorista. Prácticamente todas las entidades inscritas dirigían su actividad al pequeño inversor en un contexto que se ha denominado por algunos la “popularización de la Bolsa”. Un segmento de negocio que duró varios años hasta que otro importante activo, los fondos de inversión, se convirtieron por razones que luego se comentarán, en la estrella de la inversión minorista. Se trata de una época caracterizada por un régimen transitorio de comisiones fijas en la ejecución bursátil.

En cambio, el negocio de intermediación institucional, tal vez absorbido históricamente por las grandes entidades de crédito y los intermediarios extranjeros, no constituía en aquellos momentos un negocio rentable.

Esta segmentación de negocios provocó que, desde el origen, el sector fuera muy dinámico y se produjeran procesos de fusión o transformación de entidades, bajas de entidades no preparadas para competir o que no alcanzaron cifras de negocio suficientes o, en algunos casos, gestionadas de manera inapropiada y, al mismo tiempo, la creación de otras promovidas, en muchos casos, por personal afectado por los procesos anteriores.

Se trata, por tanto, de un sector en continua evolución, muy afectado por los avatares del propio negocio, su estructura y muy especialmente por los cambios normativos que, sin duda, han afectado y condicionado su evolución.

Es por ello que, a la hora de analizar esta evolución, se ha optado por hacerlo por fases vinculadas a los importantes cambios normativos. Por un lado, el período transcurrido desde la publicación de la LMV hasta su primera reforma en 1998 para dar cabida en nuestro ordenamiento a distintas Directivas, entre ellas la Directiva 93/22/CEE relativa a los servicios de inversión (DSI) esto es, la década de los 90, y, desde esa reforma hasta la actualidad, en la que se avecina una nueva reforma de la LMV como consecuencia de la transposición a la normativa española de la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros 39/2004 (MiFID).

2.1 De la Ley 24/1988 a la Ley 37/1998

El peor momento para el sector se produjo en 1992, año en el que terminaba el régimen de corretajes fijos para la intermediación bursátil y permitía la libertad de acceso a la condición de miembro del mercado, sin que fuera necesaria la presencia en su accionariado de los antiguos agentes de cambio y bolsa.

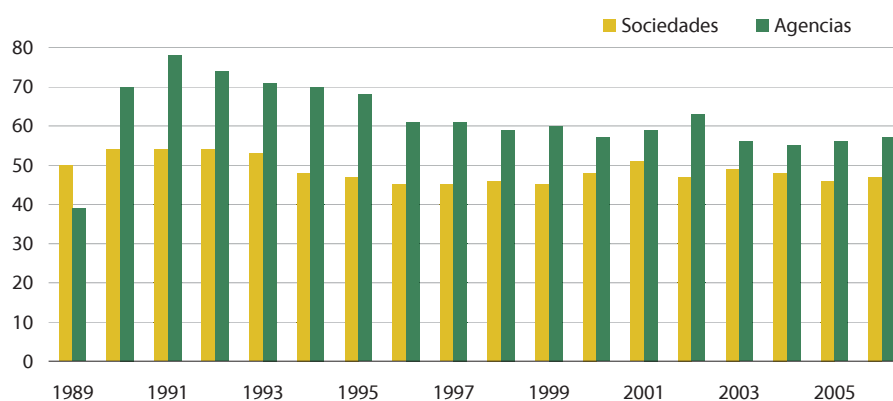
Esta mayor competencia en los corretajes coincidió con un momento de retroceso en los volúmenes de contratación bursátil, provocando una drástica reducción en los ingresos por comisiones que constituían la principal fuente de ingresos de los intermediarios. Además, la caída de los precios de la renta variable y de la renta fija, ocasionada por las fuertes subidas de tipos de interés, produjeron pérdidas en la cartera propia de las sociedades de valores y aunque ésta actividad no era importante, perjudicó aún más sus cuentas de resultados.

Como consecuencia de la importante reducción de sus ingresos, la mayor parte de las sociedades y agencias debieron replantearse su negocio y realizar un esfuerzo de adaptación para reducir sus estructuras (muy cargadas, porque el negocio de intermediación minorista así lo exige) haciéndolas eficientes, así como para diversificar sus actividades o, por el contrario, especializarse en algún servicio concreto.

Hay que señalar que, a pesar de las dificultades del entorno económico especialmente duro en el que tenían que desarrollar su actividad, la solvencia global no se vio afectada, tal vez porque el sector estaba altamente capitalizado, si bien el sector en su conjunto entró en un proceso de reconversión acelerado que no se explica sólo por el entorno económico, sino también por la citada libertad en el acceso al capital de los miembros. De hecho, en este año se produjo el mayor número de bajas (20) desde que existe el sector. Asimismo, el número de entidades inscritas al final del año se redujo por primera vez, pasando de 132 en diciembre de 1991 a 128 en diciembre de 1992, comenzando una tendencia descendente que se interrumpiría en el año 2001.

Evolución del número de sociedades y agencias de valores

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV.

También en este año, especialmente difícil para el sector, tuvo lugar la intervención de la sociedad de valores Ibercorp Bolsa SVB, SA motivada por los

problemas surgidos en su matriz bancaria, al igual que había sucedido el año anterior con Eurocapital SVB, SA. Ambas intervenciones pusieron por primera vez en entredicho el recién nacido sector de intermediarios de valores, que hasta entonces había funcionado de forma óptima, y pusieron de manifiesto, también, los negativos efectos que la interrelación entre las distintas compañías de un mismo grupo financiero podía tener si no estaban adecuadamente supervisadas.

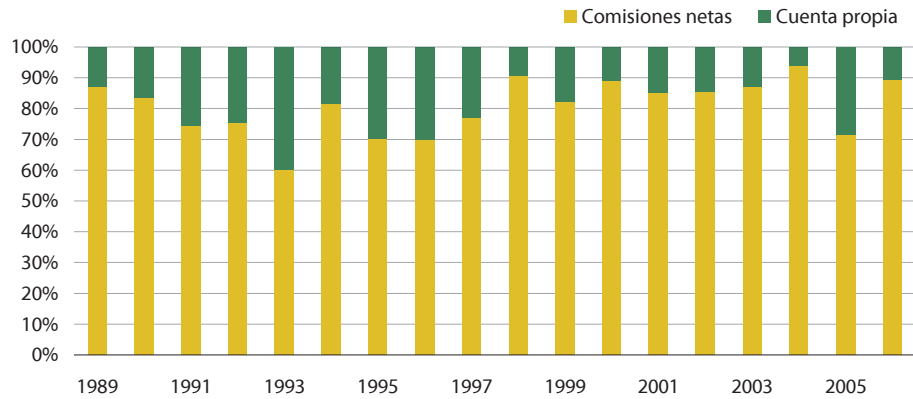
Esta experiencia práctica española coincidió con episodios parecidos en otros grupos extranjeros en los que los problemas en alguna entidad contagiaron al grupo entero. Por ello, ante la complejidad que estaban alcanzando algunos grupos financieros en los que se integraban entidades de muy distinta naturaleza sometidas a la supervisión de organismos públicos diferentes, lo que dificultaba en la práctica la supervisión global, se aceleró la entrada en vigor de la Ley 13/92, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, cuya regulación nacía de una Directiva sin aprobar. La Ley, además de establecer nuevos sistemas de cálculo de las exigencias de recursos propios equivalentes para entidades de crédito y sociedades y agencias de valores cuando realizan una misma actividad, pretendía dotar de transparencia a la situación de los grupos financieros y facilitar su supervisión prudencial.

Volviendo de nuevo a la estructura del negocio de las entidades, el hecho de que la intermediación bursátil minorista dejara de ser una actividad tan rentable, motivada por la caída de las cotizaciones, el descenso en los volúmenes de intermediación y la reducción de las comisiones de intermediación, por la libertad de comisiones, requirieron la búsqueda de negocios alternativos. Sin embargo, aquellas entidades muy especializadas en esta actividad, que no llegaron a adaptarse a las nuevas circunstancias tuvieron que abandonar el sector. Por esa razón el número de bajas continuó siendo alto en los siguientes años, dado que este cambio en la estructura del negocio perduraría aún varios años.

La primera alternativa de negocio para las sociedades de valores, surgió lógicamente con la actividad por cuenta propia dado que su desarrollo no requiere inversiones adicionales en medios humanos o materiales, sino exclusivamente aprovechar intensamente los recursos y los excesos de capital disponibles, que eran altos dado que los capitales mínimos también lo eran.

Puede que estas razones justifiquen la importancia que la actividad por cuenta propia adquiere en el sector en su conjunto, justo después de la crisis del 92. Precisamente el año 93 es el año en que esta actividad adquiere su máxima importancia en toda la historia de las sociedades y agencias de valores, como se observa en el gráfico 3 en el que se puede comprobar cómo el peso relativo de los resultados por cuenta propia en el margen ordinario alcanza un 39,9%.

En el gráfico 3 se observa cómo la cuenta propia nunca ha sido relevante en el sector. Su importancia relativa siempre ha venido más determinada por la variación que se produce en el resto de los ingresos que por su evolución en sí misma. La razón es que los grandes intermediarios financieros mantienen la cuenta propia centralizada en la matriz o en otras entidades del grupo, por lo que las sociedades de valores filiales rara vez realizan este tipo de operativa. En cuanto a las entidades independientes, tal vez por su origen, sí ha sido más frecuente la negociación por cuenta propia, aunque más en relación con la renta fija que con la renta variable.



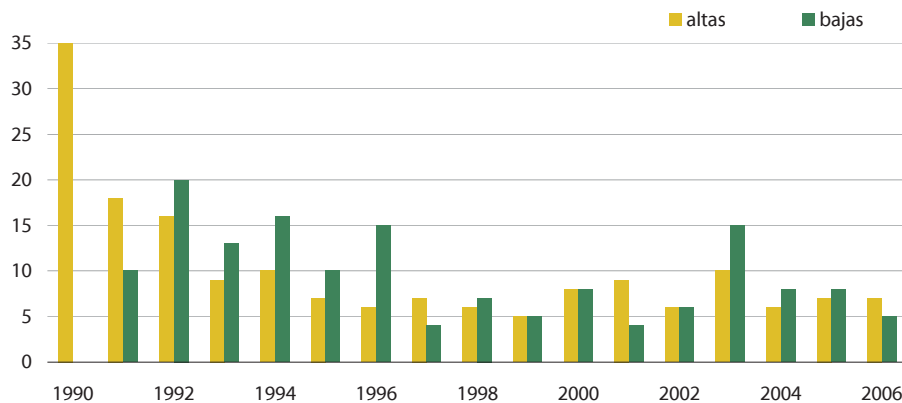
Fuente: CNMV.

A mediados de los años noventa, se produce un hecho importante que va a influir en la estructura de negocio de las entidades y en la propia composición del sector en los siguientes años. Se trata del enorme desarrollo de la inversión colectiva, que llega a situarse en niveles por encima de países como Alemania o Italia. Los fondos de inversión se convirtieron en otra forma de inversión “popular”, a costa de los depósitos bancarios, sobre todo de los depósitos a plazo, lo que provocó que las entidades financieras, fundamentalmente las cajas y bancos, se convirtieran en los principales promotores de fondos de inversión, con objeto de ofrecer a sus clientes alternativas de inversión y, con ello, compensar con otros ingresos por la prestación de servicios, el descenso de los procedentes de los depósitos.

La comercialización de fondos se convirtió en una fuente de ingresos muy estables para el sector. Su rentabilidad era mucho más alta que la intermediación bursátil por cuanto era recurrente cada año, teniendo en cuenta que el atractivo fiscal del producto exige el mantenimiento durante varios años por el inversor.

El desarrollo de esta actividad, al dirigirse a clientela minorista, requería contar con el apoyo de una buena red de distribución, por lo que las entidades más dinámicas fueron, de nuevo, las pertenecientes a grupos de entidades de crédito, o aquellas que contaban con una activa red de representantes, esencialmente las vinculadas a compañías de seguros en las que los agentes de seguros podían cumplir esa función.

Por las razones antes apuntadas, durante estos años se produjo una auténtica reconversión del sector que por tipos de entidades, afectó más a las entidades independientes que a las controladas por grupos financieros nacionales e internacionales. Es decir, pese a las ventajas que se ofrecieron a los agentes de cambio y bolsa para mantener una posición de dominio en este mercado, se puede decir que no resistieron la primera crisis (con pocas excepciones) por lo que se produjo una sustitución de los jugadores dominantes en favor de los grandes intermediarios financieros nacionales y extranjeros.



Fuente: CNMV.

El 1 de enero de 1996 entraron en vigor la Directiva de adecuación de capital (DAC) y la de Servicios de Inversión (DSI), impulsando la construcción de un mercado único europeo en el ámbito de los valores mobiliarios y de los servicios de inversión.

Estas Directivas obligaban a una sustancial reforma de las legislaciones nacionales y generó una considerable heterogeneidad en su ritmo de implementación en los diversos países. Por ejemplo, algunas disposiciones, como las relativas a cálculos de los recursos propios exigibles, estaban ya incorporadas a la normativa española, mientras que otras como la relativas al acceso a la condición de miembros de los mercados secundarios, a la libertad de establecimiento y a la libre prestación de servicios y a la constitución de fondos de garantía de inversiones, requerían una modificación de la Ley del Mercado de Valores.

La reforma se planteaba en un marco en el que los mercados de valores contaron con el impulso de otros factores, como eran los buenos resultados de las empresas cotizadas o las salidas a bolsa alimentadas por los procesos de privatización de empresas públicas, que constituyeron factores dinamizadores de la actividad bursátil fomentando el interés inversor del público. Mientras, las sociedades y agencias de valores se prepararon para hacer frente a dos grandes retos: la libertad de acceso de los intermediarios financieros europeos y la introducción del euro el 1 de enero de 1999.

Desde 1996 y hasta la entrada en vigor de la nueva LMV, las entidades gozaron de un contexto muy favorable para el desarrollo de sus actividades. El principal impulso provino de la evolución del mercado de renta variable, donde el fuerte incremento de los volúmenes intermediados produjo un aumento muy significativo de los ingresos por tramitación y ejecución de órdenes. Pero las oportunidades de negocio se multiplicaron también en otras áreas y, así, resultó notable el crecimiento de la actividad en la comercialización de fondos de inversión, en la colocación y aseguramiento de emisiones y OPV y en el asesoramiento corporativo. Gracias a todo ello, los resultados del sector experimentaron un gran crecimiento y el número de entidades inscritas se estabilizó después de varios años de continuos descensos.

Durante esta segunda mitad de los años 90 comenzó la entrada en nuestro mercado de intermediarios de otros países de la Unión Europea, haciendo uso del pasaporte comunitario. En el año 1997 se recibieron 293 comunicaciones de las que el 92% correspondían al Reino Unido, todas ellas en libre prestación de servicios, es decir, sin establecimiento permanente y físico en España. Hasta 1999 no se registraron las primeras sucursales extranjeras.

2.2 De la Ley 37/1998 a la actualidad

La Ley 37/1998, de reforma de la Ley 24/1988, tiene como elementos esenciales, en lo que se refiere a las sociedades y agencias de valores la incorporación a la normativa española de la Directiva de Servicios de Inversión e incorpora elementos que van a ser claves en la determinación de la nueva estructura de los intermediarios de valores en España. Algunos de estos elementos son:

- Introdujo el concepto de empresa de servicios de inversión (ESI), entendiendo por tal a cualquier entidad financiera que prestase servicios de inversión con carácter profesional a terceros y que incluía a las sociedades y agencias de valores y, como novedad a las sociedades gestoras de carteras (SGC) que, hasta ese momento, habían estado reguladas en el ámbito de la inversión colectiva.
- Recogió la posibilidad de utilizar el pasaporte comunitario tanto de las empresas de la Unión Europea en España, como de nuestras entidades en el resto de Estados de la Unión Europea.
- Amplió el acceso a los mercados secundarios en calidad de miembros a las ESI autorizadas en otros países de la Unión Europea y de las entidades de crédito (si bien retrasaba su aplicación para estas últimas, hasta el 1 de enero de 2000).
- Reguló el Fondo de Garantía de Inversiones, creado por la Directiva 97/9/CE y que tiene cierta similitud con los Fondos de Garantía de Depósitos de las entidades de crédito. Su función es indemnizar, hasta un importe máximo de 20.000 euros, a los inversores en casos de insolvencia de la entidad por los valores y fondos confiados a la empresa. No obstante, el fondo no se puso en marcha hasta la publicación del Real Decreto que concretaba sus requisitos, en el año 2001.

Estas medidas liberalizadoras, suponían un cambio importante de la filosofía que inspiraba muchas de las disposiciones de la primera LMV, por ello, el desarrollo de la Ley supuso una labor compleja y requirió la elaboración de normas nuevas en vez de modificar las antiguas, como el RD 867/2001, de 20 de julio, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión.

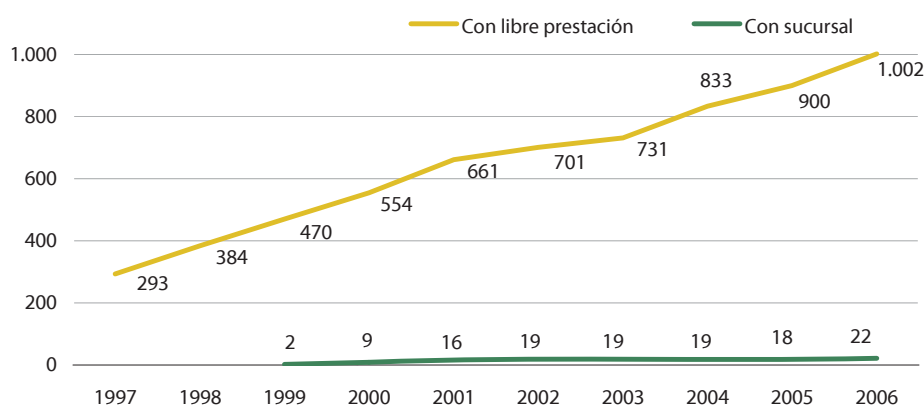
Desde el año de entrada en vigor de la reforma de la LMV hasta el año 2001, en el que se publicó el RD 867/01, el número de entidades españolas inscritas no se alteró de manera sustancial. De hecho, en los años 1999 y 2000 coinciden las altas y bajas de entidades. Sin embargo, eso no significa que el sector fuera estable, pues los movimientos se produjeron mediante operaciones societarias, algunas derivadas de operaciones de mayor envergadura que afectaban a las entidades de crédito matrices, como por ejemplo, la fusión del Banco Santander y Banco Central Hispanoamericano.

Por otra parte, es la época de las grandes adquisiciones de entidades independientes por parte de algunos grupos extranjeros. Se trata de un hecho paradójico que al mismo tiempo que se abren las fronteras a las entidades extranjeras para operar sin necesidad de constituir entidades españolas (opción que adoptaron algunos grupos extranjeros, por ejemplo, los de origen japonés que convirtieron la ESI que tenían operando en España en sucursal de ESI extranjera; es lo que coloquialmente se denomina “*sucursalización*”), se producen las grandes operaciones de adquisición de entidades independientes que habían superado la crisis de los primeros años 90 y que habían crecido significativamente estos años, disponiendo de una amplia base de clientes y redes comerciales bastante sólidas.

El número de empresas de servicios de inversión comunitarias que se aprovecharon del pasaporte fue cada vez más elevado, por lo que las entidades españolas debían actuar en un mercado cada vez más competitivo, con mayor número de participantes. Sin embargo es anecdótica la salida de nuestras empresas a Europa, por lo que España se convirtió claramente en un país importador de servicios de inversión, característica de nuestro mercado que se iría acentuando en los siguientes años.

Empresas de servicios de inversión extranjeras

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV.

Coincidiendo con este panorama liberalizador en las fronteras, se genera un proceso de globalización institucional de los mercados que, con fronteras abiertas, empiezan a competir entre ellos; todo ello apoyado especialmente en el avance de las nuevas tecnologías. A ello se une un claro proceso de sofisticación de la inversión, que demanda productos más complejos que incorporan la gestión eficiente del riesgo, como por ejemplo, los productos estructurados.

En este contexto, en el ejercicio 2000, Internet se había convertido en un vehículo muy importante para realizar transacciones y, por lo tanto, aumentaba la competencia entre los intermediarios. De hecho, a finales de 2000 el 80% de las ESI podían ser localizadas a través de Internet. La introducción de Internet como sistema de venta y el corto plazo en que ello se hizo, provocó una nueva caída de las comisiones de intermediación, pues se agudizó rápida y drásticamente la competencia de las entidades por captar lo que se suponía en aquel momento una “*nueva tarta*” a repartir, cuando en realidad el tiempo ha demostrado que se trataba

de la misma. La reducción de comisiones afectó muy negativamente al sector en su conjunto y a cada una de las entidades que, en muchos casos, tuvieron que extender la reducción de comisiones a todos sus clientes, con independencia del medio que utilizaran para sus operaciones. En consecuencia, la nueva situación era peor que al principio.

Otro de los hitos relevantes para conocer el contexto en el que se movían los intermediarios en esas fechas fue el euro. La introducción de la moneda única redujo algunas áreas de negocio como todas las vinculadas al cambio de divisas en la inversión transnacional, pero también fue un aliciente para que los grandes grupos financieros abordaran procesos de reestructuración de sus mesas de capitales lo que afectó a la localización de algunas entidades cuya presencia en España se mantuvo algunos años más, pero de forma prácticamente testimonial.

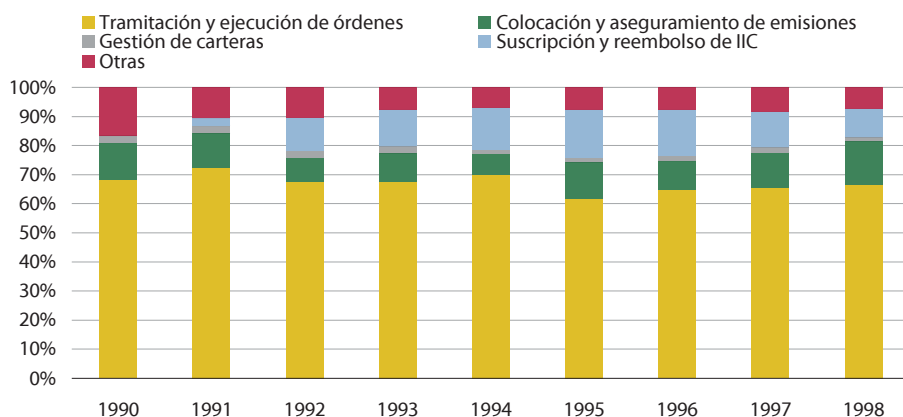
Por otra parte, en esas mismas fechas próximas al año 2000, la actividad de banca privada experimentó su gran edad de oro con respecto a los últimos años y se generalizó el uso de un nuevo instrumento sin el que no es posible entender la evolución de este negocio en los últimos años: la posibilidad de gestionar sus patrimonios utilizando como vehículo las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) de carácter societario (SICAV). A partir de esa fecha, se produjo un incremento espectacular en el número de SICAV (especialmente en el periodo 1999-2002), generando una nueva vía de negocio para las ESI que consiguieron acuerdos de gestión de parte de ellas. El peso relativo de los ingresos generados por esta actividad fue reducido en relación con su fuente principal de ingresos que continuaba siendo la tramitación y ejecución de órdenes, pero hay que tener en cuenta que se trata de cifras agregadas en las que se incluyen las grandes entidades dedicadas prácticamente en exclusiva a la intermediación. Lo cierto es que este nuevo negocio atrajo a nuevos jugadores al mercado dedicados prácticamente en exclusiva a esta actividad y aunque muchos de ellos optaron por crear otras figuras a las que se permite realizar esta actividad, como las sociedades gestoras de IIC (SGIIC), se trata de una actividad más cercana a la banca privada y, por tanto más propia de las ESI que a la gestión colectiva, propia de las SGIIC.

A pesar de que la Ley llevaba varios años publicada, el Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, sobre el régimen jurídico de las ESI, se puede considerar como el verdadero punto de partida de un escenario de total competencia entre entidades en el que tanto las ESI como las entidades de crédito podían ofrecer servicios de inversión en igualdad de condiciones.

El nuevo régimen jurídico redujo sustancialmente los capitales sociales mínimos requeridos a las sociedades y agencias de valores que, hasta ese momento, se situaba muy por encima de los mínimos contemplados en la DAC y de los exigidos a entidades homólogas en otros países de la Unión Europea. Así, el capital de las sociedades de valores se redujo de 4,5 a 2 millones de euros y el de las agencias de valores de 0,9 a 0,3 millones de euros; no obstante el importe mínimo se elevaba a 0,5 millones de euros cuando la agencia pretendía adquirir la condición de miembro de mercados secundarios, realizar la actividad de depósito o recibir fondos del público de manera instrumental y transitoria.

Evolución de las comisiones percibidas 1990-1998

GRÁFICO 6



Fuente: CNMV.

Por el contrario, el Real Decreto aumentaba el capital social mínimo exigido a las sociedades gestoras de carteras hasta 100 mil euros, frente a los 60 mil exigidos hasta ese momento.

El ejercicio 2001, en el que se publica el Real Decreto, se caracteriza por un retroceso en los mercados que afecta de nuevo a los resultados de las ESI. Sin embargo, esta situación no impidió que se continuaran tomando posiciones en el sector mediante la creación de nuevas entidades o adquisición de otras ya existentes, protagonizadas fundamentalmente por entidades financieras no residentes.

La estructura de propiedad del sector en diciembre de 2001 se recoge en el cuadro 2. A dicha fecha, existían 145 entidades (110 sociedades y agencias de valores y 35 sociedades gestoras de carteras). Como puede apreciarse, el sector de ESI registradas en España se repartía casi en partes iguales entre entidades independientes (45,5%) y financieras (54,5%), con claro predominio de las entidades nacionales (80%) sobre las extranjeras (20%).

Estructura de la propiedad del sector de ESI

CUADRO 2

Situación a 31 de diciembre de 2001

	Nº entidades	%
Independientes	66	45,5
Nacionales	65	44,8
Extranjeras	1	0,7
Entidades financieras nacionales	50	34,5
Bancos	23	15,9
Cajas	19	13,1
Seguros	8	5,5
Entidades financieras extranjeras	29	20,0
Comunitarias	22	15,2
No comunitarias	7	4,8
Total	145	100,0

Fuente: CNMV.

También en el año 2001, con la publicación del RD 948/2001 que concretaba sus requisitos de funcionamiento, se puso en marcha el Fondo de Garantía de Inversiones (FOGAIN). La estructura del sistema de garantía se articula mediante una sociedad gestora cuyos accionistas son las entidades adheridas y el fondo se nutre de las aportaciones de estas entidades calculadas en función de los valores y dinero de clientes que poseen. El sistema es mutualista y exige que todas las entidades que operan en los mercados realicen aportaciones al fondo para cubrir las insolvencias. Una de las principales características de este fondo es que es completamente privado, la única presencia pública radica en su Consejo de Administración en el que están representadas la CNMV y las Comunidades Autónomas con competencias en mercados de valores, con voz pero sin voto.

En una primera fase, el FOGAIN tenía solo como adheridas a las sociedades y agencias de valores. Las sociedades gestoras de carteras, tenían la obligación de contratar un seguro de responsabilidad civil. Sin embargo, tal contratación fue imposible, por lo que la Ley 53/2002 de medidas fiscales, administrativas y del orden social, estableció la incorporación de éstas como nuevas entidades adheridas.

En 2003, la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva amplía la actividad de las SGIIC, a las que esencialmente se daba acceso al mercado de banca privada permitiendo que gestionaran discrecionalmente carteras de valores de los clientes. Este cambio, supone un elemento importante que determinará la evolución futura del sector de intermediación, ya que, a la hora de decidir la creación de nuevas entidades o reordenación de las existentes, entran en consideración nuevos factores como son, la nueva capacidad operativa de las SGIIC, especialmente en lo que se refiere a la posibilidad de comercializar las IIC gestionadas u otras de terceros, que permite a algunos grupos formados por ESI y SGIIC eliminar, por economía societaria, alguna de ellas. Por otra parte, los distintos capitales mínimos exigidos a ESI y SGIIC también pueden afectar a la decisión que se tome al respecto; y por último, la nueva estructura de intermediarios deja, prácticamente, sin interés alguno la figura de las sociedades gestoras de cartera.

En consecuencia, este nuevo contexto, así como la maduración de los efectos de la DSI y, en especial de la libertad de establecimiento, ha supuesto que los grandes grupos financieros nacionales e internacionales hayan iniciado procesos de reestructuración de los canales a través de los cuales venían prestando servicios de inversión en España, con objeto de conseguir una mayor racionalización de las inmovilizaciones financieras y una importante reducción de los costes operativos. No obstante, las reestructuraciones se han llevado a cabo de manera diferente según los tipos de entidades.

Algunos grupos financieros con sede en países de la Unión Europea, alguno de los cuales habían entrado en el capital de las ESI a finales de los años noventa, han optado por el traspaso de la actividad desarrollada por éstas a la sucursal bancaria operante en España. Es el fenómeno denominado “*sucursalización*” y que se acentúa en el primer lustro del año 2000, una vez que las entidades de crédito, nacionales o extranjeras con presencia física en España, pueden acceder como miembros al mercado bursátil.

Algunos de los principales grupos financieros españoles que han participado en el sector de sociedades y agencias de valores desde su origen, o aquellos que, a lo largo de estos años han ido incrementando su participación en el mercado

financiero mediante, entre otras, la adquisición de sociedades o agencias de valores, han optado por la fusión por absorción de estas filiales, de manera que estas entidades quedan integradas como departamentos de la entidad bancaria. Además de la racionalización de estructuras operativas que ambos procesos provocan, es de señalar la simplificación que se produce desde el punto de vista de la supervisión, al menos, por lo que se refiere a la supervisión prudencial.

Por otro lado, aprovechando el auge de Internet, algunos grupos financieros crearon entidades especializadas en la prestación de servicios por esta vía mediante sociedades o agencias de valores especializadas. También en este ámbito se ha producido la concentración de estos servicios en una única entidad a través de procesos de fusión por absorción.

Por último, y como es evidente, algunas entidades no han alcanzado sus expectativas de negocio, por lo que han decidido liquidar sus actividades. En este sentido, parece importante identificar el grado de supervivencia desde el último “boom” del mercado, producido con el auge de Internet. Considerando las entidades que han causado baja en el Registro de la CNMV, desde el año 2000, hay tres SGC y tres sociedades y agencias de valores que no han permanecido en el registro más de dos años.

Los mercados de valores españoles, en 2006, han registrado un comportamiento excepcional en términos de actividad y rentabilidad, después de tres ejercicios en los que se han repetido las ganancias. En este contexto, la creación de nuevas sociedades y agencias de valores continúa siendo un negocio atractivo. Así, mientras que en los dos últimos ejercicios los grandes grupos financieros han comenzado a abandonar el sector, surgen nuevos tipos de promotores de negocio. Una posible tipología de las entidades registradas en los últimos años podría ser la siguiente:

- Entidades vinculadas a grupos financieros de países no pertenecientes a la Unión Europea. En general, controladas por bancos suizos que ofertan a sus clientes, habitualmente de patrimonio elevado, un servicio de gestión discrecional de carteras que combina la gestión tradicional con formas de inversión más sofisticada.
- Entidades promovidas por personas físicas procedentes de las reestructuraciones citadas anteriormente, con amplios conocimientos financieros y que cuentan con carteras de clientes. En la mayor parte de los casos, se trata de entidades de tamaño reducido que prestan servicios muy especializados, básicamente, la comercialización de IIC y la gestión de carteras de terceros, y, en especial, de SICAV. Es de destacar a este respecto que la intermediación bursátil, que ha sido durante muchos años, el negocio principal de las entidades participantes en este sector, comienza a ser, para estas nuevas entidades, un servicio que complementa su actividad principal.
- Sociedades y agencias de valores promovidas por compañías de seguros cuya actividad consiste en la comercialización de las IIC gestionadas por la SGIIC del grupo así como para prestar los servicios de asesoramiento y gestión de carteras. Si bien, no es previsible que este tipo de entidades siga aumentando pues las nuevas posibilidades operativas de las SGIIC pueden plantear esta figura como alternativa con mayor capacidad operativa.

- Entidades que pretenden cubrir el negocio denominado habitualmente como “family office”. Proviene del mundo del asesoramiento y las nuevas capacidades operativas les permiten mantener a los clientes (en general familias de alto patrimonio y gran capacidad inversora) en todo el proceso de inversión. Se trata de un nuevo fenómeno de integración vertical, en el que la independencia es muy bien valorada por los clientes.

2.3 Sociedades Gestoras de Carteras

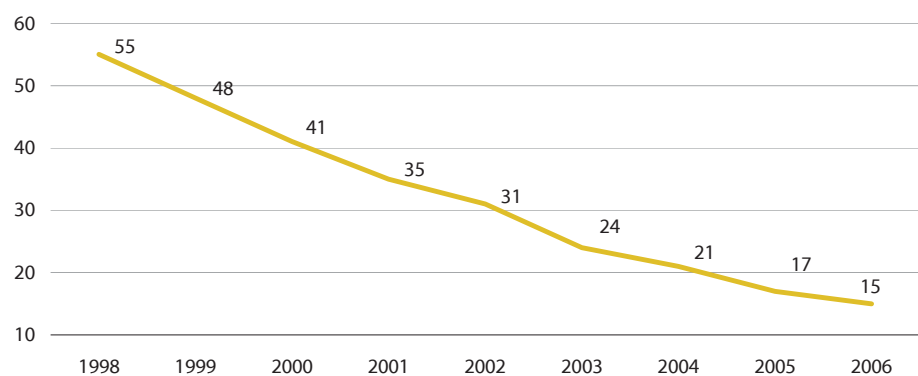
Como ya se ha mencionado, desde la publicación de la LMV de 1988, este sector ha experimentado una intensa reorganización, caracterizada por un continuo descenso en el número de sociedades gestoras de carteras. Si bien, esta evolución negativa del número de entidades se ha acrecentado en los últimos ejercicios como consecuencia, principalmente, de las crisis de algunas entidades de pequeño tamaño, generalmente en la actividad de gestión de carteras, (por ejemplo, los casos AVA Asesores de Valores, A.V., S.A., Gescartera Dinero, A.V., S.A., Broker Balear, A.V., S.A., Bolsa 8, A.V., S.A. y XM Patrimonios, A.V., S.A. etc.) que han afectado a su vez a otras entidades; así como de las nuevas posibilidades operativas que la Ley 35/2003 concedió a las SGIIC.

Las sociedades gestoras de carteras han tenido tradicionalmente un tamaño muy reducido. Así, aproximadamente un 80% de ellas cuentan con menos de 10 empleados. Por otro lado, las 15 sociedades gestoras de carteras inscritas en la CNMV a final de 2006 habían obtenido un beneficio próximo a 4 millones de euros, si bien destaca que el 46% de lo mismos habían sido generados solo por una entidad (perteneciente a un grupo bancario nacional).

Por ello, cabría esperar que esta tendencia descendente continúe en los próximos ejercicios ante la creciente competitividad a la que tienen que hacer frente estas entidades.

Evolución del número de sociedades gestoras de cartera

GRÁFICO 7



Fuente: CNMV.

3 Características del sector en la actualidad

Una vez descritos los movimientos ocurridos en el sector de sociedades y agencias de valores desde su nacimiento y en el de sociedades gestoras de carteras desde su consideración como empresa de servicio de inversión, se va a describir las características que definen al sector en la actualidad.

3.1 Composición accionarial

El cuadro 3 muestra de manera esquemática cómo se distribuían las empresas de servicios de inversión en el momento de la publicación del RD 867/2001 en función de sus accionistas y cual es la situación en diciembre de 2006.

Estructura de la propiedad del sector de ESI: comparación 2001-2006 CUADRO 3

	31 dic 2001		31 dic 2006	
	Nº entidades	%	Nº entidades	%
Independientes	66	45,5	59	51,3
Nacionales	65	44,8	56	48,7
Extranjeras	1	0,7	3	2,6
Entidades financieras nacionales	50	34,5	41	35,7
Bancos	23	15,9	14	12,2
Cajas	19	13,1	16	13,9
Seguros	8	5,5	11	9,6
Entidades financieras extranjeras	29	20,0	15	13,0
Comunitarias	22	15,2	7	6,0
No comunitarias	7	4,8	8	7,0
Total	145	100,0	115	100,0

Fuente: CNMV.

Hay que señalar que del total de entidades inscritas a 31 de diciembre de 2006 se han deducido cuatro entidades cuyas bajas se han inscrito en enero de 2007 pero las operaciones societarias que las generaban habían sido autorizadas en 2006, por lo que a esa fecha ya no estaban operativas.

Lo primero que llama la atención es la reducción del número de entidades, nada menos que 30 entidades menos en 5 años, lo que da una idea de lo agitado que está el registro en esta etapa. Por otra parte, aumenta el peso relativo de las entidades independientes o no vinculadas a otros grupos financieros, esencialmente por la entrada de “entidades de directivos” y las de “family office”. Aunque el aumento de

la importancia relativa es ligero, hay que tener en cuenta que ha habido muchas bajas y muchas altas.

Por lo que respecta a las entidades de grupos financieros nacionales, se observa una reducción considerable en el grupo de las pertenecientes a bancos debido, esencialmente, a la integración en la estructura bancaria de la ESI y también como consecuencia de los movimientos de integración que ha habido en el sector bancario en los últimos años. El porcentaje de las pertenecientes a cajas de ahorro permanece estable y las pertenecientes a compañías de seguros, debido a que no pueden operar en el mercado de valores directamente, experimentan un crecimiento sustancial.

Por último, en el caso de las entidades financieras extranjeras, se confirma la reducción experimentada en aquellas pertenecientes a países de la Unión Europea que están llevando a cabo un traspaso de la actividad a las sucursales bancarias operantes en España “*sucursalización*” y el ligero aumento de las pertenecientes a países no comunitarios, principalmente Suiza, que no se pueden beneficiar de la utilización del pasaporte europeo.

En suma, se podría decir que el sector se ha reducido esencialmente por la salida de entidades vinculadas a grupos bancarios nacionales, los efectos de la Directiva de Servicios de Inversión sobre las entidades extranjeras y una profunda renovación de las entidades independientes. Esta parece ser la tendencia para el futuro. Serán pocas las entidades vinculadas a grandes grupos financieros que entren en el sector, en primer lugar porque ya no quedan muchos por entrar y además, porque la alternativa de hacerlo mediante sucursal es más eficiente. Por todo ello no se prevé que el sector tenga crecimiento alto en el futuro, sino más bien un receso en el número de entidades, sólo compensado por la entrada de nuevas entidades independientes, pequeñas en cuanto a personal y medios, pero muy especializadas en su actividad.

3.2 Redes comerciales

Por lo que se refiere a las sucursales, la mayor parte está concentrada en las principales plazas financieras y son escasas las sucursales de empresas de servicios de inversión no ubicadas en capitales de provincia.

La estrategia de expansión apoyada en la creación de una red de representantes, tiene el atractivo de una menor incidencia sobre los costes fijos del negocio de la entidad representada, pero genera un coste de control muy importante y la infidelidad o fraude de los representantes ha sido históricamente la causa más importante de crisis en este sector. Es de destacar que las entidades no pertenecientes a entidades financieras son las que han practicado esta política con mayor intensidad.

En cuanto a los representantes, a 31 de diciembre de 2006, había 45 entidades que tenían suscrito un total de 7.210 contratos de agentes. Aunque la cifra es enorme, hay que señalar que el 77% del total corresponden a una compañía de seguros que usa a sus agentes para tal fin. Esta práctica es frecuente en entidades pertenecientes a compañías de seguros, como lo demuestra el hecho que cuatro de las cinco ESI con mayor número de contratos pertenecen a este tipo de sociedades.

3.3 Estructura del negocio

La principal característica del negocio de las empresas de servicios de inversión en España es, como se ha comentado a lo largo de este trabajo, su dinamismo y el alto grado de competencia, lo que hace que se trate de un sector en permanente evolución, que aún no ha alcanzado el equilibrio.

En este contexto, la capacidad para adaptarse rápidamente a las circunstancias del mercado y para buscar nuevos nichos de negocio o especializarse en áreas en las que se dispone de ventaja comparativa es esencial y solo las entidades que tienen esta facilidad, sobreviven. Por ello, es difícil hacer clasificaciones de entidades en cuanto a su actividad y cuando se hacen, quedan obsoletas con rapidez.

A pesar de ello, en el sector se pueden detectar los siguientes tipos de entidades:

- Por un lado, un reducido número de entidades de gran tamaño, la mayoría vinculada a grandes grupos financieros nacionales o internacionales, que prestan todos los servicios de inversión, aunque el principal sea la intermediación y ejecución bursátil y que, por lo general, obtienen elevados beneficios. En el caso de entidades pertenecientes a grupos financieros, normalmente se trata de un negocio inducido y generado por el grupo que aprovecha su red o su balance.
- Entidades de dimensión reducida especializadas en la comercialización de productos, generalmente IIC gestionadas por el grupo. Se trata igualmente de entidades cuyo negocio viene generado por el grupo. También suelen ser muy rentables, esencialmente porque no incurrir en grandes costes.
- Entidades independientes especializadas en servicios de valor añadido, como gestión, asesoramiento, etc. Con frecuencia, se trata de entidades de reducido tamaño y su rentabilidad es variable, dependiendo de su clientela. En general, buscan clientes de banca privada, pocos pero de patrimonios elevados. En ningún caso son clientes minorista. No suelen incurrir en riesgos de balance porque no reciben dinero de clientes ni depositan sus valores.

Como ya se ha mencionado, desde el año 1989 los ingresos procedentes de la tramitación y ejecución de órdenes han sido la principal fuente de ingresos de las entidades y durante varios años ha sido su actividad clave o principal, si bien, con el transcurso de los años, se ha ido incrementando la actividad en otras líneas de negocio, como la comercialización de IIC, convirtiéndose en la segunda fuente de ingresos agregada del sector, creciendo en importancia cada año, mientras que la intermediación y ejecución va reduciendo su importancia en el sector.

Por otra parte, las sociedades y agencias de valores que están abandonando el sector son aquellas que tienen una mayor presencia en la contratación bursátil, actividad que están traspasando a sus matrices bancarias que adquieren la condición de miembros de los mercados. Es decir, la ejecución bursátil pierde importancia relativa de forma acelerada (casi 15 puntos porcentuales en un año) y es previsible que esta tendencia se acentúe en los próximos años, debido a la pérdida de entidades especializadas en esta actividad.

Además, el incremento en el número de participantes en el mercado ha provocado una importante reducción en las comisiones aplicadas que, en media, se sitúan en

niveles inferiores a los existentes hace 15 años, por lo que los ingresos por esta actividad pierden peso relativo sobre el total de las comisiones percibidas.

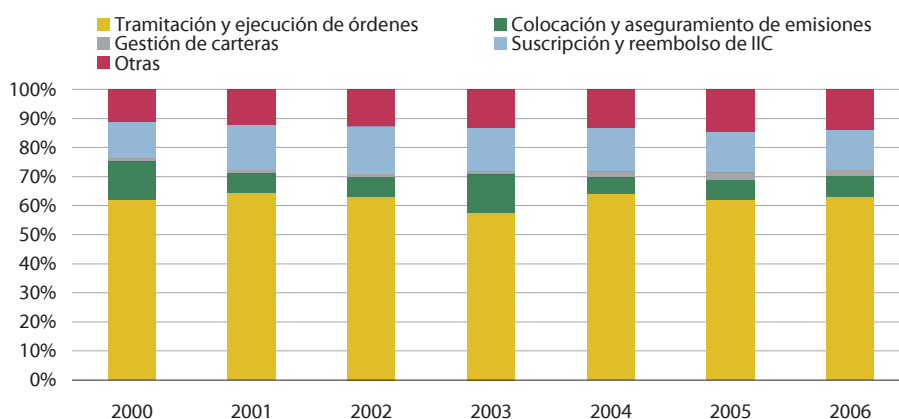
En relación a la actividad por cuenta propia, siempre ha sido marginal en relación con los ingresos obtenidos de la prestación de servicios. De hecho, a pesar de que todas las sociedades de valores, excepto cinco, declaran en su programa de actividades la operativa por cuenta propia, los resultados obtenidos de dicha actividad tienen una importancia relativa mínima respecto al resto de ingresos, incluso en ejercicios en los que, como el 2006, la bolsa ha experimentado una gran revalorización.

En consecuencia, la intermediación y ejecución ha pasado de ser la actividad más rentable y la base del negocio del sector a ser una actividad complementaria de otras y prácticamente sin rentabilidad. De la misma forma, la comercialización de IIC, la estrella en cuanto a rentabilidad de los últimos años está dejando paso a otras actividades, no vinculadas a la comercialización masiva, especializadas y de mayor valor añadido, como la gestión de carteras o el asesoramiento especializado, obviamente a clientes de renta elevada.

En suma, parece que el sector ha cedido a las entidades de crédito que disponen de grandes redes comerciales el negocio minorista, un negocio basado en la comercialización, y el negocio de riesgo (cuenta propia, depósito de valores, etc.) y se va especializando en clientes de banca privada y de negocio institucional para la prestación de servicios de valor añadido y que no requieren importantes medios materiales o recursos financieros, sino medios humanos especializados.

Evolución de las comisiones percibidas 2000-2006

GRÁFICO 8



Fuente: CNMV.

3.4 Rentabilidad y solvencia

El conjunto de sociedades y agencias de valores obtuvo un beneficio aproximado de 496 millones de euros en el año 2006. Únicamente 11 de las 96 entidades inscritas en la CNMV en esa fecha incurrieron en pérdidas, en torno a 450 mil euros y, de ellas, sólo una era una sociedad de valores que, junto a dos agencias, concentraban un 53% aproximadamente de las pérdidas.

Por lo que respecta a los beneficios, estos se aproximan a los 496,5 millones de euros. De las 89 entidades que los obtienen, hay 8 que concentran el 50%. Estas ocho entidades son todas ellas sociedades de valores y, salvo una, pertenecen a grupos financieros.

Por otra parte, se puede afirmar que el sector es solvente en la actualidad. Además de por los resultados obtenidos, por su situación de recursos propios que, como se observa en el cuadro 4, sólo una agencia de valores tiene unos recursos propios computables inferiores a la cifra de capital social mínimo exigido, mientras que más de las mitad de las sociedades de valores tienen unos recursos propios computable cinco veces por encima de los mínimos exigidos.

Solvencia de las sociedades y agencias de valores

CUADRO 4

Situación a 31 de diciembre de 2006

Importes en miles de euros

Sociedades de valores		Agencias de valores	
Recursos propios computables ¹	Nº de entidades	Recursos propios computables ²	Nº de entidades
2.000 - 10.000	21	< de 300	1
10.001 - 25.000	15	300 - 1.000	16
25.001 - 50.000	3	1.001 - 2.000	16
50.001 - 100.000	3	2.001 - 4.000	12
> 100.000	3	> 4.000	10

Fuente: CNMV.

1. El capital social mínimo exigido es de 2 millones de euros.

2. El capital social mínimo exigido es de 0,3 millones de euros.

4 Perspectivas a corto plazo

La estructura futura estará muy condicionada por los cambios normativos y entre los próximos, sin duda la estrella es la Directiva de Mercados e instrumentos financieros, con frecuencia conocida por sus siglas en inglés (MiFID).

Las consecuencias de este importante cambio regulatorio son difícilmente predecibles. En primer lugar porque el proceso normativo no está completo. La MiFID no está transpuesta a la normativa española ni a la normativa de otros países que pudieran servir como modelo comparativo. Además, las Directivas publicadas han dejado abiertas bastantes dudas de interpretación que deben ser resueltas de forma clara para que la aplicación sea homogénea.

La MiFID vierte sus efectos no sólo sobre las empresas de servicios de inversión, sino también sobre todas las entidades que prestan servicios, entidades de crédito y gestoras de instituciones de inversión colectiva, sectores interrelacionados con el de las empresas de servicios de inversión. Por último, uno de los cambios más importantes que introduce la Directiva es el cambio en la estructura de los mercados que también tendrá importantes efectos sobre las empresas, difíciles de concretar aún.

De todas formas, cabe esperar que a corto plazo no se produzcan movimientos bruscos en las altas y bajas de entidades inscritas, si no que se mantenga la tendencia de los últimos años. Esto es, que continúen los procesos de reestructuración de los grupos financieros nacionales e internacionales bien por la reubicación de la prestación de los servicios de inversión en otras entidades habilitadas de sus grupos bien por el abandono de su presencia directa en España, por lo que es muy probable que el sector vaya perdiendo “*grandes entidades*” que prestan todos los servicios y la intermediación y ejecución bursátil como estrella.

Por lo que respecta a la promoción de nuevas entidades es probable que continúe el auge de las independientes, en ocasiones procedentes de las reestructuraciones producidas en el sector, de tamaño reducido, que prestarán servicios muy especializados, principalmente, la comercialización de IIC y gestión de carteras o asesoramiento. Respecto a este último servicio, además de la gestión discrecional de carteras de particulares, también se gestionarán SICAV y, se abre una nueva vía de negocio orientada a la gestión de IIC de inversión libre (*hedge fund*) derivada de los recientes cambios normativos en el área de la Inversión Colectiva.

Por otra parte, es poco probable que se constituyan un número elevado de nuevas entidades vinculadas a algún grupo financiero nacional (casi todos ya están presentes) o extranjero, sin presencia activa en el mercado español. Eventualmente alguna compañía de seguros podría pretender el acceso al mercado. En cuanto a los grupos extranjeros, la MiFID intensifica la actuación transfronteriza de las entidades, por lo que difícilmente puede resultar atractivo para los grupos

extranjeros crear nuevas entidades en España, salvo que lo hagan adquiriendo entidades en funcionamiento.

Por último, es previsible la reducción paulatina del número de sociedades gestoras de cartera, que podrían traspasar su negocio a las SGIIC del grupo o transformarse en entidades con mayor capacidad operativa.

Un efecto importante de la MiFID es la elevación al rango de servicio de inversión del asesoramiento en materia de inversión, entendido como la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros, frente a la consideración de servicio complementario que tenía con la normativa en vigor. Este hecho importante, según como se configure la normativa española de transposición hace prever que genere un elevado número de nuevas inscripciones.

Por otro lado, el establecimiento de normas destinadas a lograr la armonización de las normas de conducta, entre las que destaca la clasificación de clientes en nuevas categorías, una mayor exigencia en la información a facilitar a los clientes y la obligación de someter a los clientes a “*tests de idoneidad o conveniencia*” para evaluar si el servicio que se les va a prestar es “*idóneo*”, va a suponer un coste de adaptación tecnológica. Tampoco es desdeñable el coste de formación de los empleados al que tendrán que hacer frente las entidades, con el consiguiente impacto negativo sobre sus cuentas de resultados.

A pesar de estos costes, la MiFID introduce normas muy importantes relativas a las relaciones con clientes que mejorarán la protección a los clientes. Es por ello que la Directiva debe plantearse como una oportunidad para aquéllos cuya posición en el mercado puede mejorar por una adaptación mejor o más rápida.

De todas formas, desde un punto de vista global no hay que olvidar que, en el caso español, la regulación ha sido generalmente exigente, tanto en lo relativo al establecimiento de sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos, como en lo relativo a las normas de transparencia y actuación con la clientela. Por ello, es de esperar que las exigencias que se derivan de la MiFID supongan un menor impacto diferencia en nuestro país frente a otros países miembros. Algo que podrían aprovechar nuestras empresas para aumentar la presencia en el exterior, quizás, el punto más débil de nuestro sector de sociedades y agencias de valores.

La evolución del Gobierno Corporativo en las Sociedades Cotizadas. Ejercicio 2005

Galo Juan Sastre Corchado (*)

(*) Galo Juan Sastre Corchado es Subdirector de Gobierno Corporativo de la Dirección de Informes Financieros y Contables de la CNMV.

1 Introducción

En diciembre de 2006, la CNMV publicó el segundo Informe de Gobierno Corporativo de la Entidades de Valores Admitidos a Negociación en Mercados Secundarios Oficiales correspondiente al ejercicio 2005. En este Informe se repasan los últimos avances en materia de gobierno corporativo tanto a nivel internacional como nacional y se realiza un análisis de las prácticas de buen gobierno de 176 compañías cotizadas, 19 entidades emisores de renta fija y 42 Cajas de Ahorro.

Este Informe se elabora a partir de los Informes Anuales de Gobierno Corporativo (en adelante IAGC) que estas entidades tienen que remitir a la CNMV en virtud de lo establecido en el artículo 116 de la Ley de Mercado de Valores (LMV). Los IAGC tienen por objeto facilitar una información completa y razonada sobre las estructuras y prácticas de gobierno corporativo de los emisores de valores admitidos a cotización en mercados secundarios oficiales, a fin de que los inversores puedan formarse una opinión fundada sobre esta materia.

El presente artículo analiza las prácticas de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas durante 2005. Las referencias de éstas prácticas se encuentran en las recomendaciones recogidas en el Código Olivencia de 1998 y en el Informe Aldama de 2003.

Hay que resaltar que el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en su sesión del 22 de mayo de 2006, aprobó el Código Unificado de Buen Gobierno. Este Código sustituye a los Códigos Olivencia y Aldama y supone una actualización de las recomendaciones teniendo en cuenta los últimos avances en esta materia a nivel internacional. Sin embargo, las sociedades cotizadas no deberán tomarlo como referencia hasta la elaboración del IAGC, que se presentará en el primer semestre de 2008, correspondiente al ejercicio 2007.

2 El principio de cumplir o explicar. Evolución de las prácticas de gobierno corporativo

En España el modelo en materia de gobierno corporativo es híbrido, es decir, determinadas cuestiones, especialmente las vinculadas con prácticas de transparencia y responsabilidad de los administradores, han dado origen a una serie de normas que se han incluido en la Ley del Mercado de Valores y en la Ley de Sociedades Anónimas. Sin embargo, en materia de organización y funcionamiento de las entidades cotizadas se ha optado por recomendaciones bajo el principio de “cumplir o explicar”, de tal forma que las entidades deberán indicar qué recomendaciones cumplen y explicar adecuadamente aquellos supuestos en que se opta por no seguir algunas de ellas.

La calidad de las explicaciones que los emisores den al mercado es fundamental para que los inversores puedan formarse una imagen adecuada del gobierno corporativo de una empresa. Para que el principio de “cumplir o explicar” sea verdaderamente eficaz, las empresas tienen que ser respetuosas con los conceptos y definiciones que puedan incluir los Códigos de Buen Gobierno.

En este sentido, en los IAGC correspondientes al ejercicio 2005 se observa una mayor calidad y claridad en las explicaciones que los emisores facilitan respecto al grado de cumplimiento de las recomendaciones de buen gobierno que en el año anterior.

No obstante unas 50 entidades incluyen explicaciones demasiado genéricas. Del informe elaborado por la CNMV se desprende que este esfuerzo clarificador debería centrarse, entre otras cuestiones, en los nombramientos de consejeros, especialmente los independientes, cuando no existe una propuesta previa de la Comisión de Nombramientos; en la falta de una proporción entre consejeros dominicales e independientes; en la transparencia en las remuneraciones y, finalmente, en los mecanismos establecidos para reducir los riesgos derivados de la existencia de un Presidente Ejecutivo.

En general puede afirmarse que no se han producido variaciones sustantivas en la estructura de gobierno corporativo con respecto al año anterior. Es previsible que la próxima entrada en vigor del Código Unificado genere cambios significativos. En este sentido conviene resaltar que algunas de estas modificaciones figuran en el orden del día de las Juntas Generales a celebrar en los próximos meses o en las adaptaciones de los reglamentos internos que las sociedades están efectuando en 2007. A continuación se recogen los aspectos más significativos de esta evolución.

— El tamaño medio de los Consejos se ha reducido ligeramente: 9,6 miembros para el conjunto de las sociedades analizadas (9,7 en 2004) y 14,5 para el Ibex 35 (15 en 2004). Solamente 18 entidades (19 en 2004) no cumplen la

recomendación de que exista una mayoría de consejeros externos en el Consejo.

- El 71,6% de las sociedades cotizadas (70,9% en 2004) mantienen una relación de equilibrio entre el número de consejeros dominicales e independientes y la proporción que existe entre el capital representado en el Consejo y el resto o presentan una proporción favorable a los independientes.
- La distribución de los miembros del Consejo por tipologías es similar al año 2004. El peso relativo de los consejeros dominicales (45,2%) aumenta ligeramente (43,5% el año anterior), mientras que el porcentaje que representan los independientes (31,1%) es algo inferior al registrado en 2004 (31,7%). En el 52,3% de las sociedades cotizadas (50,5% en 2004) la presencia de independientes es inferior a 1/3 de los miembros del Consejo.
- En general, los Comités de Auditoría están formados por una amplia mayoría de consejeros externos. Sin embargo, en 47 sociedades (58 en 2004) dicho Comité no cuenta con ningún consejero independiente. En otras 18 entidades (7 del Ibex 35) el Comité de Auditoría está formado exclusivamente por independientes, frente a 14 en 2004.
- Un total de 71 entidades (74 en 2004) no ha constituido la Comisión de Nombramientos y Retribuciones. Los consejeros externos representan una amplia mayoría en esta Comisión, pero 34 entidades (6 del Ibex 35) no cumplen la recomendación de que todos sus miembros sean consejeros externos, frente a 29 en 2004.
- Todos los nombramientos de consejeros independientes del Ibex 35 fueron a propuesta de la Comisión de Nombramientos. Sin embargo, en el resto de entidades analizadas el porcentaje se reduce al 60%.
- La retribución media de un consejero es de 203.000 euros, un 4,1% más que el año anterior, y la de los directivos ascendió a 346.200 euros frente a 262.900 euros en 2005. El incremento en la retribución tiene su origen en el importante crecimiento de este capítulo en determinadas compañías con una capitalización superior a los 1.000 millones de euros.
- El 54,5% de las entidades analizadas declaran haber realizado operaciones vinculadas con sus accionistas significativos por un importe de 61.614 millones de euros (33.839 millones de euros en 2004). La mayoría de las operaciones pertenecen al giro o tráfico ordinario y son de naturaleza financiera (préstamos, avales, derivados de cobertura, etc.).
- En promedio, el 71,3% del capital social participó en las Juntas de Accionistas celebradas en 2005 (71,7% en 2004). En el Ibex 35, ese porcentaje se redujo al 63,2% (65,2% en 2004).
- Un total de 23 entidades mantienen límites estatutarios al ejercicio de los derechos de voto.

3 Estructura de la propiedad

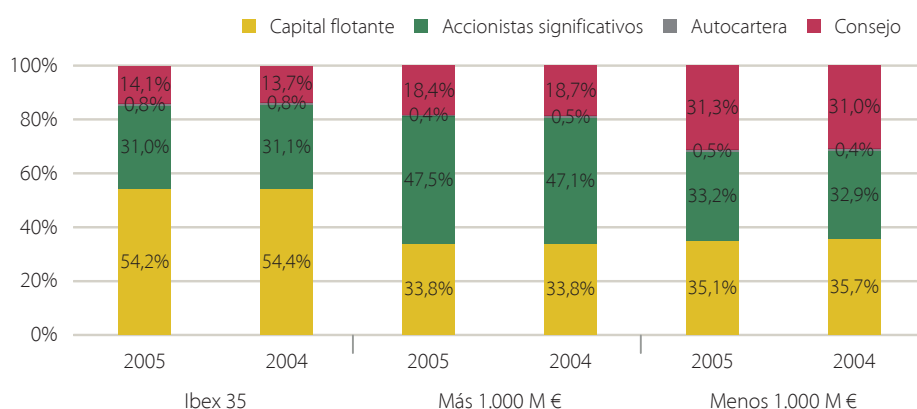
3.1 Capital social

Aunque las recomendaciones de buen gobierno lógicamente no inciden en la estructura de capital, ésta tiene una enorme importancia a la hora de determinar las prácticas de buen gobierno. A diferencia de lo que ocurre en otros países la estructura de las compañías españolas presenta una importante singularidad al concentrarse una parte significativa del capital en el Consejo y en accionistas significativos.

Tal como se observa en el gráfico 1, a nivel agregado la distribución de capital no ha sufrido variaciones significativas con respecto al ejercicio 2004¹.

Comparativa de la distribución porcentual del capital (en promedio)

GRÁFICO 1



Fuente: "Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales", ejercicio 2005, CNMV.

Para el conjunto de las compañías analizadas, el promedio de capital en manos del Consejo de Administración asciende al 26,0%, (26,2% en 2004), disminuyendo significativamente en las empresas del Ibex 35 hasta situarse en 14,1% (13,7% en 2004). Por tipología de Consejeros, el 14% corresponde a los consejeros dominicales, el 11,6% a los ejecutivos y el resto a los independientes y otros externos. La mayoría de los consejeros independientes – 87,3% del total – tienen una participación inferior al 0,1% del capital.

1 Los datos representan la media aritmética de la distribución del capital de las sociedades cotizadas, tomando como base de cálculo los porcentajes correspondientes, para cada sociedad, a las diferentes categorías incluidas en el gráfico. El porcentaje representativo de los accionistas significativos no consejeros se ha obtenido una vez deducidos los paquetes en poder de los miembros del Consejo de Administración.

El porcentaje medio de capital en poder de los accionistas significativos no consejeros ha pasado del 34,3% en 2004, al 34,8% en 2005. Para las compañías del Ibex 35 dicho promedio se ha mantenido en el 30%. Por tipología de inversores, se reparte de la siguiente manera: un 4,6% corresponde a personas físicas residentes (4,2% en 2004), un 22,2% a personas jurídicas residentes (23,1% en 2004) y el 8,1% inversores no residentes (6,9% en 2004).

Los importantes cruces accionariales entre compañías cotizadas es otra característica importante de nuestro mercado. Un total de 45 compañías cotizadas (48 en 2004) son accionistas significativos en 63 sociedades cotizadas (55 en 2004). Las entidades financieras tienen una presencia muy destacada en los diversos sectores de la economía nacional. Los bancos son accionistas significativos en 22 sociedades cotizadas (23 en 2004) y 31 Cajas de Ahorro participan en el accionariado de 45 sociedades (46 en 2004).

El promedio de capital flotante se sitúa en el 38,7% (39,0% en 2004). En el Ibex 35 esta cifra se sitúa en el 54,2% y para el resto de entidades en 34,4% del capital social. En 26 sociedades el capital flotante se ha incrementado en promedio un 11,1% del capital y en otras 42 ha disminuido en un 12%. El 68,8% de las sociedades cotizadas (66,5% en 2004), tienen un capital flotante superior al 25%. Sin embargo, hay 18 sociedades – 10,2% del total – cuyo capital flotante es inferior al 5%.

3.2 Pactos parasociales y acciones concertadas

Los pactos parasociales son aquéllos que regulan el ejercicio del derecho de voto en las Juntas Generales o que restringen o condicionan la libre transmisibilidad de las acciones y obligaciones convertibles o canjeables. El número de pactos declarados asciende a 22 y afectan, en promedio, al 46,5 % del capital de 19 sociedades cotizadas. La mayoría de los pactos se refieren a acuerdos de sindicación en el ejercicio de los derechos de voto, acuerdos que regulan la composición del Consejo de Administración u otros órganos de gobierno y acuerdos para establecer la política de dividendos o compromisos de permanencia en el capital de la sociedad cotizada.

Las acciones concertadas son acuerdos o convenios en virtud de los cuales las partes quedan obligadas a adoptar, mediante un ejercicio concertado de los derechos de voto de que dispongan, una política común en la gestión de la sociedad. Cuatro sociedades declararon la existencia de 5 acciones concertadas que afectaban, en promedio, al 41,6% del capital.

4 Estructura y funcionamiento del Consejo de Administración

4.1 Funciones y tamaño del Consejo

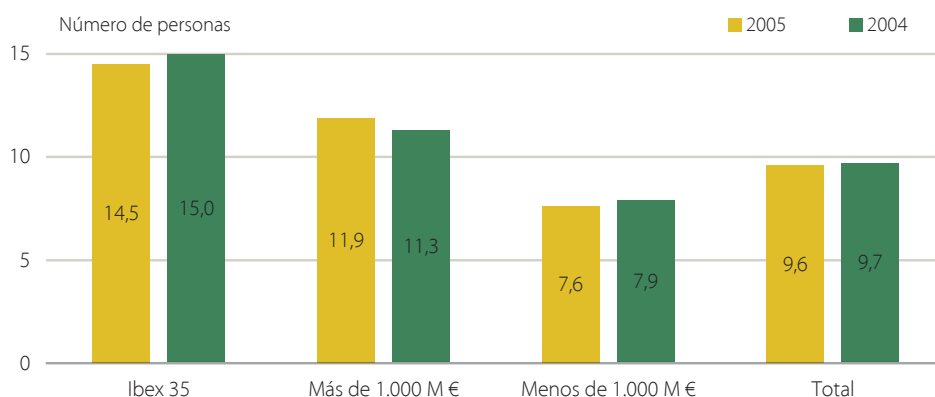
El Consejo de Administración debe tener como tarea esencial la función general de supervisión, que engloba la definición de la estrategia general de la compañía, el control de la gestión diaria y la comunicación con los accionistas de la sociedad. Todos los consejeros, con independencia de su condición, deben desempeñar sus funciones con unidad de propósito, defendiendo en todo momento el interés social, entendido como el interés común de todos los accionistas, lo que supone desarrollar una política orientada a la maximización del valor económico de forma sostenida.

Las recomendaciones de buen gobierno insisten en que el Consejo tengan un número de miembros que garantice un funcionamiento eficaz y participativo, por lo que es aconsejable que esté formado por un número entre 5 y 15 miembros.

Tal como se observa en el gráfico 2, el tamaño medio de los Consejos de Administración de las sociedades cotizadas no ha experimentado variaciones significativas con respecto al ejercicio anterior.

Tamaño medio del Consejo de Administración

GRÁFICO 2



Fuente: "Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales", ejercicio 2005, CNMV.

El total de consejeros que componen los órganos de administración de las sociedades cotizadas asciende a 1.694, de los cuales 508 corresponden a compañías del Ibex 35. El promedio por entidad se sitúa en 9,6 consejeros (9,7 en 2004). Para las compañías del Ibex 35, el tamaño medio se sitúa es 14,5 miembros (15 en 2004). Sin embargo, todavía el 20% de las compañías cotizadas no cumplen con la

recomendación de un tamaño entre 5 y 15 miembros. Dentro de este conjunto de entidades se encuentran 15 compañías del Ibex 35 todas ellas con un tamaño del Consejo superior a 15 miembros.

Durante 2005, la presencia de mujeres en los Consejos de Administración de las compañías cotizadas apenas ha experimentado variación. El promedio de mujeres en los Consejos ha pasado del 5,9% en 2004 al 5,6% en 2005, mientras que para las compañías del Ibex 35 se ha situado en un 3,3% frente al 3,4% del año anterior.

4.2 Tipologías de consejeros

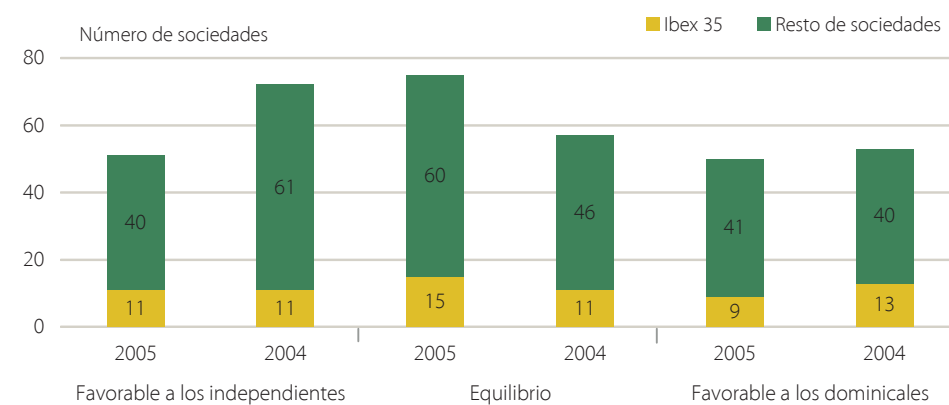
Para conseguir un adecuado desarrollo de sus funciones es aconsejable que el Consejo de Administración esté compuesto mayoritariamente por externos, reduciéndose al mínimo necesario la presencia de ejecutivos. Únicamente en 18 compañías, todas ellas con una capitalización inferior a 1.000 millones de euros, la presencia de consejeros externos no es mayoritaria.

La distribución entre consejeros dominicales e independientes debería guardar la adecuada proporción existente entre el capital de la sociedad representado por los consejeros dominicales y el resto de capital. En resumen, si los consejeros independientes representan a los accionistas minoritarios, su peso en el Consejo debería estar en proporción con el capital flotante de la compañía.

Como se observa en el gráfico 3, en el 72% de las compañías se mantiene este equilibrio o presentan una proporción favorable a los independientes.

Relación entre independientes y dominicales

GRÁFICO 3



Fuente: "Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales", ejercicio 2005, CNMV.

4.3 Presencia de Consejeros Independientes

Una de las principales recomendaciones en materia de buen gobierno se refiere a la presencia de consejeros independientes, que son aquellos que desempeñan sus funciones sin verse condicionados por relaciones con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos. Los consejeros independientes representan, en promedio, el 31,1% (31,7% en 2004) del Consejo. Esta cifra se eleva al 40,7%

(39,2% en 2004) para las compañías del Ibex 35. Los consejeros independientes representan la mayoría del Consejo en el 17,6% de las sociedades analizadas (16,5% en 2004). En el 52,3% (50,5% en 2004) de las sociedades cotizadas – 31,4% para el Ibex 35 – la presencia de independientes es inferior a 1/3 de los miembros del Consejo.

El importante papel que desempeñan hace necesario que todos ellos cumplan con las condiciones que los Códigos de Buen Gobierno incluyen para que puedan ser calificados como tales. En su Informe, la CNMV señala que en la revisión, a partir de los criterios establecidos en los Códigos Olivencia y Aldama y en la Recomendación 162/2005/CE relativa al papel de los administradores no ejecutivos, se ponen de manifiesto una serie de situaciones que pueden cuestionar su calificación como independientes.

- Haber sido empleado o consejero ejecutivo de la sociedad sin que hayan transcurrido 3 ó 5 años, respectivamente, desde su cese.
- Haber mantenido durante el año una relación de negocios con una Sociedad en la que el Grupo tiene influencia significativa.
- No haber sido propuestos por la Comisión de Nombramientos.
- Ser consejero ejecutivo de una sociedad perteneciente al Grupo de un accionista significativo.
- Ser Presidente de una entidad que mantiene una relación de negocios importante con la sociedad.
- Ser reclasificado de dominical a independiente sin que se haya producido ninguna modificación, respecto al año anterior, en las circunstancias por las cuales fue encuadrado como dominical.

4.4 Presidente del Consejo

El Presidente asume la tarea de dirigir las reuniones del Consejo y fomentar la participación activa de todos sus miembros. Por tanto es un elemento clave en el buen funcionamiento del Consejo. Uno de los principales debates se centra en la asunción por el Presidente de las labores de primer ejecutivo de la entidad. Las recomendaciones de buen gobierno no se pronuncian sobre dicha conveniencia, además en los países de nuestro entorno los modelos varían significativamente. No obstante, las recomendaciones insisten en que cuando el Presidente asume estas labores es necesario adoptar una serie de medidas que equilibren la concentración de poder en una sola persona.

En 84 compañías – 47,7% del total – el Presidente asume funciones de primer ejecutivo (60,0% en el Ibex 35). El porcentaje de empresas en las que no se produce la separación de funciones es similar al del año 2004 (47,2%). En 17 compañías existen requisitos específicos para el nombramiento del Presidente del Consejo de Administración (18 en el año anterior). Los requisitos más habituales son la pertenencia previa al órgano de administración y una edad inferior a un límite determinado.

Según se desprende de los IAGC, las principales cautelas adoptadas para reducir el riesgo de concentración de poderes en los Presidentes ejecutivos son las siguientes: existencia de una Comisión Delegada que asume las funciones ejecutivas, atribución de la gestión diaria a un órgano distinto al Presidente y delegación de funciones en distintas Comisiones delegadas del Consejo con presencia significativa de administradores independientes.

Además, algunas sociedades han nombrado Vicepresidentes del Consejo de Administración que tienen la condición de independientes, aunque sus funciones varían de una entidad a otra.

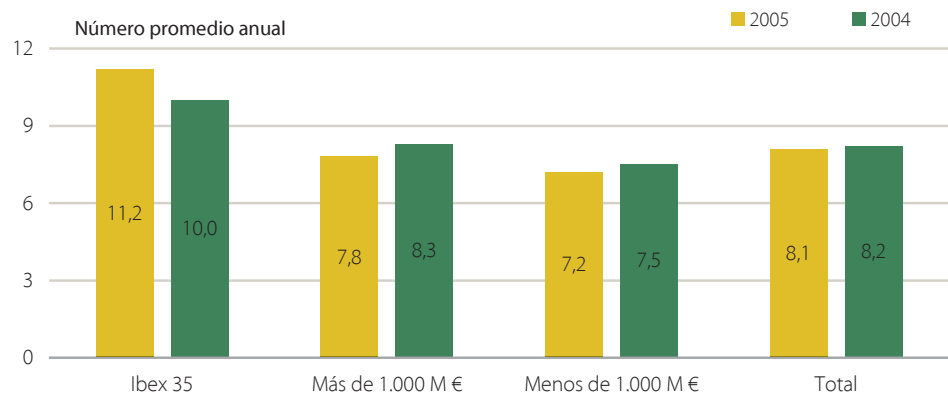
4.5 Reuniones del Consejo y adopción de Acuerdos

Los Consejos de Administración deben reunirse con la periodicidad suficiente para desempeñar con eficacia sus funciones. El Código Unificado subraya que la falta de asistencia de los consejeros se reduzca a casos indispensables y se cuantifique en el IAGC.

El gráfico 4 muestra, en promedio anual, el número de reuniones celebradas por los Consejos de las sociedades cotizadas, por grupos de capitalización bursátil.

Reuniones anuales del Consejo

GRÁFICO 4



Fuente: "Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales", ejercicio 2005, CNMV.

5 El Comité de Auditoría. Control de riesgos e información financiera

5.1 Normativa y composición

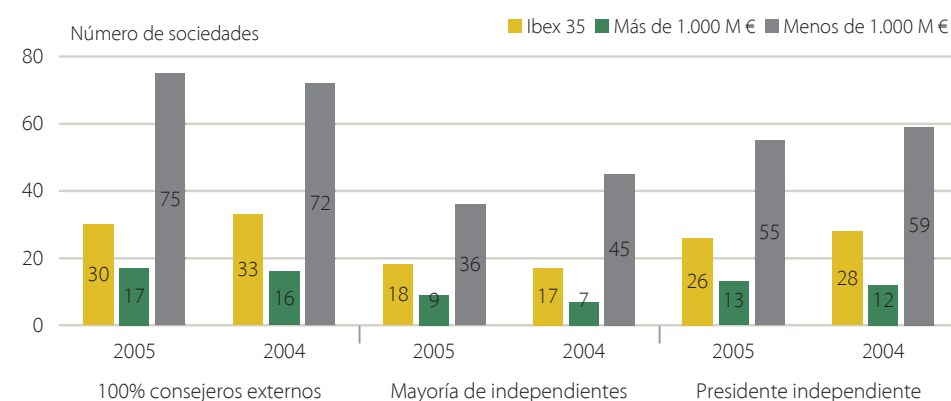
La existencia de un Comité de Auditoría es una de las principales recomendaciones de buen gobierno y una práctica generalizada en los países de nuestro entorno. Sin embargo, en algunos países como en Australia, Canadá, Italia, USA o España es norma de obligado cumplimiento.

Efectivamente, la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, que introduce la Disposición Adicional 18ª de la LMV transforma la recomendación del Código Olivencia de la existencia de un Comité de Auditoría en norma de obligado cumplimiento, estableciendo los requisitos básicos de su composición y funcionamiento. En 2003 el Informe Aldama incluía una serie de recomendaciones para favorecer su funcionamiento, resaltando la conveniencia de que todos sus miembros fueran consejeros externos y estuviera presidida por un consejero independiente.

Finalmente, el Código Unificado recoge un amplio número de recomendaciones en cuanto a las funciones a desarrollar por el Comité de Auditoría tendentes a garantizar la calidad e integridad de la información que las entidades facilitan a los inversores y la supervisión de la auditoría interna y externa y los sistemas de control de riesgos.

Composición del Comité de Auditoría

GRÁFICO 5



Fuente: "Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales", ejercicio 2005, CNMV.

Las tareas de supervisión a desarrollar por el Comité de Auditoría aconsejan que sus miembros tengan la experiencia suficiente y los conocimientos adecuados. El

Código de Buen Gobierno va un poco más lejos que la LMV al recomendar que esté constituido por al menos tres miembros, todos ellos consejeros externos, bajo la presidencia de un consejero independiente.

Los Comités de Auditoría de las sociedades cotizadas están formados por un promedio de 3,3 miembros y, en general, tienen una amplia mayoría de consejeros externos (véase gráfico 5). En 63 compañías (de las cuales 18 pertenecen al Ibex 35), que suponen el 35,7% del total (37,9% en 2004) los independientes representan más del 50% de sus miembros.

Dentro de este grupo, en 18 sociedades (7 del Ibex 35) el Comité de Auditoría está formado exclusivamente por independientes. Sin embargo, en 47 entidades 26,7% del total (25,8% en 2004) el Comité de Auditoría no cuenta entre sus miembros con ningún consejero independiente. Esta circunstancia se repite en 2 compañías del Ibex 35.

En el 2005, 94 sociedades, el 53,4% del total (54,4% en 2004) tienen un presidente independiente en el Comité de Auditoría. De estas entidades 26 son del Ibex 35 (28 en 2004).

5.2 El Comité de Auditoría y el control de riesgos

La determinación y gestión de los riesgos es un proceso realizado por la alta dirección y supervisado por el Consejo de Administración. El Código Unificado asigna al Comité de Auditoría un papel destacado en la política de control de riesgos, que debe encaminarse a una adecuada identificación de los riesgos a los que se enfrenta la entidad, estableciendo el nivel que se considera aceptable y las medidas a adoptar ante una posible materialización de alguno de ellos.

Las compañías de mayor dimensión y capitalización bursátil facilitan más información en sus IAGC sobre los riesgos asumidos. Es práctica común la elaboración de mapas de riesgo que incluyen: i) una definición de los riesgos asumidos por la entidad, ii) una serie de indicadores y niveles máximos de asunción de riesgos, iii) normas de medición y control y iv) medidas para paliar la posible materialización de algunos de los riesgos previamente definidos.

Las compañías suelen agrupar los principales riesgos que les afectan en cuatro grandes tipologías: riesgos financieros (crédito, mercado, liquidez, etc.), operacionales, regulatorios y medioambientales. Los IAGC suelen indicar que, durante el ejercicio, se han materializado riesgos relacionados con los negocios, pero dentro de unos límites que consideran razonables, y que los sistemas de control interno han funcionado correctamente. Sin embargo, muy pocas entidades identifican de forma expresa dichos riesgos.

5.3 El Comité de Auditoría, la información financiera y la auditoría legal

Respecto a la calidad de la información financiera, las recomendaciones de buen gobierno aconsejan que las cuentas que el Consejo presente a la Junta se hagan sin reservas ni salvedades en el informe de auditoría. El 91,8% de los informes de auditoría de 2005 presentan una opinión favorable, por el contrario 62 cuentas anuales -8 correspondientes a compañías del Ibex 35- presentan informes de

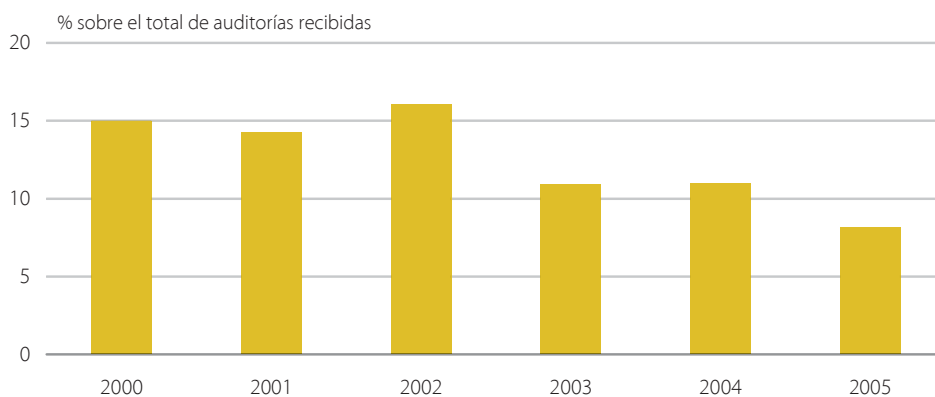
auditoría con salvedades, si bien la opinión de auditoría de 23 cuentas anuales – 5 del Ibex 35- incluye una excepción por falta de uniformidad en la aplicación de los criterios contables. Este tipo de excepciones no refleja ningún incumplimiento de las normas contables vigentes, ya que el auditor manifiesta expresamente en su opinión que las cuentas anuales expresan la imagen fiel del patrimonio, los resultados y la situación financiera y contienen la información necesaria y suficiente para su interpretación adecuada.

Respecto a los informes de auditoría que presentan salvedades, excluidas excepciones por uniformidad, 20 incluyen salvedades cuantificadas, 5 limitaciones al alcance y 25 incertidumbres.

Es evidente la importante contribución de los comités de Auditoría a la mejora de la calidad financiera difundida al mercado. Una buena medida es, precisamente, el descenso a lo largo de los últimos años del número de informes de auditoría que presentan salvedades por incumplimientos de normas contables, incertidumbres o limitaciones al alcance (véase gráfico 6).

Auditorías con salvedades

GRÁFICO 6



Fuente: "Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales", ejercicio 2005, CNMV.

Los principios de buen gobierno también establecen una serie de recomendaciones en la relación entre cliente y auditor, ya que la ausencia de conflictos de interés entre ambos es un elemento clave a la hora de garantizar el trabajo independiente del auditor. En esta relación, el Código Unificado considera que el Comité de Auditoría también debe jugar un papel relevante en la propuesta selección, nombramiento, reelección y sustitución del auditor, en la supervisión de la ejecución de los planes de auditoría y en la garantía de independencia del auditor, facilitando una mayor transparencia cuando el cambio de auditor tenga su origen en desacuerdos con el emisor.

6 La Comisión de Nombramientos. Nombramientos y retribuciones del Consejo y la Alta Dirección

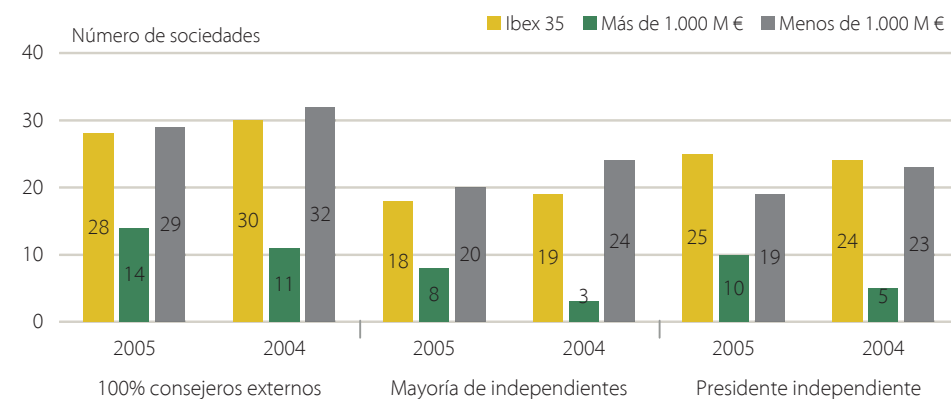
6.1 Normativa y composición

El Código Olivencia señala que la misión primordial de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones es cuidar de la integridad del proceso de selección de los consejeros y altos directivos de la compañía, procurando que las candidaturas se ajusten al perfil de la vacante, y auxiliar al Consejo en la determinación y supervisión de la política de remuneraciones.

El Código Unificado recomienda que esta Comisión esté compuesta sólo por consejeros externos, en su mayoría independientes. También aconseja que los candidatos a consejeros independientes sean siempre propuestos al Consejo por la Comisión de Nombramientos, mientras que para el resto de consejeros vayan siempre informados por ella.

Composición de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones

GRÁFICO 7



Fuente: "Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales", ejercicio 2005, CNMV.

Un total de 105 compañías – 59,6% de la muestra – tienen constituida la Comisión de Nombramientos y Retribuciones, que está formada por un promedio de 3,7 consejeros. Todas las empresas del Ibex 35 cuentan con esta Comisión, si bien en una entidad sus funciones están asignadas a una Comisión del Consejo creada para supervisar las operaciones vinculadas y en otra compañía sólo se ocupa de las retribuciones. Durante el año 2005, 3 compañías han constituido por primera vez esta Comisión.

En general, los consejeros externos representan una amplia mayoría sobre los ejecutivos, pero en 34 compañías (6 del Ibex 35) no se cumple la recomendación del Código Olivencia de que todos sus miembros sean consejeros externos. El 51,4% (48,1% en 2004) de las Comisiones están presididas por un independiente (véase gráfico 7).

6.2 Nombramientos de Consejeros

El proceso de búsqueda y selección de consejeros tiene por objeto incorporar a la sociedad aquellos profesionales más cualificados cuyo perfil se ajuste a las necesidades de la compañías en cada momento. La selección de nuevos consejeros debería efectuarse mediante un proceso perfectamente definido a partir de una propuesta inicial de la Comisión de Nombramientos, al menos para los consejeros independientes.

Durante el ejercicio 2005, se han producido 222 nombramientos de nuevos consejeros y 230 bajas, en un total de 99 y 102 sociedades respectivamente. El 58,6% de los nuevos nombramientos ha sido a propuesta de la Comisión de Nombramientos. Por tipología de consejeros, los nombramientos propuestos por esta Comisión se distribuyen como sigue: 55,7% dominicales, 54,8% ejecutivos, 63,3% independientes y 60,0% otros.

De las 352 reelecciones registradas en 2005, el 58,5% se han producido a propuesta de esta Comisión: 54,1% dominicales, 57,9% ejecutivos, 67% independientes y 44,4% otros externos.

Estos porcentajes ponen de manifiesto que el papel que juega esta Comisión en la propuesta de nombramientos de consejeros, especialmente en lo que se refiere a los independientes, es todavía limitado, por lo que las entidades deberían hacer un mayor esfuerzo, máxime teniendo en cuenta, que el Código Unificado incluye como requisito necesario para la calificación de un Consejero como independiente que la propuesta de su nombramiento parta de este Comité.

6.3 Retribuciones del Consejo y la Alta Dirección

Las recomendaciones en materia de retribuciones tratan de compaginar la búsqueda de profesionales cualificados con los principios de moderación, vinculación con los rendimientos de la empresa y máxima transparencia.

La política de retribuciones debe orientarse a atraer a personas competentes, estar presidida por la regla de moderación y vinculada a los rendimientos individuales y de la compañía, ofreciendo incentivos para la dedicación de los consejeros aunque sin comprometer su independencia. Además, la información sobre las retribuciones debe inspirarse en el principio de máxima transparencia como medida eficaz para evitar el riesgo de retribuciones excesivas.

Por último, el Código Unificado recomienda que la Junta de Accionistas asuma un papel más activo en la política de remuneraciones a los consejeros, aconsejando someterla a su votación aunque sólo tenga carácter consultivo.

6.4 Remuneraciones del Consejo

La política de remuneraciones – excepto por lo que se refiere a planes de opciones, pagos en acciones y otras remuneraciones basadas en la cotización de las acciones (obligación legal) – no se suele someter a la aprobación de la Junta, ni tan siquiera con carácter consultivo, más allá de las líneas generales establecidas en los Estatutos.

Tampoco es una práctica generalizada que las sociedades cotizadas desglosen, en las cuentas anuales o en los IAGC, los importes de las retribuciones individuales que percibe cada consejero. No obstante, cabe subrayar que 10 compañías del Ibex 35 – 28,6% del índice – publican la remuneración individual de cada consejero.

La retribución media por Consejo asciende a 1,96 millones de euros, lo que supone un promedio de 203.000 euros por consejero, un 4,1% más que en 2004 (195.000 euros), manteniéndose las diferencias entre las compañías del Ibex 35 y el resto de entidades cotizadas.

La distribución de las remuneraciones por tipología de consejeros no es homogénea. Los consejeros independientes perciben, en promedio, en 654.000 euros anuales (578.000 en 2004), frente a los 88.000 euros de los consejeros externos (84.000 en 2004). Este diferencial se explica, en buena media, porque en las remuneraciones de los ejecutivos se incluyen tanto los salarios que perciben por el desempeño de sus funciones directivas, como las retribuciones por su condición de consejero.

De acuerdo con las reglas de gobierno corporativo, la política de remuneraciones del Consejo debe relacionarse con los rendimientos de la compañía. En el ejercicio 2005, las retribuciones de los Consejos representaron, en promedio, el 3,7% de los resultados de las sociedades cotizadas, frente al 4,8% el ejercicio anterior.

Por lo que se refiere a la Alta Dirección, su retribución media se sitúa en 346.216 euros anuales (262.900 en 2004). Dentro del Ibex 35, el promedio por directivo aumenta hasta 530.731 euros (511.700 en 2004), y en las entidades de capitalización inferior a 1.000 millones de euros se sitúa en promedio 135.600 euros. Entre las compañías de mayor capitalización bursátil, la retribución media de los altos directivos se concentra mayoritariamente en el tramo comprendido entre 200.000 y 500.000 euros anuales.

En el IAGC de 2005, un total de 68 sociedades – 38,6% del total – declaran haber suscrito cláusulas de garantía o blindaje a favor de 421 miembros de la Alta Dirección. La mayor concentración se produce dentro del Ibex 35, donde el 83% de las compañías informan que han establecido este tipo de cláusulas a favor de 312 altos directivos. Sólo una entidad ha sometido a la Junta General de Accionistas su aprobación y otras 14 han informado de sus existencia a la Junta.

7 Operaciones vinculadas y conflicto de intereses

7.1 Obligaciones y recomendaciones

Las relaciones entre la sociedad cotizada con sus accionistas, administradores y directivos deben de estén presididas por los deberes generales de diligencia y lealtad, así como por el principio de máxima transparencia. Se trata de evitar que, aprovechándose de su posición ventajosa dentro de la sociedad, se puedan realizar operaciones beneficiosas para sus intereses pero que detraigan recursos para la sociedad, lo que redundarían en detrimento de todos los accionistas.

Las sociedades cotizadas tienen que informar en sus IAGC sobre las operaciones que realicen con los accionistas, administradores y cargos directivos, así como de las operaciones “intra-grupo” que no se eliminen en el proceso de consolidación, siempre y cuando este tipo de operaciones sean significativas por su cuantía o relevantes para una adecuada comprensión de la información pública periódica.

Las operaciones con partes vinculadas ascendieron a 65.807 millones de euros (un 78% más que en 2004) de las que un 95% corresponden a accionistas significativos. Aunque 81 entidades han declarado la realización de operaciones con accionistas significativos, dos compañías del Ibex 35 concentran el 49% de este volumen. La mayoría de las operaciones pertenecen al tráfico ordinario de sus actividades y son, fundamentalmente, de naturaleza financiera (préstamos, avales o contratos de instrumentos derivados para coberturas de tipos de interés o tipos de cambio). Los avales y los derivados financieros se registran en los IAGC por el nominal de los contratos, que es la base para calcular su valor de mercado y no refleja el importe efectivo por el que se liquidaran las transacciones.

Respecto a los conflictos de intereses de los administradores, el artículo 127 ter de la Ley de Sociedades Anónimas obliga a los consejeros a comunicar al Consejo cualquier situación de conflicto que pudieran tener con el interés de la sociedad y abstenerse de intervenir en la operación a la que el conflicto se refiera. Un total de 25 compañías -20 en 2004- han declarado que se ha producido algún de conflicto de intereses, y que los consejeros afectados se abstuvieron de participar en las deliberaciones y votaciones del Consejo o Comisiones delegadas. Las transacciones afectadas por conflictos de interés fueron principalmente: contratación de servicios profesionales entre la cotizada y una persona vinculada a un consejero; realización de operaciones financieras entre la cotizada y el accionista significativo que nombró al consejero y ampliaciones de capital por aportaciones de un accionista donde el consejero de la cotizada también es consejero.

8 Junta General de Accionistas

8.1 Obligaciones y recomendaciones

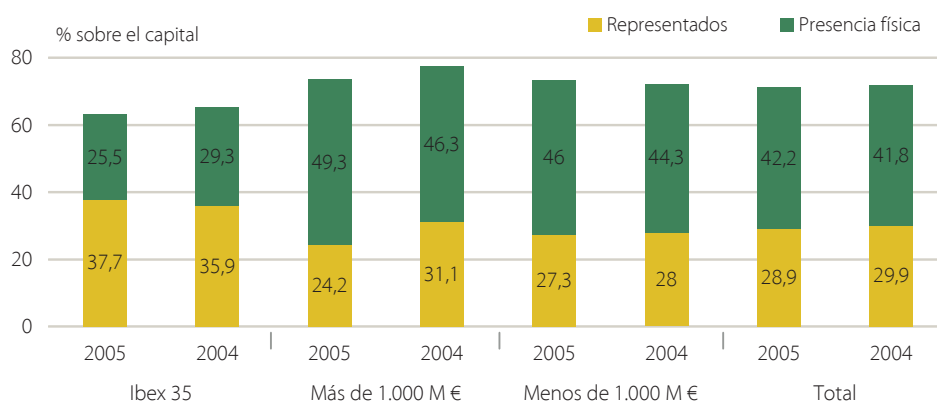
En los últimos años se observa un creciente interés en dinamizar el papel de la Junta de Accionistas como órgano supremo de la sociedad. Se trata de evitar, como se señalaba en el Código Olivencia, que las Juntas queden reducidas a una reunión protocolaria o simplemente rutinaria, de tal forma que se potencie su papel como órgano de decisión y control básico para la vida de la sociedad y la tutela de los intereses de los accionistas.

Las recomendaciones en materia de gobierno corporativo se han centrado en favorecer la participación de todos los accionistas. Algunas de estas recomendaciones, tales como la existencia de un reglamento de la Junta, el uso de los avances tecnológicos para fomentar la participación de los accionistas o el deber del administrador de evitar un conflicto de intereses cuando se haya formulado solicitud pública de representación, se han incorporado a la LMV y a la Ley de Sociedades Anónimas.

El Código Unificado refuerza la consideración de la Junta como órgano máximo de decisión al recomendar que determinadas cuestiones que afectan de forma sustancial a la vida de la empresa se sometan a la aprobación de la Junta. Así, aconseja aumentar la transparencia en la toma de decisiones mediante la publicación con la suficiente antelación de las propuestas que se sometan a votación en la Junta y la votación separada de cada propuesta.

Participación en Juntas Generales de Accionistas

GRÁFICO 8



Fuente: "Informe de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales", ejercicio 2005, CNMV.

El promedio de participación en las Juntas celebradas en el año 2005 es del 71,3% del capital frente al 71,6 del 2004. Para el Ibex 35 la participación media de los accionistas en 2005 es del 63,17% (65,2% en 2004) mientras que para el resto de sociedades cotizadas se sitúa en el 73,4% del capital (73,2% en 2004). El gráfico 8 muestra la participación media de los accionistas en las Juntas Generales celebradas en el año 2005 en comparación con el 2004, diferenciando los porcentajes de capital de los accionistas presentes y representados para cada grupo de capitalización.

Únicamente, las Juntas Ordinarias de Accionistas de 82 sociedades han registrado una asistencia superior al 75% del capital, aunque sólo un 12% de ellas tienen un capital flotante superior al 50%. De las 70 entidades con una participación entre el 50% y el 75%, solamente el 38,5% mantienen un capital flotante por encima del 50%. Estos datos ponen de manifiesto que es necesario incentivar la asistencia de los accionistas minoritarios a las Juntas.

Para potenciar el papel de la Junta como órgano supremo de la sociedad cotizada las recomendaciones de buen gobierno insisten, entre otras cuestiones, en la eliminación de las limitaciones estatutarias y del requisito de un número mínimo de acciones para poder asistir a la Junta, así como en la utilización de las nuevas tecnologías de la información y las comunicaciones.

Respecto a las limitaciones estatutarias, el Código Unificado pone de manifiesto que la existencia de un mercado de control es un estímulo para el buen gobierno de las sociedades cotizadas. Las restricciones estatutarias más significativas se refieren a las denominadas medidas anti-opa. En este sentido la mayoría de las entidades ya no incluyen en sus estatutos este tipo de restricciones. No obstante, un total de 23 compañías todavía mantiene restricciones al ejercicio de los derechos de voto.

El 60,2% de las sociedades cotizadas han establecido requisitos sobre el número mínimo de acciones para poder asistir a la Junta General de Accionistas: a) en 9 (10 en 2004) sociedades (1 del Ibex 35) se ha fijado como límite mínimo el 1 por mil del capital B) en 13 (14 en 2004) sociedades (5 del Ibex 35) el límite mínimo se sitúa entre 500 y 10.000 acciones, c) en 84 (88 en 2004) sociedades el número mínimo para asistir a la Junta es inferior a 500 acciones, d) en las 70 sociedades restantes (6 del Ibex 35) no existe ninguna restricción.

Por último en cuanto a la utilización de las nuevas tecnologías para facilitar la participación de todos los accionistas, especialmente los pequeños accionistas y los no residentes, al amparo de la Ley 23/2003 de 17 de julio y de la Orden Ministerial ECO/3722/2003 de 26 de diciembre, en los últimos años las sociedades iniciaron un proceso de modificación de los estatutos y del reglamento de la Junta General para contemplar la posibilidad del voto a distancia. En 2005, el 57,14% de las compañías del Ibex 35 ya habían habilitado el voto electrónico aunque su utilización en términos de porcentaje de capital ha sido marginal.

Los datos expuestos ponen de manifiesto una baja utilización del sistema de voto electrónico por el accionariado, debido en gran medida a dificultades técnicas. En este sentido conviene recordar que entre las iniciativas ya adoptadas por la Unión Europea se encuentra favorecer el ejercicio de los derechos de los accionistas. Entre estas actuaciones destaca la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del

Consejo sobre el ejercicio de los derechos de voto por parte de los accionistas que tengan su sede social en un Estado miembro.

Esta Directiva persigue el objetivo de lograr que accionistas no residentes, puedan ejercer sus derechos en las juntas con la misma facilidad con que lo efectúan los accionistas que residen en el Estado miembro en el que tiene su sede social la sociedad.

Ello exige la adopción de medidas que supriman los obstáculos que dificultan el acceso de los accionistas no residentes a la información previa a las Juntas General de Accionistas, así como al ejercicio de los derechos de voto, sin asistir físicamente a las Juntas Generales. Otro objetivo del proyecto de Directiva es el uso de las tecnologías actualmente disponibles para posibilitar que la información este disponible y sea accesible, así como para consolidar la opción de poder ejercitar el derecho de voto sin necesidad de asistir a la Junta General de Accionistas. Es decir, la supresión de las limitaciones existentes y de las trabas administrativas que hacen que el voto a distancia o el voto por representación resulten difíciles y costosos.

9 Consideraciones finales

A lo largo de éste artículo se han descrito las principales características que presentan el gobierno corporativo de las entidades cotizadas en el ejercicio 2005, sin que se observen variaciones sustanciales con respecto al año anterior. La modificación de las estructuras de gobierno corporativo es una tarea compleja y lenta y, por tanto, no es previsible cambios drásticos de un año a otro.

Probablemente, los próximos informes anuales de gobierno corporativo muestren cambios más relevantes derivados de la aprobación del Código Unificado, especialmente en cuestiones como el tamaño del Consejo, el peso de los consejeros independientes, el papel de las Comisiones de supervisión y control, la transparencia de las remuneraciones del Consejo y la Alta Dirección, la aprobación por la Junta General de cuestiones especialmente relevantes para la sociedad y la participación de los accionistas minoritarios en las Juntas.

En los primeros meses del año 2007 las convocatorias de las Juntas Generales incorporan en los órdenes del día diversos cambios para adecuar la organización y el funcionamiento de las entidades a las nuevas recomendaciones. También se están introduciendo modificaciones en los reglamentos internos con el objeto de incorporar a la normativa interna las recomendaciones tal como se incluyen en el Código Unificado, o, al menos, eliminar preceptos internos que impedían o dificultaban su cumplimiento.

A nivel agregado algunos datos del ejercicio 2005 son especialmente relevantes a la hora de analizar la futura evolución del gobierno corporativo, aunque no conviene olvidar que las prácticas de buen gobierno de una entidad deben analizarse siempre en su conjunto. También hay que tener en cuenta la particular estructura accionarial de las sociedades cotizadas, ya que en un buen número de empresas existen diversos accionistas significativos.

El peso de los consejeros independientes es inferior al promedio de capital flotante y en más de la mitad de las sociedades cotizadas (52,3%) su número es inferior a un tercio. Un total de 71 entidades todavía no han constituido una Comisión de Nombramientos y Retribuciones, requisito necesario para la futura consideración de un consejero como independiente. Las Comisiones delegadas deberían reforzar su papel en asuntos de gran trascendencia como la calidad de la información financiera, la política de nombramientos, especialmente de los consejeros independientes y las retribuciones del Consejo y la Alta Dirección. Aunque están formadas mayoritariamente por externos, el peso de los independientes representa en promedio el 42% y 46% de sus miembros respectivamente. Tampoco los Consejos de Administración suelen presentar a la Junta las líneas maestras de la política de remuneraciones y el número de empresas que facilitan datos individualizados no es muy significativo.

Por lo que se refiere a las Juntas Generales de Accionistas es necesario conseguir una mayor participación de los accionistas minoritarios. Un dato revelador es que únicamente el 12% de las entidades con una participación en Junta superior al 75% del capital tienen más de un 50% de capital flotante. En este sentido hay dos iniciativas a tener muy en cuenta. El Anexo II del Código Unificado incluye una recomendación al Gobierno para revisar el Real Decreto 116/1992 sobre anotaciones en cuenta para que también las sociedades cotizadas con acciones al portador puedan hacer efectivo su derecho a conocer sus accionistas y facilitar la administración de sus Juntas. Una segunda iniciativa es la próxima aprobación por la Unión Europea de la Directiva sobre el ejercicio de los derechos de voto de los accionistas no residentes.

Por último, los Códigos de Buen Gobierno se basan en su voluntariedad y en el principio de cumplir o explicar. Las sociedades cotizadas son libres de seguir o no las recomendaciones, pero en aquellos casos que se alejen de alguna recomendación, para que el principio de cumplir o explicar sea verdaderamente efectivo, es necesario evitar explicaciones genéricas y ser muy respetuosos con los conceptos y definiciones que puedan incluir los Códigos de Buen Gobierno.

II Estudios

Las exclusiones de negociación bursátil en el mercado español y el capital riesgo

Nuria Baena Tovar (*)

(*) Nuria Baena Tovar pertenece a la Dirección de Estudios y Estadísticas de la CNMV. Este artículo es un resumen de la Monografía nº 12 de la CNMV, del mismo título realizada por la autora.

1 Introducción

En 2005 se produjo la exclusión de negociación del mercado continuo español de tres empresas (Amadeus, Cortefiel y Recoletos) de cierta importancia en términos de capitalización y liquidez. Estas exclusiones presentaron como particularidad en relación a las realizadas en años anteriores el estar promovidas por inversores de capital riesgo que habían entrado en el capital de la empresa cotizada mediante una oferta pública de adquisición (opa) previa. Este tipo de operaciones - denominadas *public to private* (PtoP)- no se habían realizado prácticamente hasta entonces en el mercado español, también en Europa han sido escasas.

La entrada de inversores de capital riesgo se está produciendo, asimismo, en empresas no cotizadas, facilitando la venta de empresas familiares y participaciones de otras grandes empresas. A las exclusiones de compañías cotizadas y la venta privada de sociedades no cotizadas se une a la escasa utilización de la salida a bolsa como medio de desinversión del capital riesgo. Estas circunstancias incrementan la importancia del progresivo descenso del número de empresas cotizadas. No se descarta además que en el futuro se produzcan nuevas exclusiones.

En este contexto cabe analizar el fenómeno del auge de las operaciones PtoP, su racionalidad económica y los factores que pueden estar influyendo en su aumento, como la valoración de las sociedades excluidas y los costes de cotizar en bolsa. También se ofrecen los resultados de un ejercicio de identificación de posibles nuevas exclusiones.

2 Las operaciones *public to private*

Al hablar de operaciones PtoP nos referimos a las compras de participaciones significativas de empresas que cotizan en bolsa que, con posterioridad a la adquisición, son excluidas del mercado. La mayoría de estas operaciones se financian con un porcentaje de deuda elevado, superior a la media de la industria o sector en que se encuentran. Por ello, la literatura empírica se refiere a las PtoP también con la denominación *Leveraged buyout* (LBO). La mayor parte de estas operaciones están lideradas por un equipo gestor, bien por el de la propia sociedad¹ o por gestores externos².

La literatura económica recoge ocho argumentos o hipótesis que justifican las operaciones PtoP. Una primera fuente de riqueza procede de la obtención de beneficios fiscales, por la posibilidad de deducir los intereses que genera el alto endeudamiento de la empresa adquirida. Este argumento se rechaza bajo la premisa de que, en un mercado competitivo por el control societario, el predecible beneficio fiscal puede ser incorporado al precio de compra y, por tanto, resultar apropiado por el antiguo accionista de la sociedad objetivo.

La teoría de la agencia proporciona tres hipótesis explicativas de las PtoP. En primer lugar, la reunificación de la propiedad y el control supone una realineación de los intereses de los gestores y de los accionistas que puede incrementar el valor de la empresa. En segundo lugar, la concentración del capital que se produce en la operación de compra permite una mejora de la calidad del control de los gestores. En tercer lugar se apunta la función de control que ejerce el endeudamiento sobre los proyectos de inversión, al obligar a realizar una gestión más eficiente de los recursos.

La literatura económica apunta también como posible ventaja de las operaciones de compras apalancadas de empresas la transferencia de riqueza de los bonistas a favor de los accionistas por el aumento de la proporción de deuda en la estructura financiera de la empresa. Sin embargo, los estudios empíricos no proporcionan una evidencia clara de esta explicación.

Otros tres argumentos a favor de las compras apalancadas de empresas cotizadas son: (i) la reducción de los costes asociados a la cotización en bolsa, (ii) la defensa frente a opas hostiles y (iii) la apropiación de las posibles diferencias positivas entre la capacidad estimada de generación de beneficios y el valor de mercado de la empresa.

1 Estas operaciones se denominan *management buyout* (MBO).

2 Estas operaciones se denominan *management buyin* (MBI).

3 Las operaciones *public to private* en España

Las operaciones PtoP en España se han producido en un contexto de auge de la actividad del capital riesgo en nuestro país. Las entidades de capital riesgo participaron activamente en los procesos de compra de tres de las sociedades excluidas del mercado continuo español en 2005 -Amadeus, Cortefiel y Recoletos- y en el intento frustrado de compra de Aldeasa. En años anteriores, las entidades de capital riesgo sólo habían promovido la exclusión de Parques Reunidos en 2004, si bien la capitalización de esta sociedad era claramente inferior a las del 2005 (véase cuadro 3).

Los datos de PtoP para Europa también muestran que este tipo de operaciones han sido escasas históricamente aunque desde 2004 se ha producido un cierto aumento tanto del número como del importe medio de las mismas³.

Entre las razones para explicar el interés del capital riesgo en las operaciones PtoP en España se encuentran:

- (i) La búsqueda de alternativas de inversión en el contexto europeo en su horizonte de inversión de medio y largo plazo.
- (ii) Los bajos tipos de interés están favoreciendo que las entidades de capital riesgo puedan estructurar operaciones apalancadas (LBO) con buenas expectativas de rentabilidad. Las compras de Amadeus y Cortefiel tuvieron estas características.
- (iii) La existencia de holgada liquidez en el sistema, que en el caso de las empresas de capital riesgo se refleja en la acumulación de fondos pendientes de invertir, sobre todo procedente de operadores internacionales. Ello ha hecho que aumente el tamaño de las empresas en las que invertir.
- (iv) La mayor asunción de riesgos por parte de los bancos especializados en este tipo de operaciones, facilitando su financiación o tomando parte en ellas. Los bancos españoles han sido tradicionalmente reacios a entrar en operaciones con riesgos superiores al habitual. Así por ejemplo, a excepción del SCH, la financiación de compras apalancadas debía proceder de bancos extranjeros⁴.
- (v) La competencia pan-europea entre las grandes firmas internacionales de capital riesgo, cuya presencia en España es cada vez mayor, ejerce una presión al alza sobre los precios que están dispuestas a pagar por las sociedades.

3 En la UE de los 15 (excepto Grecia), Noruega y Suiza, el número medio de operaciones PtoP fue de 24 por año entre 2000 y 2004. El importe medio fue de 503 millones de euros.

4 Los principales financiadores de LBO a nivel mundial por operaciones son Credit Suisse First Boston y Chase Manhattan.

4 Caracterización de las sociedades excluidas en las bolsas españolas

El número total de empresas cotizadas en el mercado bursátil español se ha ido reduciendo de forma continuada en los últimos años. Como puede apreciarse en el cuadro 1, a finales de 2005 el número de empresas cotizadas en el Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE) era de 125 -17 menos que hace cuatro años.

El número de exclusiones en 2005 no fue elevado en relación con ejercicios anteriores. En el SIBE, las exclusiones en sentido estricto – esto es, sin considerar las bajas por fusión entre empresas o las derivadas de un cambio en el ámbito de negociación - fueron seis (incluida Cortefiel), prácticamente el mismo número que en 2002, 2003 y 2004. Las empresas excluidas fueron: Aldeasa, Amadeus, Cortefiel, Global Steel Wire, Recoletos y Volkswagen. De éstas, tres (Amadeus, Cortefiel y Recoletos) fueron promovidas por entidades de capital riesgo. Se produjo asimismo una exclusión significativa en el SIBE por motivos de fusión, la de Terra, por su integración en Telefónica.

Número de empresas¹ excluidas de cotización en las bolsas españolas

CUADRO 1

	2001	2002	2003	2004	2005
Total	14	23	47	24	14
SIBE	5	7	11	7	7
Exclusiones	2	6	6	7	6²
Por fusión	3	1	5	0	1
Corros	8	11	35	12	3
Exclusiones	8	9	26	12	3
Por fusión	-	2	9	-	-
2º mercado	1	5	1	5	4
Pro-memoria: N° empresas cotizadas					
Total	267	251	219	198	186 ²
SIBE	142	140	132	128	125 ²
Corros	96	87	65	53	47
2º mercado	29	24	22	17	14

Fuente: CNMV.

1. A finales de año, sin incluir las SICAV.

2. Incluye la exclusión de Cortefiel, cuyo proceso de PtoP se inició en mayo de 2005, si bien su exclusión efectiva se produjo el 21 de marzo de 2006.

En el cuadro 2 puede apreciarse que la capitalización de las empresas excluidas del mercado continuo tramitadas en 2005 no fue una cifra especialmente elevada, 9.416 millones de euros. Esta cifra supone un aumento del 6,4% respecto a 2004 pero es inferior a los 9.854,1 millones de euros de 2003. Si no se consideran las exclusiones técnicas por fusión, la capitalización de las empresas excluidas descendió en 2005 hasta los 7.668,2 millones de euros desde los 8.852,7 millones de euros del 2004.

Capitalización¹ de las empresas excluidas de cotización

CUADRO 2

Millones de euros	2001	2002	2003	2004	2005
Total	2.595,7	6.862,6	11.073,8	9.368,6	9.940,9
SIBE	2.570,8	5.943,0	9.854,1	8.852,7	9.416,0
Exclusiones	1.511,4	5.420,3	3.875,1	8.852,7	7.668,2²
Por fusión	1.059,4	522,7	5.979,0	-	1.747,8
Corros	22,7	864,2	1.214,8	387,6	482,4
Exclusiones	22,7	512,6	846,6	387,6	482,4
Por fusión	-	351,6	368,2	-	-
2º mercado	2,2	55,4	4,8	128,2	42,5
Pro-memoria: exclusiones (%)					
s/ total mercado	0,55	1,87	2,38	1,67	1,51
de SIBE/ total SIBE	0,58	1,75	2,27	1,68	1,53
de exclus. SIBE / total SIBE	0,34	1,60	0,89	1,68	1,24
deorros / totalorros	0,09	3,17	4,03	1,13	1,20
de 2º m / total 2º m	0,66	14,46	1,31	43,85	13,82

Fuente: CNMV.

1. A finales de año, sin incluir las SICAV. Para su cálculo se ha tomado el precio de cierre de la empresa en la sesión anterior a su exclusión.
2. En esta cifra se ha eliminado la exclusión de Volkswagen, sociedad que tenía una reducida liquidez en la bolsa española y una elevada capitalización que distorsionaría la comparación anual de los datos.

El tamaño de las exclusiones -medido por su peso relativo en la capitalización- tampoco resultó indicativo de un incremento de la importancia de las exclusiones realizadas en 2005. El peso de las efectuadas en el mercado continuo (incluyendo a Cortefiel) fue del 1,53% de la capitalización total del SIBE. Este porcentaje es inferior a los de 2002, 2003 y 2004. Si consideramos las exclusiones en sentido estricto del SIBE, su importancia relativa sería del 1,24% por debajo del 1,68% de 2004.

El hecho diferencial más significativo de las exclusiones en el mercado continuo en 2005 fue que la mayor parte de la capitalización correspondió a las tres salidas promovidas por entidades de capital riesgo. Su valor de mercado fue de 6.751,9 millones de euros, el 1,09% de la capitalización del SIBE a finales de año. La salida de bolsa más relevante fue la de Amadeus. Su capitalización previa a la exclusión era de 4.336,5 millones de euros. Además, esta sociedad se encontraba entre las más líquidas del mercado: formaba parte del índice Ibex 35 y del Ibex 35 Nuevo Mercado.

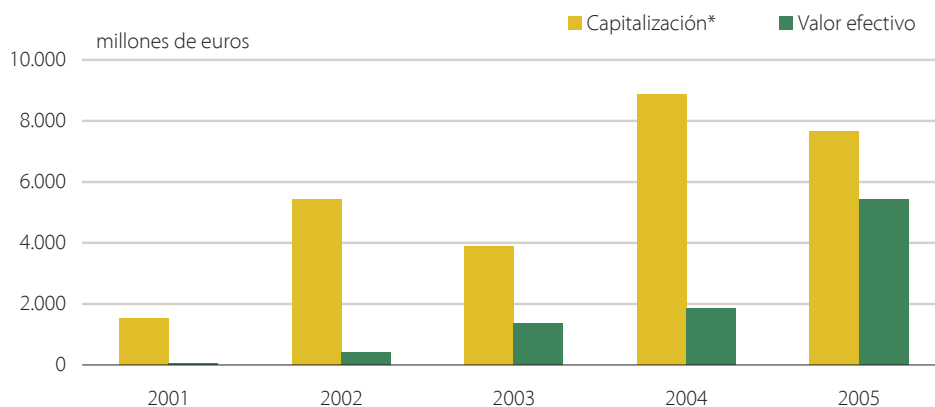
La exclusión de Terra a mediados de 2005 supuso que el Nuevo Mercado español perdiera dos de las once empresas que integraban este segmento, y que suponían una capitalización del 40,5% del total⁵. Ello pone en peligro la viabilidad de este segmento de mercado, creado en abril de 2000 con el auge del sector tecnológico⁶.

En 2004 también habían salido de bolsa sociedades importantes en términos de capitalización, como CC Carrefour (la de mayor cuantía de los últimos cinco años) y Aceralia. Sin embargo, la liquidez de sus acciones no era elevada. La concentración del capital por operaciones de compra previas, en filiales del Grupo Carrefour Francia en el primer caso y en Arcelor en el segundo, habían reducido el capital flotante a niveles inferiores al 5%, por lo que desde 2002 no formaban parte del índice Ibex 35. Todos estos detalles se han recogido en el cuadro 3.

Otro aspecto a destacar de las exclusiones de 2005 fue el elevado valor efectivo de las opas, muy superior al de años anteriores (véase gráfico 1). Su importe ascendió a 6.679,2 millones de euros (de los que más de la mitad correspondieron a Amadeus), frente a los 1.846,5 de 2004 o los 1.351,2 millones de euros de 2003.

Capitalización y valor efectivo de las opas previas a la exclusión

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

* Según el precio de cierre de la sesión anterior a la exclusión.

Si consideramos todo el periodo 2001-2005, el valor efectivo de las operaciones de compra realizadas por el capital riesgo con carácter previo a la exclusión sigue siendo claramente superior al del resto de operaciones. El importe de las primeras fue de 6.089,4 millones de euros frente a los 4.240,6 millones de euros de las opas previas a las exclusiones no vinculadas al capital riesgo. Las diferencias se hacen más patentes si consideramos el valor efectivo medio de las opas. En las ligadas al capital riesgo, el importe promedio fue de 1.522,3 millones de euros frente a los 201,9 millones de euros del resto. El detalle del valor efectivo de las distintas operaciones de compra puede verse en el cuadro 4.

⁵ Amadeus era la empresa de mayor peso en este segmento, con una capitalización del 28,9% del total.

⁶ A este respecto hay que recordar que el Nuevo Mercado español es uno de los pocos que sigue funcionando a nivel europeo de los creados a raíz de la burbuja tecnológica, tras el cierre del Easdaq, el Nouveau Marché francés, el Neuer Markt alemán y el Nuovo Mercato italiano. Recientemente, se han vuelto a crear sistemas o segmentos específicos de negociación para las empresas con un elevado potencial de crecimiento, como la plataforma AIM en la Bolsa de Londres o Alternext por Euronext.

5 Por qué han aumentado las *public to private*

5.1 La valoración de las sociedades excluidas de negociación

Uno de los argumentos que justificarían el atractivo de las ventas de sociedades cotizadas a las entidades de capital riesgo es el mayor precio que están dispuestas a pagar por dichas participaciones respecto a la valoración del mercado y los fundamentales de la sociedad. Los precios pagados en las operaciones de compra para la exclusión de negociación desde 2001 así lo corroboran.

En el cuadro 4 se ha recogido la prima de liquidez pagada en las opas de exclusión, o en las órdenes sostenidas de compra, respecto a la cotización media del último semestre natural anterior a la presentación de la última opa previa a la exclusión. También se recoge la ratio precio-beneficio por acción (*Price Earning Ratio* o PER). Como puede apreciarse, la prima media respecto al precio de cotización que se pagó en las recientes operaciones lideradas por las entidades de capital riesgo es del 30,4%, una cifra que se encuentra algo por encima de la prima media del 28,2% pagada en las exclusiones en las que no participaron inversores de capital riesgo.

Las diferencias son más significativas en términos de PER. El múltiplo calculado con el beneficio neto individual alcanza las 46 veces en los inversores de capital riesgo frente a las 33,5 veces del resto. Considerando el beneficio neto consolidado, las diferencias se reducen algo, a 29,4 veces frente a 22,6.

A la pregunta ¿por qué están sobrevalorando las empresas? Una posible explicación es que las operaciones de compra responden a una afinada selección de inversiones, por la cual la gestión de estas empresas, en ocasiones familiares, puede ser replanteada para hacerla más eficiente, de forma que en el horizonte de inversión previsto⁷ es posible obtener rentabilidades elevadas, superiores al 20%.

A ello se añade el exceso de liquidez que maneja el sector del capital riesgo y la competencia entre las principales entidades extranjeras por invertir en empresas españolas, lo que les lleva a elevar los precios ofrecidos en los procesos de venta.

Por último, hay que tener en cuenta que la exclusión de cotización supone eliminar un conjunto de costes asociados a una estructura pública de propiedad: costes de registro, listado y mantenimiento de la cotización en bolsa y cumplimiento de las obligaciones de transparencia relacionadas con la protección de los accionistas.

⁷ El período de permanencia de las entidades de capital-riesgo en las empresas se sitúa ligeramente por encima de los 4 años en las empresas consolidadas y por encima de los 5 años en las empresas que se encuentran en las primeras fases de desarrollo (semilla y arranque).

Detalle de las empresas excluidas de cotización del mercado continuo

CUADRO 3

Empresa	Capitalización ¹ (miles de euros)	Pertinencia a índices	Free-float ² (%)	Participaciones significativas ³		Causa	Prto ⁵
				Sociedad ⁴	% capital		
2001							
Saint-Gobain Cristalería	91.3755,5	Ibex 35 ⁶	2,79	Compagnie de Saint-Gobain	97,21	Escasa difusión bursátil tras última opa	(A)
Asturiana de Zinc	597.630,6	Ibex 35 ⁷	4,30	Xstrata Holding y Xstrata Spain	92,42	Escasa difusión bursátil tras última opa	(A)
Puleva	503.987,7	Ibex 35 ⁸	50,75	G&W Financial Eng. Intrn. Services	26,64	Fusión por absorción por Azucarera Ebro	(B)
Meliá Inver. Americanas	299.625,0	--	2,39	Sol Meliá Investment y Sol Meliá	97,11	Integración en Banco de Madrid	(B)
Inmobiliaria Zabálburu	255.814,6	--	2,51	Bami	94,98	Fusión por absorción por Bami	(B)
2002							
Hydrocantábrico	3.077.820,1	Ibex 35 ⁹	3,65	Ferroatlántica, Adygenisval	93,85	Escasa difusión bursátil tras última opa	(A)
Superdiplo	1.259.700,0	--	0,50	Koninklijke Ahold	98,73	Escasa difusión bursátil tras última opa	(A)
Pórtland Valderivas	522.720,0	--	41,11	FCC, Ibercaja	55,23	Fusión por absorción por FCC	(B)
Heineken España	438.031,8	--	2,81	Heineken NV	97,19	Reducido free-float tras última opa	(C)
Bodegas y Bebidas	279.185,6	--	6,94	Grupo Allied Domecq España	93,06	Reducido free-float tras última opa	(C)
Filo acciones serie A	195.284,2	--					
Filo acciones serie B	68.210,0	--	2,12	ING Real Estate Inv y Bishop Invest Spain	97,88	Escasa difusión bursátil tras última opa	(A)
Omsa Alimentación	102.064,2	--	10,28	Campofrío	57,02	Integración en atta mayoritario	(A)
2003							
Grupo Dragados	3.058.171,7	Ibex 35 ¹⁰	57,73	ACS y Chase Nominees Ltd	39,56	Fusión por absorción por ACS	(B)
Aurea	1.914.033,0	Ibex 35 ¹¹	26,45	Grupo Dragados	66,15	Fusión por absorción por ACESA	(B)
Mapfre Vida	1.165.902,4	--	0,72	Mapfre Caja Madrid Holding EA	99,28	Escasa difusión bursátil tras última opa	(A)
Banco Zaragoza	1.143.000,0	--	1,69	Barclays Bank	98,31	Reducido free-float tras última opa	(C)
Iberpistas	950.547,33	--	1,61	Acesa	98,39	Escasa difusión bursátil tras última opa	(A)
Uniland Cementera	425.520,0	--	7,09	Corporación Uniland	92,91	Escasa difusión bursátil tras última opa	(A)
Koipe	417.306,3	--	1,48	SOS Cuétara y Caja Ah de Granada	81,07	Fusión por absorción por SOS Cuétara	(B)
Bami	374.180,6	--	30,35	Bancaza, CAM, Stenenberg Holding	49,44	Fusión por absorción por Metrovacesa	(B)
Energía e ind. aragonesas	215.328,9	Ibex 35 ¹²	12,12	Uralita	84,20	Fusión por absorción por Uralita	(B)
Enaco	164.343,3	--	0,48	Caprabo	99,52	Reducido free-float tras última opa	(C)
Banco Financia Sofimloc	25.793,2	--	7,30	Financia, Sofimloc y Cuarenta	92,70	Reducido free-float tras última opa	(C)
2004							
CC Carrefour	5.503.234,2	Ibex 35 ¹³	2,82	Grupo Carrefour Francia	97,18	Escasa difusión bursátil tras última opa	(A)
Aceralia	2.113.750,0	Ibex 35 ¹⁴	4,97	Arcelor	95,03	Integración en atta mayoritario	(A)
Banco Atlántico	1.499.919,9	--	7,17	Banco de Sabadell	92,83	Reducido free-float tras última opa	(C)
Parques Reunidos	165.781,3	--	9,45	Fondos Advent	90,55	Reducido free-float tras última opa	(C)
Nueva Montaña Quijano	13.669,6	--	24,52	Coal Trade S.L.	75,48	Cancelación extraordinaria de activos	(C)
EPI	4.925,7	--	42,71	Smurfit España y Grupo Torras	57,29	Liquidación de la sociedad	(D)
Fastibex	1.434,5	--	70,79	--	--	Liquidación de la sociedad	(D)
2005							
Volkswagen	11.847.711,5	--	58,02	F. Porsche AG y Niedersachsen Land	41,98	Escasa liquidez en bolsa española.	(E)
Amadeus	4.336.500,0	Ibex 35¹⁵	1,26	BC Partners y Cinven, Air France, Iberia y Lufthansa	94,73	Reducido free-float tras última opa	(C)
Terra	1.747.822,2	Ibex 35 e Ibex NM	25,00	Telefónica	100,00	Baja por fusión con Telefónica	(B)
Recoletos	941.139,0	--	2,00	Retos Cartera (Providence, Mercapital e Investindustrial)	98,00	Reducido free-float tras última opa	(C)
Aldeasa	767.970,0	--	4,11	Autogrill España y Altadis	95,89	Reducido free-float tras última opa	(C)
Global Steel Wire	148.317,8	--	17,38	Hnos. Rubiraita Vilaseca	82,59	Escasa difusión bursátil tras última opa	(A)
Cortefiel	1.474.258,5	Ibex 35¹⁶	9,61	MEP Retail España (CVC, PAI Partners y Permira)	87,39	Reducido free-float tras última opa	(A)

Fuente: CNMV.

1. Valor de mercado de los títulos admitidos a negociación según el precio de cierre de la sesión anterior a la exclusión. 2. Porcentaje de capital flotante estimado según las comunicaciones de participaciones significativas directas y de autocartera: (i) antes de la opa de exclusión, (ii) después de la última opa, anterior a la exclusión realizada mediante procedimiento intermedio o (iii) en el momento de la fusión o integración. 3. Participaciones directas superiores al 5% del capital con anterioridad a la exclusión. 4. Sociedades con mayores participaciones significativas. 5. Procedimiento de exclusión: (A) A solicitud de la entidad emisora, con opa de exclusión, (B) Técnico, por fusión, (C) A solicitud de la entidad emisora, mediante procedimiento intermedio, (D) Técnico, por liquidación y (E) A solicitud de la entidad emisora. 6. Entre el 1 de octubre de 1991 y el 2 de enero de 1992. 7. Entre el 1 de julio de 1997 y el 4 de enero de 1999. 8. Entre el 1 de octubre de 1997 y el 3 de enero de 2000. 9. Entre el 1 de julio de 2000. 10. Hasta su exclusión el 15 de diciembre de 2003. 11. Entre el 1 de julio de 1992 y el 3 de julio de 2000. 12. Entre el 1 de julio de 1992 y el 4 de julio de 1993. 13. Entre el 2 de octubre de 2000 y el 30 de diciembre de 2002. 14. Entre el 1 de julio de 1998 y el 9 de febrero de 2002. 15. Entre el 3 de enero de 2000 y el 28 de junio de 2005. 16. Entre el 2 de enero de 1995 y el 2 de julio de 1995.

Valoración de las ofertas de compra previas a la exclusión de cotización de empresas del mercado continuo español

CUADRO 4

Empresa	Capitalización ¹ (miles de euros)	Valor efectivo ² (miles de euros)	Precio de exclusión ³	Cotización media últimos 6 meses ⁴	Prima ⁵ (%)	PER ⁶	
						Bº neto individual	Bº neto consolidado
2001							
Saint-Gobain Cristalería	913.755,5	21.184,3	60,00	45,55	31,72	18,50	20,43
Asturiana de Zinc	597.630,6	15.450,7	15,00	12,74	17,74	60,84	5,46
Total 2001	1.511.386,1	36.635,0	--	--	24,73	39,67	12,95
2002							
Hidrocantabrico	3.077.820,1	83.364,3	27,30	25,53	6,93	52,74	41,57
Superdiplo	1.259.700,0	6.255,1	25,99	23,62	10,03	--	24,68
Heineken España	438.031,8	54.528,0	7,50	61,2	22,55	60,14	62,73
Bodegas y Bebidas	279.185,6	259.810,1	15,70	10,60	48,11	35,45	7,63
Filo acciones serie A	195.284,2	3.385,1	2,45	2,14	14,49		
Filo acciones serie B	68.210,0	787,4	2,63	2,21	19,00	13,19	7,34
Omsa Alimentación	102.064,2	8.254,4	8,30	6,85	21,17	102,41	76,54
Total 2002	5.420.296,0	416.384,5	--	--	20,33	30,73	36,75
2003							
Mapfre Vida	1.165.902,4	5.634,7	32,95	32,72	0,70	39,52	27,14
Banco Zaragozano	1.143.000,0	1.123.683,3	12,70	9,33	36,12	26,40	22,51
Iberpistas	950.547,3	12.942,1	13,65	12,55	8,76	49,98	44,72
Uniland Cementera	425.520,0	28.196,6	98,10	64,50	52,09	10,06	9,64
Enaco	164.343,3	156.807,9	7,67	4,26	80,05	--	--
Banco Financia Sofinloc	25.793,2	23.910,3	1,66	1,42	16,90	0,39	0,39
Total 2003	3.875.106,2	1.351.174,8	--	--	32,44	17,68	14,11
2004							
CC Carrefour	5.053.234,2	127.296,1	15,00	14,40	4,17	16,10	15,65
Aceralia	2.113.750,0	85.104,7	17,00	14,20	19,72	44,65	19,07
Banco Atlántico	1.499.919,9	1.479.821,0	71,79	55,30	29,82	40,25	30,6
Parques Reunidos	165.781,3	150.114,9	6,25	3,77	65,78	66,82	29,75
Nueva Montaña Quijano	13.669,6	4.188,9	0,34	0,34	0,00	--	--
Total 2004	8.846.355,0	1.846.525,5	--	--	23,90	33,36	19,90
2005							
Amadeus	4.336.500,0	3.833.626,8	7,35	6,98	5,30	20,86	20,04
Recoletos	941.139,0	856.248,3	7,20	5,84	23,29	56,01	44,73
Aldeasa	767.970,0	719.741,5	36,57	26,22	39,47	34,09	23,00
Global Steel Wire	148.317,8	20.222,0	4,40	2,40	83,33	15,25	16,70
Total 2005	6.193.926,8	5.429.88,6	--	--	37,85	31,55	26,12
2006							
Cortefiel	1.474.258,5	1.249.395,4	18,40	14,46	27,25	40,37	23,12
Total 2001-2006 sin CR	20.403.650,0	4.240.568,4	--	--	28,22	33,49	22,63
Total 2004-06 CR	6.879.781,0	6.089.385,3	--	--	30,40	46,02	29,41

Fuente: CNMV.

1. Con el precio de cierre de la sesión anterior a la exclusión. 2. Importe resultante de multiplicar el nº de acciones que han aceptado la oferta por el precio de exclusión. 3. Precio fijado en la opa de exclusión o en la orden sostenida de compra en las exclusiones mediante procedimiento intermedio. 4. Precio medio de cierre en los seis meses naturales anteriores al hecho relevante de presentación de la opa ganadora previa a la exclusión. 5. Diferencia porcentual entre el precio de exclusión y la cotización media de los últimos seis meses. El dato anual ofrecido es el promedio de las primas pagadas en cada período. 6. Relación entre el precio de exclusión y el beneficio neto por acción según la información financiera pública periódica disponible en el momento de presentación de la opa. El dato anual ofrecido es el promedio de los PER positivos de cada período.

5.2 Los costes de salida a bolsa

Las ventas de empresas a entidades de capital riesgo reducen las potenciales desinversiones de participaciones vía OPV. A ello se añade que la desinversión de las entidades de capital riesgo a través de salidas a bolsa es nula en España.

El ahorro de costes es una de las ventajas que se atribuyen a la venta de participaciones de empresas no cotizadas a entidades de capital riesgo como alternativa a las salidas de bolsa. Los costes que conlleva una OPV son variados. El principal gasto corresponde a las comisiones de dirección, aseguramiento y colocación. Los gastos de publicidad son la segunda partida de gasto más importante. Estos gastos podrían reducirse al mero cumplimiento de la obligación legal de publicación de anuncios en el Boletín Oficial del Registro Mercantil (BORME), pero normalmente se opta por campañas publicitarias en medios de comunicación de amplia difusión dado el carácter minorista de las OPV.

El resto de conceptos (cánones de admisión y contratación, tasas de la CNMV, etc.) tienen un peso reducido sobre el total de gastos. A estos gastos la empresa que sale a bolsa ha de añadir el pago anual de un canon de permanencia, que Bolsas y Mercados Españoles (BME) mantuvo en 2005 y 2006 en el 0,045 por mil de la capitalización bursátil del primer día hábil del ejercicio (con un importe máximo de 290 mil euros).

En el cuadro 5 se han recogido los costes monetarios de las principales OPV realizadas en el mercado bursátil desde 2001⁸. Los gastos de las OPV en relación al importe efectivo representaron en media un 3,32%. Los mayores gastos correspondieron a la OPV de Renta Corporación, con un 5,65% del importe efectivo. Inditex realizó la OPV con un menor gasto relativo con un 1,84%. Si a los gastos propios de la OPV se le añaden los cánones de permanencia en bolsa, los costes se elevan ligeramente, hasta el 3,33% del importe efectivo de las OPV.

El desglose por conceptos permite apreciar el elevado peso que tuvieron las comisiones de dirección, aseguramiento y colocación pues representaron en media un 75,6% de los gastos de las OPV. Los gastos de publicidad legal y comercial supusieron en media el 15,9% de los gastos de la OPV. Las tasas de la CNMV representaron el 0,25%.

La conclusión es que los costes monetarios de salida a bolsa en el mercado español no pueden ser considerados como excesivamente elevados. Al existir un gasto mínimo fijo en cada uno de los conceptos, los gastos son menos gravosos en términos relativos cuanto mayor sea la empresa o el importe de la venta de las participaciones. En cualquier caso, los costes de la salida a bolsa son lo suficientemente considerables en términos brutos como para que en ocasiones puedan suponer la existencia de diferencias considerables entre las plusvalías obtenidas en la venta de las participaciones mediante la salida a bolsa o por la venta a entidades de capital riesgo.

Las estimaciones realizadas sobre cuáles son los costes de las OPV en Estados Unidos y Reino Unido resultan ser algo superiores a los del mercado español. En el primero se establece un coste medio del 7,5%-8,5% del valor de la empresa en

⁸ Los datos se han recogido de los folletos informativos de las OPV presentados en la CNMV, por lo que tienen un carácter provisional y pueden existir ciertas diferencias con los gastos reales finales.

Currie (2000) y el 11% de Lee et al. (1996). Para Reino Unido, Menyah and Paudyal (2002) valoró los costes directos de cotizar en London Stock Exchange (LSE) en un 7,98% del valor efectivo de la OPV, en términos medios. En este estudio se evidenció la existencia de unas claras economías de escala. El coste directo medio del primer quintil se estimó en un 13,84% frente al 4,18% del mayor quintil. En el caso de las empresas privatizadas el coste desciende de forma drástica, hasta el 1,82% del valor efectivo.

Costes monetarios de las salidas a bolsa*

CUADRO 5

Importes en miles de euros

Concepto	2006		2005		2004		2002		2001	
	Renta Corporación	Corporación Dermoest.	Fadesa	Tele 5	Cintra	Enagás	Iberia	Inditex		
Comisiones de dirección, aseguramiento, colocación en incentivos	12.420,0	5.014,6	13.058,5	16.238,9	23.827,0	20.374,3	11.740,0	35.661,8		
Publicidad legal y comercial, asesoramiento legal y otros gastos	1.075,0	1.000,0	5.687,9	1.370,0	11.560,0	7.903,2	9.620,0	7.933,4		
Publicidad legal y comercial	nd	970,0	4.556,9	200,0	4.000,0	5.135,0	9.020,0	4.212,1		
Asesoramiento legal y otros gastos ¹	nd	30,0	1.131,0	1.170,0	7.560,0	2.768,2	600,0	721,2		
Tasas CNMV	27,0	17,6	63,8	64,0	60,0	61,3	60,0	60,1		
Iberclear, pólizas y corretajes, cánones de admisión y contratación	21,6	16,0	303,6	263,0	864,0	606,8	390,0	329,7		
Tarifas y cánones de Iberclear	7,5	nd	21,2	60,0	17,0	130,0	180,0	235,0		
Pólizas, corretajes y cánones de admisión y contratación	14,1	nd	282,5	203,0	847,0	476,8	210,0	94,7		
Total costes OPV	13.543,7	6.048,2	19.113,8	17.935,9	36.311,0	28.945,6	21.810,0	43.984,9		
Asumido por la sociedad	nd	1.033,6	282,5	1.133,0	12.484,0	8.571,3	-	94,7		
Asumido por los oferentes	nd	5.014,6	18.831,3	16.802,9	23.827,0	20.374,3	21.810,0	43.890,2		
Canon de permanencia (anual)	34,5	19,2	64,9	170,6	173,5	66,1	48,7	504,9		
Total	13.578,1	6.067,6	19.178,7	18.106,5	36.484,5	29.011,7	21.858,1	44.489,8		
Pro-memoria: Importe efectivo de la OPV	240.120,0	157.120,5	501.280,7	865.931,2	1.536.560,9	917.097,7	574.092,3	2.390.890,3		
% gastos OPV s/ importe efectivo	5,64	3,85	3,81	2,07	2,36	3,16	3,80	1,84		
Asumido por la sociedad	nd	0,66	0,06	0,13	0,81	0,93	0,00	0,00		
Asumido por los oferentes	nd	3,19	3,76	1,94	1,55	2,22	3,80	1,84		
% gastos totales s/ importe efectivo	5,65	3,86	3,83	2,09	2,37	3,16	3,81	1,86		
Asumido por la sociedad	nd	0,67	0,07	0,15	0,82	0,94	0,01	0,03		
Asumido por los oferentes	nd	3,19	3,76	1,94	1,55	2,22	3,80	1,83		

Fuente: CNMV.

* Costes recogidos en los folletos informativos de las OPV registrados en la CNMV.

1. La partida "Otros gastos" incluye las comisiones de agencia, imprenta, impuestos y gastos de notaría y registro mercantil.
nd: datos no disponibles.

6 Identificación de posibles nuevas exclusiones

En el futuro no se descartan nuevas exclusiones. Existe liquidez para invertir, los operadores nacionales están captando fondos y los internacionales son cada vez más activos en el mercado español. A ello se une que las valoraciones del capital riesgo son relativamente atractivas y que los bancos están dispuestos a financiar operaciones de compras apalancadas.

Una aproximación al perfil de las empresas que pueden ser objeto de futuras compras por parte del capital riesgo respondería a las siguientes características:

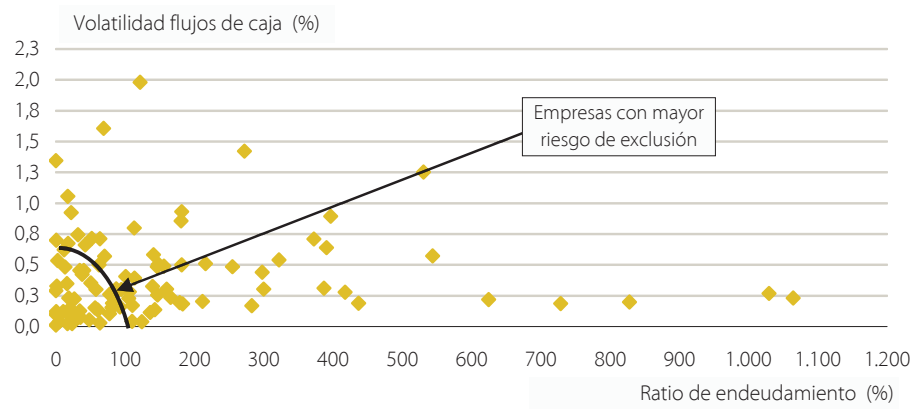
- *tamaño*: hasta medio y medio-alto
- *sector*: descartamos servicios financieros e inmobiliarios; señalamos especialmente el sector servicios y tecnológico
- *capacidad de endeudamiento*: media-alta; es decir, con ratios de endeudamiento relativamente bajos
- *flujos de caja*: suficientes para afrontar los pagos de los intereses que genere la financiación con un porcentaje de deuda elevado; asimismo, los flujos de caja deben ser estables y predecibles
- *estructura de capital*: de tipo familiar o que cuente con un único gran accionista.

Con estos criterios se han establecido tres filtros iniciales sobre las empresas del mercado continuo al cierre del primer trimestre de 2006: (i) empresas no pertenecientes a los sectores bancario e inmobiliario, (ii) capitalización inferior a los 5.000 millones de euros y (iii) *free float* actual inferior al 80%.

De estas empresas, a su vez, se han seleccionado aquéllas que tuvieran un ratio de endeudamiento menor y cuyos flujos de caja por acción presentasen una volatilidad baja entre 2000 y 2005 y cuyo importe promedio no fuera reducido. Identificamos con características propicias a ser objeto de compra por parte del capital riesgo un total de 19 empresas, que estarían situadas en el ángulo inferior izquierdo del gráfico 2.

Empresas identificadas del IGBM: endeudamiento y volatilidad de sus ingresos

GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream, Reuters y CNMV.

7 Conclusiones

Las recientes operaciones de *buyout* de tipo PtoP en España se enmarcan en un contexto de auge general del sector del capital riesgo, que está siendo bastante significativo en nuestro país. La entrada de nuevos operadores internacionales, la liquidez existente en el sector del capital riesgo, la búsqueda de rentabilidades más atractivas que las ofrecidas por los mercados financieros y el reducido nivel histórico de los tipos de interés son algunos de los factores que están promoviendo la realización de macro-operaciones basadas financieramente en un fuerte endeudamiento (*leveraged buyout*).

Las operaciones PtoP en España se han concentrado en empresas de capitalización media-alta, que no presentaban una reducida liquidez con anterioridad al anuncio de presentación de la opa. La aceptación de las ofertas se ha visto apoyada por el pago de primas de exclusión superiores a las que en media han ofrecido las opas de exclusión en las que no participan entidades de capital riesgo.

Estas actuaciones del sector de capital riesgo podrían traducirse en una reducción del tamaño del mercado bursátil español. La exclusión de empresas con un cierto peso en la bolsa se une a la estructural escasez de desinversiones del capital riesgo a través de OPV. A ello hay que añadir que constituye un medio alternativo a la bolsa para la venta de participaciones de empresas familiares y de participaciones industriales estratégicas.

Por tanto, de continuar esta tendencia, el sector del capital riesgo podría actuar más como competidor del mercado bursátil, que como medio de financiación de empresas o proyectos nuevos o en fase de crecimiento. Que el sector del capital riesgo español invierte poco en las fases de semilla y arranque y que apenas utiliza las salidas a bolsa para desinvertir viene siendo habitual en Europa, no así la exclusión de empresas cotizadas de tamaño medio.

Los costes directos de la OPV y de permanencia en bolsa no parecen ser el principal problema en España para las salidas a bolsa, al menos para las empresas de un cierto tamaño. Es más discutible para las pequeñas empresas, dadas las economías de escala existentes, cuyo efecto se acentúa si a los costes directos anteriores añadimos los derivados de las obligaciones de transparencia de las empresas cotizadas.

En esta situación en la que no se descarta que continúen las PtoP, quizás las autoridades financieras podrían replantearse la viabilidad de volver a crear un mercado con requisitos y obligaciones más flexibles y relajadas que las del mercado oficial, al estilo del Alternext de Euronext o del AIM de LSE. Las anteriores experiencias fallidas habían puesto de manifiesto que demanda y oferta no sostenían la continuidad de los denominados “nuevos mercados”. Adecuar la oferta (proyectos) y la demanda (disposición a invertir en proyectos “sin historia”)

no es tarea fácil ni de corto plazo y rebasa las competencias de las autoridades financieras.

Actividad de las entidades de capital riesgo en España

Marián Ruiz Martín (*)

(*) Marián Ruiz Martín pertenece a la Dirección de Estudios y Estadísticas de la CNMV. Este artículo es un resumen de la Monografía nº 16 de la CNMV del mismo título realizada por la autora.

1 Actividad de las entidades de capital riesgo en España

Al hablar de capital riesgo hay que diferenciar entre lo que es el capital riesgo puro o *venture capital*, que se refiere a la inversión en etapas iniciales de un negocio y en proyectos de expansión, y las inversiones en empresas más maduras mediante operaciones de *buyout*. El crecimiento de la industria en Europa está produciéndose en éstas últimas operaciones y no en las de capital riesgo puro.

En relación con este tipo de operaciones, las entidades de capital riesgo, la mayoría extranjeras¹, están mostrando mucho interés por la compra de empresas que cotizan en bolsa y por empresas que, aunque no cotizan, podrían convertirse en futuras salidas a bolsa. En el primer caso, las empresas terminan siendo excluidas de cotización. En el segundo caso, empresas familiares con tamaño suficiente para salir a bolsa eligen la venta privada. Por otro lado, son pocas las entidades de capital riesgo que utilizan las salidas a bolsa como método de desinversión.

En este artículo se intenta responder a las siguientes preguntas:

- ¿Por qué los inversores están aportando recursos a entidades de capital riesgo como alternativa a la inversión en los mercados de valores?
- ¿Por qué las entidades de capital riesgo centran gran parte de sus inversiones en empresas de tamaño considerable que ya cotizan en bolsa o podrían hacerlo, en vez de fomentar el crecimiento de empresas más pequeñas o de reciente creación?
- Respecto a la desinversión, ¿por qué no funcionan las salidas a bolsa como método de desinversión?

La primera parte del documento incluye una descripción de la evolución del sector de capital riesgo en Europa y en España, a través de sus principales magnitudes: recursos captados, inversiones y desinversiones. En la segunda parte se analiza las estrategias del sector en lo que se refiere a captación de fondos, selección de inversiones y desinversión y se intenta responder a las cuestiones planteadas.

¹ Estas entidades son en su mayoría procedentes de Estados Unidos y del Reino Unido, donde la industria de capital riesgo está mucho más desarrollada que en el resto de Europa.

2 El sector de capital riesgo en Europa²

Durante los últimos cinco años, las entidades de capital riesgo europeas han conseguido captar fondos por valor de 193.786 millones de euros. Los años 2000 y 2001 fueron especialmente fructíferos gracias al impulso de las inversiones en nuevas empresas tecnológicas y el auge del mercado de fusiones y adquisiciones, no obstante el año 2005 ha batido todos los records de captación con 71.771 millones. En el período 2001-2005 los bancos y los fondos de pensiones han aportado el 40,8% de los nuevos recursos, seguidos por las compañías de seguros y los fondos de fondos con un 23,3%, de forma conjunta.

Respecto a las inversiones, el 63,1% de las realizadas en el periodo 2001-2005 han sido operaciones de *buyout*, seguidas de las inversiones en proyectos de expansión, llegando a suponer ambas el 86,9% de las inversiones realizadas. En 2005 las inversiones en *buyout* han llegado a absorber el 68,2% de los nuevos recursos invertidos y las inversiones en etapas iniciales, especialmente en *start-up*, han disminuido de forma considerable. El importe de las inversiones en 2005 ha alcanzado los 47.000 millones de euros.

Las desinversiones también han ido creciendo durante el periodo de referencia hasta alcanzar los 29.796 millones de euros en 2005. La salida de un inversor de capital riesgo en una empresa puede hacerse de varias formas, siendo la más común la venta a terceros. La venta a otro inversor de capital riesgo (operación secundaria o *secondary buyout* (SBO) es una fórmula que está creciendo.

El sector, por otra parte, está experimentando un creciente proceso de globalización. Por un lado los proveedores de fondos invierten cada vez más en firmas de capital riesgo de distinto origen geográfico, y, por otro, los gestores de los fondos procuran encontrar los mejores proyectos de negocio en ámbitos geográficos más extensos.

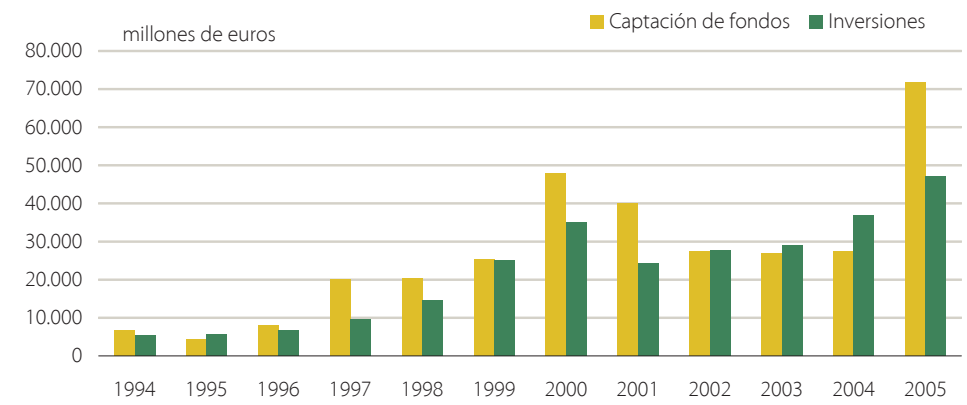
En comparación con Norteamérica y según el informe realizado por *PricewaterhouseCoopers*³ para el periodo 1998-2004, el boom de las empresas tecnológicas fue mucho más pronunciado en Estados Unidos que en Europa. Por otro lado, en cuanto a captación de recursos los fondos de pensiones aportan aproximadamente el 50% de fondos al sector norteamericano y el 20% al europeo. En relación con las inversiones, el capital riesgo puro está mucho más desarrollado en EEUU que en Europa.

2 Fuente: EVCA (European Private Equity & Venture Capital Association) Yearbook 2006.

3 Global Private Equity Report 2005. PricewaterhouseCoopers.

Evolución del capital riesgo en Europa: captación de fondos e inversiones realizadas

GRÁFICO 1



Fuente: EVCA Yearbook 2006.

3 El sector del capital riesgo en España⁴

La actividad de capital riesgo en España se inició a mitad de la década de 1970 promovida por las administraciones públicas. Tras acusar el impacto de la crisis de las nuevas empresas tecnológicas, el sector muestra en la actualidad signos de crecimiento. Desde 2003, la actividad de capital riesgo ha ido creciendo de forma importante, alcanzando cifras record de inversiones en 2005.

A finales de 2005 había 124 entidades operando en España, quince de ellas iniciaron su actividad en ese año y una cesó. De las 124 empresas de capital riesgo solamente 22 son públicas.

La nueva Ley reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras⁵, ha tenido muy buena acogida por parte del sector, tanto a nivel nacional como internacional. Dicha Ley supone:

- Una mejora en el régimen administrativo de las entidades, distinguiendo entre las ECR de régimen común y las ECR de régimen simplificado.
- La flexibilización de las inversiones. La más destacada es la posibilidad de invertir en sociedades cotizadas para excluirlas de bolsa (operaciones *public to private* (PtoP) en el plazo máximo de un año.
- La posibilidad de crear fondos de fondos.
- El mantenimiento de un régimen fiscal favorable.
- Una mejora en el funcionamiento de los coeficientes de inversión.

Hasta septiembre de 2006, al amparo de la nueva ley, se han registrado en la CNMV entidades nuevas y otras que ya operaban en el sector, además de tres fondos de fondos. Muchas de las nuevas entidades registradas se han acogido al régimen simplificado y otras que estaban registradas se han transformado para acogerse a dicho régimen.

La evolución del sector de capital riesgo en España durante los años 2004 y 2005 se muestra en los siguientes cuadros y gráficos. La base de datos de ASCRI⁶ incluye todas las entidades de capital riesgo que operan en España, es decir, las constituidas al amparo de la Ley que están inscritas en los registros de la CNMV y las que no lo están.

En 2005, el sector de capital riesgo en España ha experimentado un crecimiento importante. Del año 2005 hay que destacar las operaciones de *buyout* de gran

4 Fuente: "El capital riesgo en España en 2005" Web capital riesgo en colaboración con ASCRI. "El capital riesgo en España. Primer semestre de 2006" Web capital riesgo en colaboración con ASCRI. Septiembre, 2006.

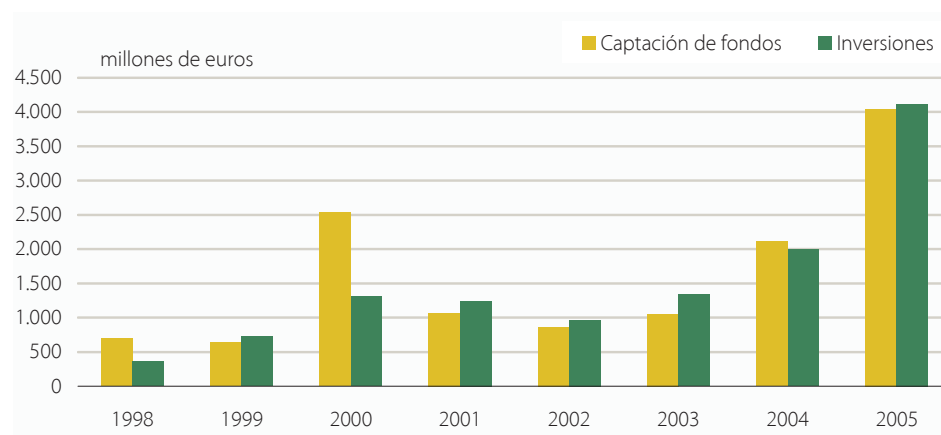
5 Ley 25/2005, de 24 de noviembre, publicada en el BOE del 25 de noviembre.

6 Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo.

tamaño y, dentro de ellas, los casos en los que han supuesto la exclusión de cotización de la empresa objetivo (operación PtoP).

Evolución del capital riesgo en España: captación de fondos e inversiones realizadas. Datos de ASCRI

GRÁFICO 2



Fuente: ASCRI.

3.1 Captación de fondos

En el cuadro 1 se presenta el total de fondos captados distribuidos por tipo de entidad aportante de recursos. Las tres cuartas partes de los recursos captados en 2005 corresponden a inversiones realizadas por fondos paneuropeos en empresas españolas.

Existe una discrepancia metodológica entre las cifras contabilizadas por ASCRI y por la EVCA⁷. La EVCA utiliza el criterio de origen de la entidad de capital riesgo para contabilizar los fondos captados en un país y ASCRI el país de destino de las inversiones que se realicen con dichos fondos. Es decir, ASCRI incluye en la cifra de nuevos fondos captados por España las inversiones que los fondos paneuropeos realizan en nuestro país. En el cuadro 1 se muestran dos columnas para el año 2005: una para los datos de ASCRI y otra para los de EVCA.

De acuerdo con ASCRI, ha aumentado la proporción de fondos aportados por inversores extranjeros, desde el 47,7% en 2004 hasta el 77% en 2005. Los recursos procedentes del resto del mundo son, en su mayoría, de Estados Unidos. Concretamente, el 42,7% del total de recursos captados en 2005 proceden de dicha zona. El Reino Unido aportó el 21,7% del total de recursos.

De acuerdo con la EVCA, los principales aportantes de fondos han sido las instituciones financieras seguidas de las empresas no financieras. Los fondos de pensiones tienen muy poco peso como inversores en las entidades de capital riesgo españolas. En 2004 se captaron, según la EVCA 1.577 millones de euros.

Durante los tres primeros trimestres de 2006 se han captado recursos por importe de 1.912,2 millones de euros, según ASCRI. Hay que destacar que el 53% de estos recursos provienen de entidades de capital riesgo nacionales.

⁷ European Private Equity & Venture Capital Association.

Importes en millones de euros

	2004		2005			
	Importe (según ASCRI)	%	Importe (según ASCRI)	%	Importe (según EVCA)	%
Instituciones financieras	940,0	44,5	993,5	24,6	392,7	38,6
Fondos de pensiones	361,2	17,1	1.652,2	40,9	35,8	3,5
Compañías de seguros	50,1	2,4	115,0	2,8	9,0	0,9
Fondos de fondos	175,6	8,3	501,4	12,4	17,8	1,7
Empresas no financieras	152,8	7,2	486,0	12,0	384,4	37,8
Particulares	131,4	6,2	100,4	2,5	41,4	4,1
Inversores públicos	203,4	9,6	79,8	2,0	79,8	7,8
Inst. académicas	0,0	0,0	13,9	0,3	0,0	0,0
Mercados de valores	91,2	4,3	85,0	2,1	44,0	4,3
Otros	4,9	0,2	13,0	0,3	13,0	1,3
Plusvalías realizadas	0,2	0,0	1,8	0,0	1,8	0,0
Total	2.110,8	100,0	4.041,9	100,0	1.019,8	100,0
Nacional	1.173,4	55,6	928,2	23,0	926,8	90,9
Resto Europa	566,3	26,8	1.287,4	31,9	82,7	8,1
Resto del mundo	371,1	17,6	1.826,3	45,1	10,3	1,0

Fuente: ASCRI. Informe 2006.

3.2 Inversiones realizadas

En 2005, de acuerdo con ASCRI, el volumen de inversiones ha experimentado un crecimiento superior al 100% con respecto a 2004. Este aumento se explica por las grandes operaciones protagonizadas por los fondos paneuropeos. Las siete operaciones que acapararon gran parte de los recursos invertidos fueron: Auna Tlc, Amadeus, Cortefiel, Recoletos, Mivisa, Panrico y Applus+.

Con respecto al criterio de contabilización de inversiones, la EVCA utiliza en unos casos el país de destino y en otros el de origen de la entidad de capital riesgo en función de si la empresa matriz tiene o no sucursal en el país de destino. No obstante, la EVCA incluye en sus estadísticas datos con las inversiones según el país de destino, donde España aparece con 4.299 millones de euros.

Al tratarse las siete operaciones mencionadas en su mayoría de *buyout*⁸, por primera vez en España el volumen invertido en este tipo de proyectos ha sido mucho mayor que el destinado a proyectos de expansión, que eran históricamente los que acaparaban mayor porcentaje de recursos. A pesar de ello, los proyectos de expansión⁹ en número siguen encabezando la lista.

De las operaciones apalancadas mencionadas, hay que destacar que tres han constituido una operación *public to private*, resultando excluidas de bolsa las empresas Recoletos, Amadeus y Cortefiel.

8 De las 48 empresas en las que se realizó un buyout, las más relevantes fueron Auna, Amadeus, Cortefiel, Recoletos, Panrico, Mivisa, Saprogal y Famosa.

9 Los más relevantes fueron Applus+ y Pepe Jeans.

Según ASCRI, los sectores de *Comunicaciones, Productos de consumo y Otros servicios* han acumulado casi las tres cuartas partes de los fondos invertidos en 2005.

Hasta el 30 de septiembre de 2006, las entidades de capital riesgo han invertido 1.791 millones de euros en España. Continúa el patrón de inversiones registrado en 2005 en lo que se refiere a la distribución de inversiones por fase, aunque con menos “megaoperaciones” que en 2005. De este modo, las operaciones apalancadas han acaparado un 65% del volumen invertido y los proyectos de expansión un 24% del mismo. Hay que destacar las operaciones de Grupo Levantina, TALGO, La Sirena, Unión Española de Explosivos, Svenson, Viajes Iberostar, Gamesa Energía Servicios, Telepizza, Gasmedi y STEN (véase cuadro 13). Quedan pendientes operaciones como Dorna, Applus+, Calvo. También se baraja la venta de Endemol por parte de Telefónica a un consorcio formado por Apax, Cinven, CVC, Permira, Providence y KKR.

Se prevé que el 2006 se cierre con un volumen total de inversiones de 3.000 millones de euros. El año 2005 fue un año excepcional en volumen de inversiones debido a grandes operaciones como fueron Auna Tlc y Amadeus.

Capital riesgo en España: inversiones realizadas en 2004 y 2005, por fase de desarrollo

CUADRO 2

Importes en millones de euros

	2004			2005					
	Importe (según ASCRI)	%	Nº empresas	Importe (según ASCRI)	%	Nº empresas	Importe (según EVCA)	%	Nº empresas
Semilla	6,3	0,3	16	8,8	0,2	52	8,8	0,3	52
Start-up	66,0	3,3	80	108,9	2,6	103	108,9	4,1	103
Expansión	1.211,4	60,7	279	649,8	15,8	257	651,1	24,5	258
Sustitución	37,9	1,9	7	31,8	0,8	4	31,8	1,2	4
Buyout	671,8	33,7	16	3.317,2	80,6	48	1.861,7	69,9	47
Otras	2,4	0,1	4	1,3	0,0	1	0	0,0	0
Total	1.995,9	100,0	402	4.117,7	100,0	465	2.662,2	100,0	464

Fuente: ASCRI. Informe 2006.

3.3 Desinversiones¹⁰

Las desinversiones experimentaron un aumento importante a partir de 2002. En 2005 casi se triplicó el importe desinvertido en 2004. Las operaciones más significativas realizadas fueron la venta de Auna Tlc y Amena, la venta de Panrico, la desinversión de Probitas Pharma y la venta del grupo Saprogal.

La estancia media en las empresas desinvertidas se ha mantenido en torno a los 5 años durante el periodo 2002-2004, aumentando ligeramente en 2005 hasta 5,3 años. Los mayores periodos de permanencia se correspondieron con empresas con menor grado de desarrollo, mientras que en las empresas consolidadas la estancia media se situó ligeramente por encima de los 4 años.

¹⁰ Los importes de las desinversiones son a precio de coste.

Importes en millones de euros

	2004		2005	
	Importe	%	Importe	%
Recompra accionistas	113,7	22,1	309,4	20,8
Venta a otra ECR	53,8	10,5	402,8	27,0
Venta a terceros	155,3	30,2	551,7	37,0
Venta en Bolsa	0,0	0,0	8,1	0,5
Reconocimientos minusvalías	51,5	10,0	70,7	4,7
Reembolso préstamos	71,4	13,9	63,7	4,3
Otros	69,2	13,4	84,4	5,7
Total	514,9	100,0	1.490,8	100,0

Fuente: ASCRI. Informe 2006.

En cuanto a las vías de desinversión, la venta a terceros fue el método más utilizado representando un 37% del total. La novedad en 2005 fue el crecimiento de los *secondary buyouts*, que se situó en segundo lugar con el 27% y 21 operaciones realizadas. En 2003 se realizaron cuatro operaciones de oferta pública, en 2004 ninguna y en 2005 una, la de Corporación Dermoestética.

Durante los nueve primeros meses de 2006, se han realizado desinversiones por valor de 1.067 millones de euros, destacando las salidas a Bolsa de Renta Corporación y Gam (la primera por 3i Europe y la segunda por Nmás1 y Dinamia). Técnicas Reunidas, sociedad participada por las sociedades de capital riesgo del BBVA prepara su salida a Bolsa, así como la compañía aérea de bajo coste Vueling. La operación más importante fue la venta a Acciona de Corporación Eólica CESA. Por otro lado, se han registrado 11 *secondary buyouts*, entre los que se encuentra el *management buyout* (MBO) de Svenson.

4 Estrategias del sector¹¹

4.1 Captación de fondos

Al hablar de captación de fondos, el ciclo de mercado se configura como el factor más influyente en la obtención de recursos. En segundo lugar se encontrarían factores tales como el entorno macroeconómico, el historial del fondo, la estrategia de inversión, el interés estratégico para el inversor y la estrategia de captación de fondos.

El principal atractivo para los inversores en capital riesgo son sus rendimientos extraordinarios que compensan su reducida liquidez. En comparación con los activos cotizados en los mercados de valores en 2005 se registran rendimientos más elevados para las inversiones en *buyouts*, como se observa en el cuadro 4.

En el periodo estudiado la TIR agregada anualizada del total de los fondos considerados ha sido el 10,3%, siendo el 6,3% para los fondos de capital riesgo puro y el 13,7% para los que invierten en *buyouts*. Estas últimas superan claramente al rendimiento proporcionado por los mercados con los que se comparan, al contrario de lo que ocurre con las inversiones en capital riesgo puro. La última columna del cuadro refleja las TIR de los mejores fondos (los que están por encima de la mediana).

Rendimientos agregados anualizados

CUADRO 4

Desde la constitución del fondo hasta el 31-12-2005

	Número de fondos	TIR agregada (%)	Morgan Stanley Euro Index ¹	HSBC Small Company Index ²	JP Morgan Euro Bonds ³	Número de fondos	TIR agregada "Top Half" (%)
Total capital riesgo puro	636	6,3	6,4	9,8	10,1	317	12,3
Buyouts	349	13,7	2,7	8,7	10,7	175	20,9
Total capital riesgo	1.069	10,3	4,3	9,7	10,5	537	14,2

Fuente: EVCA/ Thomson Financial.

1. El índice bursátil construido por Morgan Stanley incluye valores cotizados en varios países europeos.
2. Índice compuesto de empresas cotizadas en los mercados europeos con una capitalización bursátil de entre 30 y 3.500 millones de euros.
3. Este índice mide el comportamiento de las principales referencias utilizadas en Europa, tanto los principales como los intereses de las emisiones disponibles para los inversores internacionales.

¹¹ Para ampliación de esta sección, véase "El ciclo de capital riesgo en Europa: su gestión y aportación de valor".
Fundación de Estudios Financieros, Papeles de la fundación nº 10, marzo 2005.

4.2 Selección de inversiones

En Europa las inversiones en capital riesgo se dirigen de forma prioritaria a operaciones de *buyouts*, que ofrecen mayores rendimientos que las inversiones en etapas anteriores, como se vio en el cuadro 4.

No obstante, en la década de 1990 se observó un creciente interés por inversiones de capital riesgo puro, que se vio frenado en el año 2000. Los resultados obtenidos en este segmento durante los últimos años han sido decepcionantes, lo cual explica la escasez de fondos dedicados al mismo.

Los resultados de las inversiones en capital riesgo deben calcularse con periodos largos de tiempo, ya que el ciclo de vida normal de los fondos de capital riesgo requiere al menos seis años para arrojar resultados significativos. No obstante en 2005, los resultados obtenidos en el horizonte temporal de un año han sido muy positivos tanto en proyectos de capital riesgo puro como en *buyouts* (véase cuadro 5). Para comparar los resultados en Europa y en EEUU resulta más acertado concentrarse en los datos calculados con un horizonte temporal más amplio, como cinco o diez años. Los rendimientos a cinco años reflejan las inversiones realizadas en la última fase de la burbuja tecnológica y el principio del periodo de recuperación.

Rendimientos a 31-12-2005 en Europa y Estados Unidos por plazos¹².

CUADRO 5

Fondos constituidos entre 1980 y 2005

	Capital riesgo puro	Buyouts	Total capital riesgo	Índices de comparación con total capital riesgo	
Europa				Morgan Stanley Euro	HSBC Small Co.
1 año	36,5	31,7	33,8	16,6	15,8
3 años	1,7	9,1	6,3	13,2	33,5
5 años	-3,0	6,1	2,0	-3,7	13,0
10 años	6,4	14,3	11,4	2,9	11,1
Estados Unidos				NASDAQ	S&P 500
1 año	15,6	31,3	22,6	5,2	6,3
3 años	7,5	16,3	13,1	14,2	10,1
5 años	-6,8	5,2	1,5	-2,2	-1,1
10 años	23,7	9,2	12,3	7,7	7,3

Fuente: EVCA/ Thomson Financial y NVCA/Thomson Financial.

En comparación con Estados Unidos hasta 2004, el capital riesgo puro europeo se situaba bastante por debajo en rendimiento, como se puede observar comparando los rendimientos a 10 años. Sin embargo en 2005 las rentabilidades a un año en Europa han superado en más del doble a las estadounidenses en dicho segmento, aunque no hay que olvidar la volatilidad inherente a los rendimientos a corto plazo.

¹² Los plazos se cuentan desde finales de 2005 hacia atrás, es decir, 1 año quiere decir desde finales de 2004 a finales de 2005, 3 años va desde finales de 2002 hasta finales de 2005, y así sucesivamente.

Históricamente, los rendimientos superiores del capital riesgo puro en Estados Unidos se explican por la madurez de la industria y de los operadores, que han acumulado mayor experiencia en este tipo de inversiones.

En cuanto a la generación de oportunidades de inversión, las entidades de capital riesgo dedican cada vez más tiempo a la búsqueda activa de nuevas oportunidades, que se pueden encontrar en compañías familiares próximas a un cambio generacional o en empresas en las que existe una oportunidad clara de negocio que no está siendo aprovechada. Sin embargo, el acceso a este tipo de operaciones en exclusividad es cada vez más difícil y se observa en el sector un fuerte aumento de la competencia. Esto ha derivado en el aumento de los procesos de subasta en los que varias entidades de capital riesgo compiten por hacerse con una compañía determinada.

En otros casos, la iniciativa de la operación parte de las propias empresas objetivo, que buscan asesores financieros para organizar un proceso de captación de capital o venta de un paquete de acciones a través de una subasta, consiguiendo así maximizar el precio. Esta tendencia es creciente y no se prevé que cambie en el futuro. La alternativa a este proceso de venta es la salida a bolsa, aunque esta opción se ve negativamente influenciada por los requisitos, costes y obligaciones que tiene una sociedad por cotizar en bolsa.

El incremento de la competencia junto con el exceso de liquidez existente en el mercado está incrementando los precios¹³ que se pagan por la toma de participaciones, y como consecuencia de ello el riesgo de *default*.

4.3 Desinversión

En el éxito de la inversión influyen principalmente tres elementos: primero, elegir bien la inversión; segundo, crear valor; y tercero, ser capaz de realizar el valor creado, es decir, desinvertir bien.

Aunque una compañía haya crecido significativamente y registrado un aumento de su valor respecto al momento de la entrada del inversor de capital riesgo, este se puede perder a causa de una desinversión inoportuna o inapropiada. La mayoría de los inversores tienen muy claro el horizonte temporal de permanencia en la compañía y la forma a través de la cual van a desinvertir, aunque para las inversiones en etapas tempranas es más difícil de determinar.

La desinversión puede venir determinada por factores como la afluencia de nuevos fondos a la industria. Así, ocurre con frecuencia que las salidas vienen marcadas por la necesidad de presentar resultados reales ante la expectativa de captación de nuevos fondos.

El período de permanencia de las entidades de capital riesgo en las empresas se sitúa ligeramente por encima de los 4 años en las empresas consolidadas y por encima de los 5 años en las empresas que se encuentran en las primeras fases de desarrollo (semilla y arranque).

¹³ El precio de una compañía, que se suele establecer en función del EBITDA, es lo que se llama el multiplicador del EBITDA.

Respecto a los métodos de desinversión, la venta a otro operador de capital riesgo (*secondary buyout o SBO*) está ganando peso en toda Europa. No obstante, cabe plantear las razones por las que una entidad vende parte de su cartera a otra. En el sector hay opiniones de todo tipo. Hay quien desconfía si otro operador le ofrece la compra de una de sus participadas. Es lógico que exista conflicto de interés entre comprador y vendedor. No obstante, como en cualquier mercado, se parte de la base de que la transacción es beneficiosa para los dos partes y cada una cubre sus expectativas.

Como ya se ha comentado, la desinversión mediante una oferta pública de venta no es la más habitual aunque se suele señalar como la salida natural del inversor. Existen distintas razones por las que apenas se desinvierte por esta vía, pero hay que resaltar la ausencia de interés por parte de los inversores en participar en empresas de este tipo, así como la ausencia de estructuras bursátiles adecuadas para realizar operaciones de desinversión de capital riesgo.

Los mercados que surgieron en Europa en la segunda mitad de los 90 a semejanza del NASDAQ, como el EASDAQ, el *Neuer Market* o el *Nouveau Marché*, vieron su nivel de actividad muy reducido pocos años después. Uno de los puntos débiles de estos mercados ha sido la falta de creadores de mercado y de analistas especializados en sectores jóvenes y nuevos.

La EVCA, durante mucho tiempo ha reivindicado la existencia de un mercado de valores paneuropeo único para las empresas jóvenes y de alto crecimiento, que permita una alternativa de financiación para estas empresas y que constituya una vía de salida interesante para los inversores de capital riesgo. En Europa, existe el problema de fragmentación de los mercados, por lo tanto no es extraño que se produzca la fuga de empresas europeas al NASDAQ americano. No obstante, en Estados Unidos las salidas a Bolsa de empresas participadas por capital riesgo se están reduciendo de forma alarmante durante los últimos años.

En mayo de 2005, *Euronext* creó *Alternext*, un mercado a medida de las pequeñas y medianas empresas, que, de forma gradual, pretende abarcar toda la zona euro. Existen otras iniciativas en diversas bolsas europeas para creación de mercados alternativos, p.e. *Deutsche Börse*, *OMX*. En España se ha creado el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), donde pueden cotizar las entidades de capital riesgo.

El mercado alternativo de la bolsa de Londres, el *Alternative Investment Market* (AIM), ha anunciado en enero de 2006 su intención de expandirse hasta convertirse en un mercado de valores paneuropeo para pymes.

5 Operaciones de *buyout*

De forma general, las operaciones de *buyout* se refieren a operaciones de compra de un paquete importante de acciones de una compañía consolidada. En el contexto de la industria de capital riesgo, este tipo de operaciones se denominan compras apalancadas o *buyouts* indistintamente, ya que el término *buyout* se utiliza en sustitución de *leveraged buyout*, y engloba distintos tipos de operaciones: *management buyout (MBO)*, *management buyin (MBI)*, *BIMBO* (combinación de MBO y MBI) y operaciones *public to private (PtoP)*.

La deuda es un componente clave de la operación. La empresa objeto de compra es apalancada de forma que permita a los nuevos accionistas maximizar su rentabilidad gracias al efecto positivo del apalancamiento financiero y a la deducción fiscal por intereses. Se parte de la hipótesis de que la empresa obtiene beneficios y de que su rentabilidad económica es mayor que el coste de los recursos ajenos, lo cual es muy probable dado el bajo nivel actual de los tipos de interés.

Este tipo de operaciones constituye una fórmula mediante la cual los grandes grupos corporativos reestructuran sus negocios y se deshacen de participaciones no rentables o consideradas no estratégicas. También, estas operaciones están siendo utilizadas para la venta de empresas familiares, en ocasiones por problemas de sucesión, o también para la realización de plusvalías.

Por el tamaño de la operación, puede tratarse de adquisiciones de empresas medianas o de empresas de tamaño considerable que coticen en bolsa, las cuales se adquieren con el objetivo de excluirlas de cotización. Las fuentes de rentabilidad de una operación *public to private* provienen básicamente de los beneficios de la gestión privada frente a la pública, de la disciplina que impone la entidad financiera que participa en la adquisición y del hecho de que el horizonte temporal para desinvertir (4 ó 5 años) agilice la gestión del plan de negocio. Por otro lado, la nueva normativa de opa que entrará en vigor en breve facilitará las exclusiones de bolsa, ya que se prevé la venta forzosa del 10% restante cuando un comprador consiga el 90% del capital de una sociedad¹⁴.

Otro ejemplo de generación de beneficios y de liquidez en operaciones de *buyout* en general está relacionado con los inmuebles, aunque no constituye un motivo en si mismo para decidir comprar una empresa. La venta de inmuebles de la compañía adquirida por el capital riesgo al poco tiempo de realizar la operación es una estrategia normal. El objetivo perseguido es generar caja y reducir la deuda de la empresa mediante la venta del inmueble y su posterior alquiler mediante una operación de *lease back*.

¹⁴ Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición.

En cuanto a la estructuración de una operación de *buyout*, el factor relevante es el nivel de deuda que es capaz de absorber la empresa en relación con el total de su pasivo. Aunque, dada la facilidad para obtener financiación en la actualidad, es usual apalancarse hasta donde esté dispuesto a ofrecer la entidad financiera. De esta forma, una vez fijada la rentabilidad que se quiere obtener, se calcula la proporción de recursos propios necesaria para alcanzarla.

Los fondos propios se reparten entre los distintos inversores, que pueden ser el equipo directivo y la entidad o entidades de capital riesgo, los antiguos accionistas y los inversores de capital riesgo, etc. Una vez alcanzado este acuerdo, el inversor de capital riesgo es el que negocia con los posibles suministradores de deuda y se analiza la capacidad de la empresa para generar un flujo de caja adecuado y predecible que le permita atender los pagos.

El resultado de la operación es que se constituye una empresa tenedora del 100% de las acciones de la empresa objetivo cuyo pasivo está compuesto por acciones ordinarias, preferentes, préstamos convertibles, deuda senior (50%) y deuda subordinada (15%), representando usualmente el capital un 30% o 35% del total del pasivo como máximo. Dicho porcentaje tiende a disminuirse en la actualidad. No todos los *buyouts* incluyen deuda subordinada, pero dentro de los que lo hacen (el 70% aprox.) se observa un aumento de la proporción de esta en el total. Hay principalmente dos tipos que se complementan: *mezzanine* y *second lien*.

5.1 Operaciones de buyout en España

Desde 2004, el mercado español de los *buyout* ha aumentado significativamente, con la realización de diversos tipos de operaciones (PtoP y MBO) y con un aumento significativo del tamaño de las mismas. En 2005 se realizaron 48 operaciones de *buyout* y en 41 de ellas intervinieron empresas de capital riesgo. Las principales operaciones de *buyout* en 2005 y 2006 se han recogido en el cuadro 6.

Principales operaciones de buyout en 2005 y primer semestre 2006

CUADRO 6

Año	Empresa	Actividad	Inversor	Participaciones significativas	Importe (millones euros)	Tipo 1	
2005	Auna Telecomunicación	Telecomunicación	ONO, Candover, JP Morgan P, Thomas H. Lee P, Quadrangle Group LLC y Providence	Endesa, SCH y FENOSA	2.251	SBO	
	Amadeus	Turismo	BC Partners y Cinven, Air France, Iberia y Lufthansa	Air France, Iberia y Lufthansa	3.834	PtoP	
	Cortefiel	Distribución textil	CVC Capital Partners, PAI Partners y Permira	Familia Hinojosa	1.367	PtoP	
	Panrico	Alimentación	Apax Partners	Familia Costafreda, La Caixa y Banco de abadell	900	Secondary	
	Recoletos	Comunicación	Providence, Mercapital, Investindustrial, Banesto, inversores individuales y equipo directivo	Pearson	856	PtoP	
	Mivisa	Envases	CVC Capital Partners	PAI Partners y Suala Capital	525	Secondary	
	Saprogal	Nutrición animal	Mercapital	Carlyle Group	160	Secondary	
	Famosa	Prod. Juguetes	Vista Capital	AC Desarrollo, Inveralia, Torreal, CAM y equipo directivo	150	Secondary	
	2006	Grupo Levantina	Piedra natural	Impala Capital Partners y Charterhouse Capital Partners	Familias Esteve, Martínez Pérez, Botí, Mañez y varios socios	500	MBO
		Unión Española de Explosivos	Explosivos	Ibersuizas, Vista Capital	Reef Investissements y BancBoston Capital, Sánchez Junco y otros	350	MBO
TALGO		Fabricante trenes	Lehman Brothers y MCH Private Equity	Familia Oriol	180	MBO	
La Sirena		Alimentación	3i	Ramona Solé, Joseph Mª Cernuda y Corporación Agrolimen	150	MBO	
Svenson		Cuidado del cabello	Investindustrial	Nazca Capital	121	MBO	
						Secondary	

1. MBO: "Management Buyout". PtoP: "Public to private".

6 Conclusiones

El sector de capital riesgo europeo ha evolucionado de forma expansiva durante los últimos años, registrando un máximo, tanto en recursos captados como en inversiones en 2000 provocado por las empresas tecnológicas. La corrección en los mercados de valores que se produjo en los años 2001 y 2002 tuvo un reflejo importante en el capital riesgo. No obstante, a partir de 2002 se observa una tendencia a la recuperación y se puede afirmar que en el año 2005 la crisis se ha dejado atrás. A nivel mundial se observa una tendencia generalizada a la globalización del sector.

Los fondos de pensiones y los bancos se han configurado como los principales aportantes de fondos en Europa. En nuestro país las instituciones financieras son los principales suministradores de recursos a las entidades de capital riesgo españolas, ya que las tres cuartas partes de los recursos captados según ASCRI corresponden a los fondos paneuropeos que han invertido en España. En Estados Unidos el 50% aproximadamente de los recursos captados proviene de los fondos de pensiones.

En Europa han predominado tradicionalmente las operaciones de *buyout* puesto que son las que ofrecen mejor combinación rentabilidad-riesgo, mientras que en España han predominado las inversiones en proyectos de expansión hasta 2005, cuando por primera vez, el volumen de inversiones en *buyouts* superó al destinado a proyectos de expansión. Esto se ha debido a las grandes operaciones apalancadas realizadas en España por fondos paneuropeos. En Estados Unidos el capital riesgo puro está más desarrollado que en Europa y ofrece mejores rentabilidades. De hecho, la NVCA no incluye las operaciones de *buyout* en muchas de las estadísticas que publica.

Por otro lado, está aumentando la competencia por adquirir empresas maduras debido al exceso de liquidez que experimenta el sector. Esas circunstancias están aumentando los precios que se pagan por dichas compañías y el riesgo de *default*.

El volumen desinvertido también ha crecido durante los últimos años. Respecto a las fórmulas de desinversión, la venta a terceros ocupa el primer lugar tanto en España como en Europa. La principal diferencia estriba en que en Europa los *secondary buyouts* han tenido históricamente más peso que en España. Ni en España ni en Europa la salida a bolsa es frecuente como método de desinversión. En Estados Unidos, tradicionalmente, se han venido realizando muchas salidas a bolsa protagonizadas por empresas participadas por fondos de capital riesgo puro, aunque en la actualidad estas salidas están disminuyendo drásticamente.

Hay que destacar el intento por parte de varias bolsas europeas de fomentar las salidas a bolsa de las empresas participadas por capital riesgo, para lo cual están en

proceso de creación de mercados alternativos para compañías de mediana y pequeña capitalización.

Como conclusión final cabría hacer una distinción importante entre el *venture capital* y los *buyouts*. Desde el punto de vista de la creación de riqueza de un país es interesante fomentar las inversiones en capital riesgo puro, es decir, en empresas de nueva creación o con un alto potencial de crecimiento. Las inversiones en empresas maduras a través de operaciones apalancadas generan riqueza para el accionista, que ve como aumenta su rentabilidad gracias al elevado uso de la deuda bancaria. La actitud de los bancos en la actualidad es proclive a invertir cada vez más en este tipo de operaciones.

Estudio sobre la evolución y los determinantes de las comisiones de gestión y depósito de los fondos de inversión

Maribel Cambón Murcia (*)

(*) Maribel Cambón Murcia pertenece a la Dirección de Estudios y Estadísticas de la CNMV. Este trabajo es un resumen de la Monografía nº 21 de la CNMV, del mismo título realizada por la autora.

1 Introducción

Los estudios internacionales sobre la evolución de los gastos que soporta la industria de fondos de inversión revelan que éstos son sustancialmente superiores en Europa respecto a EEJU, quizá como consecuencia de la menor presión competitiva y de la existencia de unos mercados aún fragmentados, por lo que existiría un margen significativo para mayores rebajas en las comisiones de los fondos. En España se constata que la reducción de las comisiones de los fondos de inversión ha sido elevada en los últimos años, aunque pueda parecer insuficiente en términos comparados.

El análisis de las comisiones de los fondos de inversión, entendidas como el precio que tienen que afrontar los inversores para introducirse en el mundo de la inversión colectiva y para disfrutar de la gestión profesional de estos instrumentos financieros, cobra importancia en la medida en que su estudio puede proporcionar algunas pistas sobre las características de su curva de demanda y de su curva de oferta y, por tanto, de la naturaleza de este mercado. Por ejemplo, en lo que se refiere a la curva de oferta, algunas de las variables estudiadas pueden informar sobre la estructura de costes de los fondos de inversión y su repercusión en el precio final de los mismos. Por otro lado, la curva de demanda proporcionaría un reflejo de la valoración marginal de los inversores de los servicios prestados por la industria de la inversión colectiva.

El análisis también tiene relevancia desde el punto de vista del regulador, pues éste está interesado en las condiciones de competencia efectiva en estos mercados que, por su propia naturaleza, poseen un número de fricciones importantes tales como la asimetría de la información o la posibilidad de ejercicio de algún tipo de poder de mercado por algunas entidades financieras.

Este trabajo analiza la evolución y los determinantes de las comisiones de gestión y de depósito de los fondos de inversión mobiliaria españoles en 2000, 2004 y 2005. Concretamente, se realiza un análisis estadístico preliminar y una estimación econométrica posterior sobre la posible relación entre las comisiones de gestión y depósito de los fondos de inversión¹ y: (i) el tamaño del fondo y de la gestora, (ii) la aportación media de los partícipes, (iii) el tipo de partícipe de fondo (minorista o institucional), (iv) el grupo financiero de la gestora y (v) la edad del fondo. Tras el análisis cuantitativo, se resumen las causas de la evolución de las comisiones de los fondos de inversión españoles y se hace especial énfasis en los factores que habrían impedido una mayor caída en las mismas: la propia configuración del sistema financiero español y las posibles deficiencias en la difusión de información, bien tenga origen en la propia entidad comercializadora o bien en la CNMV. Finalmente, se proponen algunas medidas en el marco regulatorio y en el

1 Conjuntamente suponen cerca del 98% de los gastos totales repercutidos a los fondos de inversión.

de supervisión y formación de la CNMV, que podrían atenuar las ineficiencias existentes en este mercado, lo que derivaría, en definitiva, en mejoras en la asignación de recursos y en la formación de precios.

2 Base de datos y tratamiento de los mismos

Los datos provienen de la información obtenida de los folletos de los fondos de inversión mobiliaria que son registrados convenientemente en la CNMV, cuyo contenido es incorporado a la base de datos propia CNMV, de la que se encarga la Dirección de Estudios y Estadísticas. Las consideraciones estadísticas más importantes son las siguientes:

- a) Se han eliminado de la base de datos, con carácter general, los fondos de inversión que durante el año se hubieran dado de alta después de septiembre, es decir, aquellos de los que no se dispone de un trimestre completo de datos, los fondos de inversión principales (para no duplicar patrimonios) y los fondos que tienen rentabilidades anómalas.
- b) Fondos principales y fondos subordinados. Se ha añadido la comisión de gestión y depósito de los fondos principales a sus fondos subordinados de forma proporcional a la participación patrimonial de cada subordinado sobre el partícipe. Tras esto, se han eliminado de la muestra los fondos principales. En el caso de fondos principales y subordinados con menos de un año de vida, dependiendo del número de trimestres completos de datos, se ha procedido al reparto de las comisiones anualizadas del fondo principal o de las comisiones de folleto.
- c) Fondos con menos de un año de vida. Se distingue entre: (i) fondos con un trimestre completo de datos y menos de dos y (ii) fondos con dos o más trimestres completos de datos. En los primeros se sustituye la comisión efectiva de gestión y depósito por la que se indica en su respectivo folleto y se corrige la rentabilidad por un factor que recoge la tendencia de su vocación. En los segundos se anualiza la comisión de gestión y depositaría e, igualmente, se corrige la rentabilidad por un factor que recoge la tendencia de su vocación.
- d) Para el análisis de fondos ordenados por tamaño de la participación media. Se excluyen todos los que tenían menos de 100 partícipes al finalizar el ejercicio. Normalmente el número de partícipes que presentan obedece a una situación transitoria (periodos iniciales o finales de la vida de los fondos), de modo que incluir el volumen de patrimonio/partícipe de estos fondos podría ser poco representativo y distorsionar los resultados.
- e) Fondos cuyas comisiones de gestión y/o depósito superan los porcentajes máximos legales de cada momento. Si la desviación es leve (hasta un 0,03% o de 3.000 euros en términos absolutos), no se modifican las comisiones obtenidas por estos fondos con el fin de aplicar el mismo criterio que la Dirección de Supervisión de la CNMV. Si la desviación tiene origen en el carácter mixto de las comisiones (comisión de gestión sobre patrimonio + comisión de gestión sobre resultados), no se modifican las comisiones

efectivas de los fondos. Si la desviación tiene que ver con procesos de fusiones en los que han estado involucrados los fondos, se opta por sustituir las comisiones por las recogidas en los folletos posteriores al proceso de fusión o absorción. Si la desviación tiene que ver con errores derivados del envío de información de las gestoras, dependiendo del tipo de error, se hacen estimaciones o bien se toman las comisiones de folleto.

3 Evolución de las comisiones de gestión y depósito agregadas por categorías de fondos

Una de las características de la industria de fondos de inversión de los últimos años es la moderación de las comisiones de gestión sobre el patrimonio medio diario tanto para los FIM como para los FIAMM. Para las fechas de referencia de este trabajo (2000, 2004 y 2005), y tras depurar la base de datos como se ha indicado, se estima que la comisión media de los FIM en el año 2000 ascendía al 1,48% sobre el patrimonio, porcentaje que descendió hasta el 1,24% y 1,22% en 2004 y 2005 respectivamente (véase cuadro 1). En el caso de los FIAMM, la comisión media de gestión estimada sobre el patrimonio descendió desde el 1,05% en 2000 hasta el 0,87% en 2004 y 0,85% en 2005.

Evolución de las comisiones de gestión sobre el patrimonio medio diario por vocación

CUADRO 1

%					
	2000	2004	2005	% var 04/00	% var 05/04
RFCP	1,10	0,70	0,61	-36,5	-13,4
RFLP	1,22	1,18	1,15	-3,4	-2,8
RFM	1,44	1,37	1,25	-5,1	-8,4
RVM	1,69	1,80	1,81	6,4	0,5
RVN	1,88	1,84	1,83	-2,4	-0,3
RFI	1,46	0,97	1,06	-33,8	9,8
RFMI	1,54	1,47	1,52	-4,3	3,0
RVMI	1,83	1,46	1,60	-20,0	9,5
RVE	1,85	1,87	1,89	1,4	1,0
RVI	1,94	1,79	1,96	-7,5	9,2
GRF	1,13	0,85	0,78	-25,2	-8,1
GRV	1,37	1,44	1,39	4,9	-3,6
FGL	1,34	1,26	1,42	-6,0	12,3
RVIE	-	1,85	2,01	-	8,9
RVIJ	-	1,82	2,00	-	9,8
RVIU	-	1,79	1,76	-	-1,6
RVIM	-	1,99	2,66*	-	33,8
RVIO	-	1,71	1,78	-	3,9
Total FIM	1,48	1,24	1,22	-16,3	-1,6
FIAMM	1,05	0,87	0,85	-16,9	-3,1
Total fondos	1,40	1,14	1,13	-18,6	-0,7

Fuente: CNMV y elaboración propia.

* La comisión media de gestión supera el límite máximo legal (2,25%) porque en este grupo de fondos existe una elevada proporción de ellos con comisiones mixtas, es decir, una parte de comisión que se carga sobre el patrimonio (habitualmente el 1,35%) y otra parte sobre los resultados (habitualmente el 9%).

Sin embargo, es preciso matizar que existen diferencias relevantes en el nivel de las comisiones de gestión cargadas según la vocación del fondo y también las diferencias en su evolución temporal. Respecto a las diferencias en nivel de las comisiones según la vocación de los fondos, cabe señalar que, en términos generales, se observa que las categorías que presentan menores comisiones de gestión son las de renta fija, siendo las de renta variable las más costosas. En lo que se refiere a la evolución temporal de las diversas categorías de fondos, si bien se podría afirmar que entre 2000 y 2005 se produjo una reducción más o menos generalizada en las comisiones de gestión sobre el patrimonio en los diferentes grupos, la moderación fue mucho más intensa en el caso de las categorías de renta fija, especialmente en la renta fija a corto plazo, los garantizados, los de carácter internacional y los FIAMM. La moderación en los fondos con mayor proporción de renta variable fue mucho más modesta o inexistente en algunos casos (fondos globales, renta variable euro o mixta).

Evolución de las comisiones de depositaría sobre el patrimonio medio diario por vocación

CUADRO 2

%

	2000	2004	2005	% var 04/00	% var 05/04
RFCP	0,15	0,09	0,08	-39,6	-4,5
RFLP	0,13	0,11	0,12	-11,8	1,6
RFM	0,14	0,13	0,13	-4,7	-2,6
RVM	0,10	0,12	0,13	21,9	3,5
RVN	0,07	0,11	0,08	47,4	-29,1
RFI	0,14	0,09	0,10	-34,6	7,0
RFMI	0,11	0,13	0,11	19,8	-10,3
RVMI	0,10	0,10	0,10	5,6	-7,5
RVE	0,06	0,11	0,11	79,4	-0,4
RVI	0,08	0,13	0,13	60,8	-4,8
GRF	0,13	0,09	0,09	-28,0	0,9
GRV	0,10	0,11	0,11	5,3	2,8
FGL	0,10	0,08	0,09	-15,5	10,5
RVIE	-	0,13	0,13	-	-0,9
RVIJ	-	0,14	0,14	-	1,3
RVIU	-	0,16	0,16	-	-1,5
RVIM	-	0,14	0,14	-	-2,2
RVIO	-	0,13	0,12	-	-11,3
Total FIM	0,11	0,10	0,10	-7,0	0,1
FIAMM	0,10	0,11	0,11	7,6	-3,5
Total fondos	0,11	0,11	0,10	-3,7	-1,1

Fuente: CNMV y elaboración propia.

La evolución temporal de las comisiones de depositaría ha sido algo diferente de la mostrada por las comisiones de gestión. Aunque en proporción a la comisión legal máxima aplicable la comisión media de estos fondos es relativamente reducida entre 2000 y 2005 prácticamente ha permanecido estable tanto para el agregado de FIM como para los FIAMM. Así, en el cuadro 2 se puede observar que la comisión de depósito media agregada de los FIM pasó del 0,11% del patrimonio medio diario en 2000 al 0,10% en 2004 y 2005, mientras que en el caso de los FIAMM, en

los que estas comisiones son algo más importantes, la comisión media de depositaria aumentó ligeramente del 0,10% en 2000 al 0,11% sobre el patrimonio en 2004 y 2005. No se observan diferencias sistemáticas entre categorías de fondos como ocurría en el caso de las comisiones de gestión.

3.1 Evolución de las comisiones de gestión y depósito según el tamaño del fondo y de la gestora

3.1.1 Tamaño del fondo

Se ha dividido el colectivo de fondos en dos grandes bloques. Para ello, se ordenan los mismos de forma descendente según el tamaño de su patrimonio. Con los mayores, hasta alcanzar el 50% del patrimonio de la totalidad de los fondos, se forma el bloque de mayores y con el restante el de menores. Por lo que se refiere a las comisiones de gestión, en términos generales y en la mayoría de las vocaciones se observan, tanto en 2000 como en 2004, unas comisiones inferiores en los fondos menores que en los mayores, sin diferencias acusadas entre las distintas vocaciones, salvo determinadas excepciones. Este hecho pondría de manifiesto que las economías de escala que obtienen los fondos de mayor tamaño no se estarían traduciendo en menores comisiones más que en determinadas vocaciones en estos años. En el ejercicio 2005 no se pueden obtener conclusiones similares.

El análisis de las comisiones de depositaria muestra resultados diferentes según cual sea el año de que se trate de los ejercicios contemplados. En 2000 las comisiones de depósito medias, tanto en términos generales como en la mayoría de las vocaciones, fueron inferiores en los fondos mayores. Sin embargo, en los ejercicios 2004 y 2005 este alineamiento no se produjo. Por tanto, las conclusiones que parecían desprenderse de los datos del ejercicio 2000, no se cumplirían ni en 2004 ni en 2005.

3.1.2 Tamaño de la gestora

De modo similar se ordenan las entidades gestoras de forma decreciente según el patrimonio gestionado. El primer grupo de entidades gestoras, con las que se alcanza el 50% del total del patrimonio, se han agrupado bajo la denominación de *grandes*, las siguientes en tamaño hasta alcanzar el 80% del patrimonio total, se incluyen en el grupo de *medianas* y las restantes en el de *pequeñas*. En lo que respecta a las comisiones de gestión, se podría decir que, en general, los fondos gestionados por las gestoras *pequeñas* muestran comisiones menores, seguidos de aquellos gestionados por las entidades *medianas*, correspondiendo las comisiones más elevadas a los fondos gestionados por las entidades *mayores* en 2000 y 2004. En 2005 no se pueden obtener conclusiones similares. El análisis de las comisiones de depositaria muestra resultados diferentes según cual sea el año de que se trate (relación negativa en 2000 y más bien positiva en 2004 y 2005).

3.2 Evolución de las comisiones de gestión y depósito según el volumen de la aportación de los partícipes

En este epígrafe se trata de comprobar si se está premiando o no a los partícipes que realizan mayores aportaciones a los fondos, bien en forma de menor comisión (de gestión y/o depositaría) o bien de mayores rentabilidades (si se les ofrece los mejores fondos por ser considerados “clientes más atractivos”). Para ello, se han ordenado los fondos en cada vocación de forma descendente según su relación patrimonio/partícipe y se han dividido en cuatro grupos según el porcentaje acumulado de patrimonio de la correspondiente vocación que representan (grupo 1: 0-25%, grupo 2: 25%-50%, grupo 3: 50%-75%, grupo 4: 75%-100%).

El análisis de las comisiones de gestión revela que, para la práctica totalidad de las categorías de fondos de inversión, las comisiones del grupo 1 son sistemáticamente inferiores a la media de cada vocación en cada uno de los periodos analizados (véase gráfico 1). Además la magnitud del “descuento” a los mayores inversores habría aumentado en el tiempo desde los 0,4 p.p.¹ en 2000 hasta los 0,7 p.p. en 2005. El análisis preliminar sugeriría, por tanto, que las gestoras estarían premiando con menores pagos de comisiones a los inversores que realizan mayores aportaciones a sus fondos de forma persistente en el tiempo, aunque se aprecian diferentes movimientos al alza o a la baja en las diferentes categorías de fondos sin atisbar un comportamiento claro entre grupos de vocaciones (por ejemplo renta variable o renta fija).

El análisis de las comisiones de depositaría también revela que, en términos generales, los fondos del grupo 1 también mantienen comisiones de depósito inferiores a la media de su categoría, si bien las conclusiones son algo menos contundentes que en el caso de las comisiones de gestión debido a dos hechos: (i) existe un número mayor de categorías en las que esto no ocurre, (ii) las comisiones de depositaría son mucho más reducidas que las de gestión por su propia naturaleza, por lo que los diferenciales respecto a la media son muy reducidos en valor absoluto.

1 Puntos porcentuales.

Comisiones medias de gestión sobre el patrimonio medio diario según el volumen de patrimonio/partícipe de cada fondo: diferenciales respecto a la media de cada vocación

GRÁFICO 1

G1: Fondos de mayor patrimonio/partícipe ... G4: Fondos de menor patrimonio/partícipe



Fuente: CNMV y elaboración propia.

3.3 Evolución de las comisiones de gestión y depósito según el grupo financiero

En este caso se ha procedido a dividir la muestra de fondos de inversión en tres grupos -bancos, cajas y otros³- según el grupo financiero al que pertenece la gestora del fondo. Se trata de analizar las posibles diferencias en las comisiones de gestión y depositaría cargadas por los diversos grupos financieros⁴.

En relación con el análisis de la comisión de gestión, es preciso comentar que las entidades más competitivas son aquellas englobadas en el grupo “otros”, es decir aquellas no pertenecientes a bancos ni a cajas, en todos los ejercicios considerados, si bien la magnitud del descuento ha ido descendiendo (véase gráfico 2). Suelen ser pequeñas entidades que prestan servicios de inversión con independencia de los grandes grupos financieros. Respecto a las cajas, se puede afirmar que se encuentran en una situación intermedia de competencia. El número de categorías de fondos FIM en las que las comisiones eran menores a la media ha ido aumentando en el periodo considerado y también su magnitud (la situación es algo diferente en FIAMM). En la posición menos competitiva se encuentran los bancos. Únicamente es de destacar la ligera rebaja que ofrecen en los fondos de renta fija a corto plazo y en los FIAMM debido a la importancia de esta categoría de fondos en la industria en términos de patrimonio. En el conjunto de los FIM, los bancos han pasado de obtener unas comisiones medias similares a la del conjunto de fondos en 2000 a estar cerca de 0,05 p.p. por encima.

El análisis de las cuotas de mercado revela que las cajas de ahorro, entre 2000 y 2005, han ganado algo de cuota en los FIM a costa de una ligera pérdida de la misma en los bancos. Las entidades independientes no han mejorado sustancialmente su cuota relativa. En los FIAMM prácticamente no ha habido movimientos. Aunque la ligera mejora de las cajas podría atribuirse a una política de comisiones más agresiva, es preciso resaltar que la pérdida de cuota de los bancos es muy reducida (gestionan cerca de dos tercios de los activos de la industria).

El análisis de las comisiones de depositaría confirma las conclusiones ya extraídas en el estudio de las comisiones de gestión. En este ámbito se observa que si bien los bancos ejercían cierta competencia en el año 2000, la situación cambió radicalmente en 2004 y 2005, ejercicios en los que se aprecia con claridad cómo tanto las entidades independientes y las cajas de ahorro cargaban comisiones inferiores a la media tanto en el ámbito de los FIM como en los FIAMM.

3 Sociedades de valores, agencias de valores, compañías de seguros, cooperativas de crédito, empresas no financieras y otras entidades.

4 En la monografía de referencia se detallan individualmente los cálculos para los cinco mayores grupos financieros (que concentran el 60% del patrimonio total), de los cuales los dos mayores son bancos y los tres siguientes son cajas.

Comisiones medias de gestión sobre el patrimonio medio diario según el grupo financiero: diferenciales respecto a la media de cada vocación

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV y elaboración propia.

3.4 Evolución de las comisiones de gestión y depósito según el tipo de partícipe

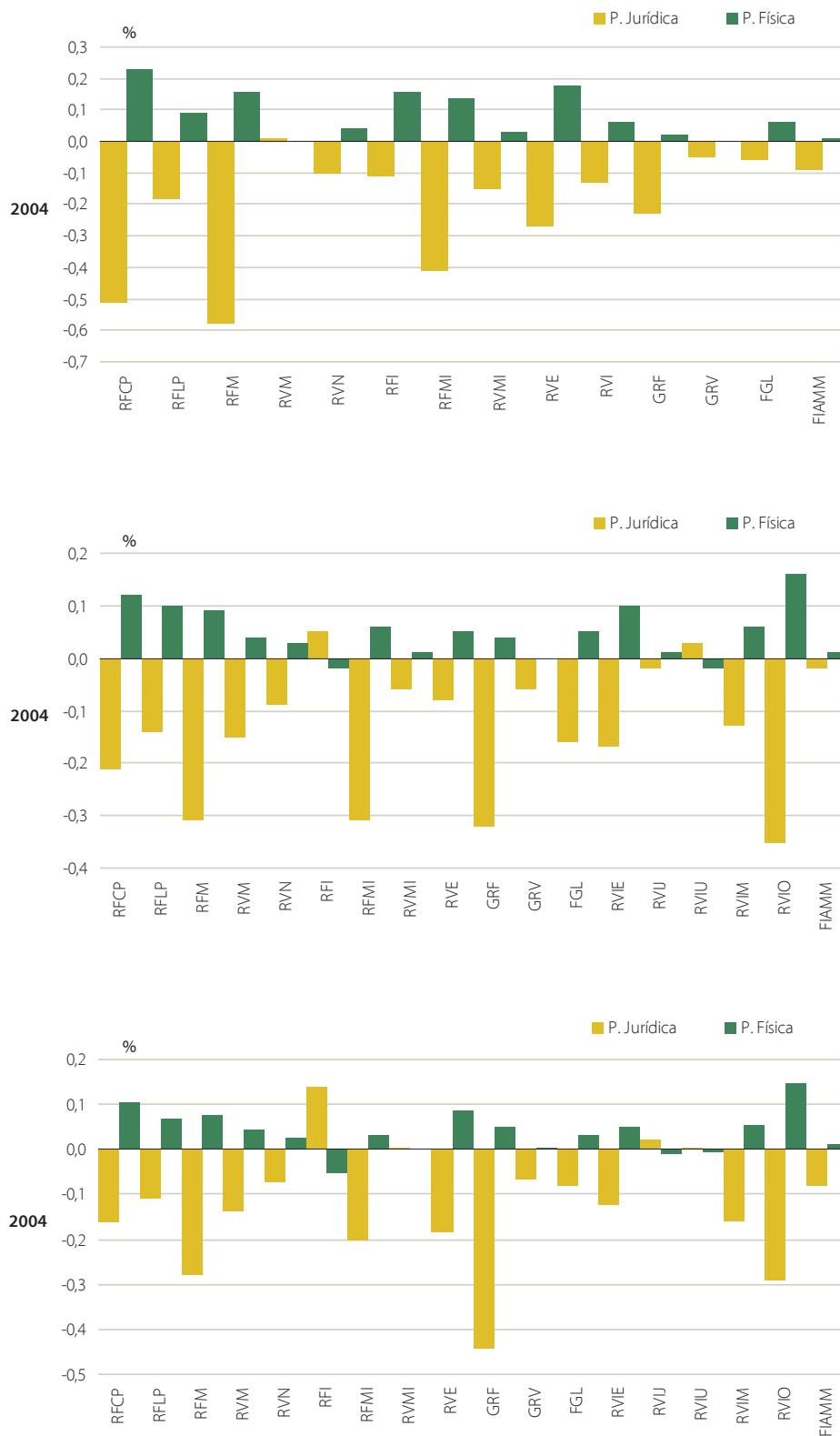
En este epígrafe se trata de ver si existen diferencias dignas de resaltar según sea el tipo de partícipe, lo que podría indicar alguna discriminación por parte de los comercializadores frente a determinados tipos de clientes o bien una mayor capacidad por determinado tipo de partícipes a la hora de orientar sus inversiones. La clasificación de partícipes en las estadísticas disponibles es muy amplia, por lo que para hacer más claro el análisis se ha reducido a dos categorías: personas físicas y personas jurídicas. Para el análisis, la cuestión se ha contemplado de dos formas diferentes. En una primera se han formado tres grupos de fondos compuestos por fondos calificados como orientados: i) al inversor institucional, ii) al inversor minorista y iii) mixtos. Para ello, previamente se ha clasificado a cada uno de los fondos mediante un indicador objetivo basado en coeficientes de especialización. En la segunda se han considerado dos carteras: una correspondiente a los inversores que son personas físicas y otra a los inversores que son personas jurídicas. Estas carteras están formadas por todo su patrimonio invertido en los distintos fondos de inversión.

De la primera de las aproximaciones se puede decir que, en términos generales y en la práctica mayoría de las vocaciones, se observan unas comisiones medias de gestión más bajas en los fondos orientados a las personas jurídicas y más elevadas en los orientados a las personas físicas en los tres ejercicios del análisis. Los fondos sin una orientación clara (o mixtos en este trabajo) no muestran un patrón claro. Es destacable además que las diferencias entre las comisiones cargadas por estos grupos de fondos se han ido acentuando en los últimos años. Las diferencias son menos evidentes en los FIAMM. Las conclusiones sobre las comisiones de depositaría van en la misma dirección pero son menos contundentes.

Los resultados de la segunda aproximación confirman los anteriores: la cartera que agrega el patrimonio de las personas jurídicas de todos los fondos muestra una comisión de gestión inferior a la de las personas físicas en 2000, 2004 y 2005, tanto en el conjunto de los fondos como en casi todas las vocaciones (véase gráfico 3). El diferencial negativo de la cartera de las personas jurídicas ha aumentado ligeramente en el periodo considerado mientras que el diferencial positivo de la cartera de las personas físicas se ha mantenido prácticamente invariable. En el caso de las comisiones de depositaría es importante matizar que, si bien en términos agregados para los FIM y para los FIAMM las comisiones son inferiores en la cartera de las personas jurídicas y superiores en la de las personas físicas, en un número considerable de categorías individuales esto no ocurre.

**Comisiones medias de gestión sobre el patrimonio medio diario:
cartera de las personas físicas y jurídicas: diferenciales respecto
a la media de cada vocación**

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV y elaboración propia.

3.5 Evolución de las comisiones de gestión y depósito según la edad del fondo

En este epígrafe se muestran los resultados del análisis en el que se ha segmentado el conjunto de fondos de inversión en función de su antigüedad. La forma de hacer subconjuntos es similar a la empleada en la sección en la que se analizan las comisiones en función de la participación/fondo, es decir, se divide la muestra de fondos para cada categoría en cuatro grupos de fondos que acumulan el 25% del patrimonio cada uno de ellos. Los fondos del denominado grupo 1 se corresponden con los de mayor edad mientras que los del grupo 4 son los fondos más recientes.

En lo que se refiere a las comisiones de gestión, se observa una relación positiva entre la edad del fondo y la comisión de gestión cargada por el mismo en 2000, 2004 y 2005. Este resultado sería contradictorio con la denominada “curva de aprendizaje” según la cual, a medida que un fondo acumula un periodo de vida mayor, se atribuyen ciertos conocimientos a la gestora (de operativa en los mercados, de operativa propia, de análisis, etc.) que le permitirían reducir los gastos que repercute a dichos fondos. El hecho de que no sea así podría poner de manifiesto la existencia de una parte de inversores que prefiere fondos con mayor tradición o experiencia, aunque sean más caros, y de otro sector de inversores que entró hace tiempo en la industria de fondos de inversión y desconoce, o tiene cierta dificultad para conocer, las menores tarifas aplicadas a los fondos nuevos. Entre las vocaciones en las que se encuentran mayores diferencias en las comisiones de gestión están las de renta fija a corto plazo, renta variable mixta y renta fija mixta internacional y algunas de renta variable internacional en 2005. Las mayores diferencias entre las comisiones del grupo los fondos mayores y los menores han superado 1 p.p. en algunos de estos casos.

En el caso de las comisiones de depositaría, no es posible detectar un patrón claro de comportamiento en el año 2000 en el ámbito de los FIM. En 2004 y en 2005 parece encontrarse una cierta relación positiva entre la comisión y la edad del fondo. Los FIAMM muestran diferenciales irregulares en todos los ejercicios.

4 Estudio econométrico

Con el fin de contrastar las principales conclusiones del análisis descriptivo anterior, se han modelizado y estimado los determinantes de las comisiones de gestión y de depositaría de los fondos de inversión utilizando dos técnicas econométricas diferentes.

4.1 Técnica Tobit

En la medida en que la variable dependiente (comisión de gestión o depósito, según el caso) posee tanto un máximo legal como un mínimo y , por tanto, se puede calificar como variable censurada, lo más conveniente es estimar la regresión empleando la técnica Tobit con corrección de heteroscedasticidad en los residuos. El modelo propuesto es el siguiente:

$$\left\{ \begin{array}{ll} y_i = \alpha + \beta'x_i + u_i & \text{si } \underline{y} < y_i < \bar{y} \\ y_i = \bar{y} & \text{si } y_i > \bar{y} \\ y_i = \underline{y} & \text{si } y_i < \underline{y} \end{array} \right.$$

donde:

y_i es la decisión de comisión de gestión o depósito,

\bar{y} es la comisión legal máxima aplicable:

FIM	2000	2004	2005
Comisión de gestión	2,5% hasta junio y 2,25% después ⁵	2,25%	2,25%
Comisión de depositaría	0,40%	0,20%	0,20%

\underline{y} es la comisión legal mínima (o % sobre el patrimonio o resultados),

β' es un vector de parámetros desconocidos de dimensión k ,

x_i es un vector que contiene todas las variables explicativas de la decisión de la comisión de gestión o depósito (véase recuadro siguiente) tras corregir la multicolinealidad existente, y

u_i son los residuos del modelo que siguen una distribución normal de media cero y desviación típica σ_i .

La principal ventaja de este modelo es que es capaz de recoger la decisión de no cargar comisión o de cargar la máxima, pero presenta como inconveniente

⁵ En la estimación del Tobit se ha incluido como límite máximo de la comisión de gestión el valor máximo de los dos existentes en el año, es decir, 2,5%.

principal el hecho de que no permite la ponderación de las observaciones lo que, en definitiva, infravalora las observaciones de mayor patrimonio.

4.2 Técnica de Mínimos Cuadrados Ordinarios con ponderación de errores

De forma alternativa se ha estimado la función lineal mediante la técnica de MCO (con su representación tradicional $y_i = \alpha + \beta'x_i + u_i$) con ponderación de los errores por el patrimonio de cada fondo, donde:

y_i es la decisión de comisión de gestión o depósito,

β' es un vector de parámetros desconocidos de dimensión k ,

x_i es un vector que contiene todas las variables explicativas de la decisión de la comisión de gestión o depósito (véase recuadro siguiente) tras corregir la multicolinealidad existente, y

u_i son los residuos del modelo que siguen una distribución normal de media cero y desviación típica σ_i .

Este modelo adolece de algunas limitaciones como la posibilidad de obtener estimaciones inconsistentes⁶, pero presenta la ventaja de permitir la ponderación de las observaciones, en este caso, atendiendo al patrimonio de cada fondo.

Descripción de las variables explicativas utilizadas:

ACTF	Logaritmo neperiano del patrimonio medio diario del fondo
ACTG	Logaritmo neperiano del patrimonio medio diario de la gestora a la que pertenece el fondo
AOPARTF	Logaritmo neperiano del cociente (patrimonio medio diario/número de partícipes) del fondo
AOPARTG	Logaritmo neperiano del cociente (patrimonio medio diario/número de partícipes) de la gestora
BANCO	Dummy = 1 si el fondo es gestionado por una sociedad perteneciente a banco
CAJA	Dummy = 1 si el fondo es gestionado por una sociedad perteneciente a caja
CUOTA	Relación entre el patrimonio medio diario sobre el patrimonio medio diario total de la categoría de ese fondo
EDAD	Logaritmo neperiano del número de años transcurridos desde la constitución del fondo
INSTIT	Dummy = 1 si el fondo está orientado principalmente a clientes institucionales
MINOR	Dummy = 1 si el fondo está orientado principalmente a clientes minoristas
RENT	Rentabilidad neta media del fondo en el año
CG	Variable de control (comisión de gestión efectiva media anual)
CD	Variable de control (comisión de depositaría efectiva media anual)
RFCP	Renta Fija Corto Plazo
RFLP	Renta Fija Largo Plazo
RFM	Renta Fija Mixta
RVM	Renta Variable Mixta
RVN	Renta Variable Nacional
RFI	Renta Fija Internacional
RFMI	Renta Fija Mixta Internacional
RVMI	Renta Variable Mixta Internacional
RVE	Renta Variable Euro
RVI	Renta Variable Internacional
GRF	Garantizados Renta Fija
GRV	Garantizados Renta Variable

6 Según apuntan Loucks, "The regional distribution of bank closings in the United States from 1982 to 1988: A brief note" (1994); Chou y Cebula, "Determinants of geographic differentials in the savings and loan failure rate – A heteroskedastic Tobit estimation" (1996); Greene, "Econometric analysis" (2000); y Maddala y Nelson, "Specification errors in limited dependent variables models" (1975).

4.3 Resultados

En términos generales los resultados del estudio econométrico presentan bastante coherencia con las conclusiones del análisis presentado anteriormente aunque, dadas la variedad de temas contemplados, no es fácil que un contraste uniecuacional pueda captar con un nivel de significación estadística suficiente todos los matices que en el análisis descriptivo se ha llevado a cabo aislando los restantes factores. Pese a todo, el grado de coherencia es razonable aunque hay resultados que no se reflejan en igual grado o incluso se obtenga algún resultado contradictorio.

En los cuadros 3 y 4 se pueden comparar los resultados de las estimaciones de los dos modelos propuestos.

Análisis econométrico de los determinantes de las comisiones de gestión de los FIM: signo del coeficiente estimado y p-valor

CUADRO 3

%

	Tobit			Regresión con ponderación de observaciones		
	2000	2004	2005	2000	2004	2005
C	(+) 0,00	(+) 0,00	(+) 0,00	(+) 0,00	(+) 0,58	(+) 0,09
ACTF	(+) 0,00	(+) 0,30	(-) 0,01	(+) 0,16	(+) 0,02	(-) 0,48
ACTG	(+) 0,16	(-) 0,07	(+) 0,00	(-) 0,36	(-) 0,84	(+) 0,06
APOPARTF	(-) 0,00	(+) 0,49	(-) 0,00	(-) 0,00	(-) 0,44	(-) 0,00
APOPARTG	(+) 0,01	(-) 0,00	(-) 0,46	(-) 0,81	(-) 0,46	(+) 0,07
BANCO	(-) 0,64	(+) 0,06	(+) 0,93	(+) 0,03	(+) 0,53	(-) 0,18
CAJA	(+) 0,91	(+) 0,66	(-) 0,02	(+) 0,08	(-) 0,80	(+) 0,52
CUOTA	(-) 0,14	(-) 0,30	(+) 0,73	(+) 0,32	(-) 0,18	(+) 0,05
EDAD	(+) 0,00	(+) 0,00	(+) 0,00	(-) 0,82	(+) 0,00	(-) 0,17
INSTIT	(+) 0,97	(-) 0,24	(+) 0,87	(-) 0,56	(-) 0,91	(-) 0,16
MINOR	(-) 0,67	(+) 0,19	(+) 0,63	(+) 0,63	(+) 0,07	(-) 0,16
RENT	(+) 0,04	(-) 0,01	(+) 0,00	(+) 0,95	(+) 0,64	(-) 0,21
CD	(-) 0,03	(+) 0,00	(+) 0,00	(-) 0,03	(+) 0,76	(+) 0,00
RFCP	(-) 0,00	(-) 0,00	(-) 0,00	(-) 0,00	(-) 0,42	(+) 0,10
RFLP	(-) 0,01	(-) 0,07	(+) 0,00	(-) 0,01	(+) 0,38	(+) 0,01
RFM	(-) 0,19	(+) 0,46	(+) 0,00	(-) 0,07	(-) 0,17	(+) 0,25
RVM	(+) 0,16	(+) 0,00	(+) 0,00	(+) 0,89	(+) 0,04	(+) 0,00
RVN	(+) 0,04	(+) 0,00	(+) 0,00	(+) 0,72	(+) 0,00	(+) 0,00
RFI	(+) 0,98	(+) 0,63	(+) 0,03	(+) 0,83	(-) 0,35	(-) 0,16
RFMI	(+) 0,93	(-) 0,90	(+) 0,02	(-) 0,04	(+) 0,03	(+) 0,09
RVMI	(+) 0,01	(+) 0,21	(+) 0,01	(-) 0,51	(-) 0,00	(+) 0,09
RVE	(+) 0,00	(+) 0,00	(+) 0,00	(-) 0,88	(+) 0,00	(+) 0,01
RVI	(+) 0,00	(+) 0,00	(+) 0,00	(-) 0,38	(+) 0,11	(+) 0,02
GRF	(-) 0,00	(-) 0,00	(-) 0,00	(-) 0,00	(-) 0,00	(-) 0,31
GRV	(-) 0,00	(+) 0,12	(+) 0,00	(-) 0,00	(-) 0,26	(+) 0,01

%

	Tobit			Regresión con ponderación de observaciones		
	2000	2004	2005	2000	2004	2005
C	(+) 0,00	(+) 0,00	(+) 0,00	(+) 0,00	(+) 0,00	(-) 0,13
ACTF	(+) 0,49	(+) 0,27	(+) 0,33	(+) 0,72	(+) 0,09	(+) 0,05
ACTG	(+) 0,69	(+) 0,20	(+) 0,00	(-) 0,34	(+) 0,04	(+) 0,39
APOPARTF	(-) 0,00	(-) 0,00	(+) 0,00	(-) 0,00	(-) 0,00	(+) 0,67
APOPARTG	(-) 0,04	(-) 0,03	(+) 0,71	(-) 0,03	(-) 0,05	(-) 0,03
BANCO	(+) 0,78	(+) 0,75	(+) 0,05	(-) 0,75	(+) 0,86	(+) 0,02
CAJA	(-) 0,05	(+) 0,44	(+) 0,48	(-) 0,31	(+) 0,85	(-) 0,54
CUOTA	(-) 0,00	(+) 0,65	(+) 0,93	(-) 0,00	(+) 0,10	(-) 0,00
EDAD	(+) 0,00	(+) 0,00	(+) 0,04	(+) 0,00	(+) 0,03	(+) 0,00
INSTIT	(+) 0,33	(+) 0,60	(+) 0,00	(+) 0,87	(-) 0,02	(+) 0,35
MINOR	(+) 0,43	(+) 0,19	(+) 0,11	(+) 0,37	(-) 0,23	(+) 0,15
RENT	(+) 0,15	(+) 0,95	(+) 0,31	(+) 0,89	(+) 0,17	(+) 0,58
CD	(-) 0,23	(+) 0,00	(+) 0,00	(-) 0,03	(+) 0,75	(+) 0,00
RFCP	(+) 0,88	(+) 0,32	(+) 0,18	(-) 0,22	(+) 0,93	(-) 0,04
RFLP	(+) 0,82	(+) 0,22	(+) 0,01	(-) 0,00	(-) 0,49	(-) 0,61
RFM	(+) 0,97	(+) 0,62	(+) 0,89	(-) 0,15	(+) 0,92	(+) 0,03
RVM	(+) 0,85	(+) 0,86	(+) 0,57	(-) 0,00	(+) 0,92	(+) 0,88
RVN	(-) 0,00	(-) 0,32	(+) 0,42	(-) 0,00	(-) 0,40	(-) 0,72
RFI	(+) 0,03	(+) 0,03	(+) 0,51	(+) 0,77	(+) 0,29	(+) 0,00
RFMI	(+) 0,08	(+) 0,67	(-) 0,21	(-) 0,66	(-) 0,16	(+) 0,90
RVMI	(+) 0,99	(-) 0,03	(-) 0,18	(-) 0,05	(-) 0,02	(+) 0,89
RVE	(-) 0,52	(+) 0,13	(+) 0,38	(-) 0,00	(+) 0,94	(+) 0,49
RVI	(-) 0,01	(+) 0,77	(+) 0,58	(-) 0,01	(-) 0,11	(+) 0,33
GRF	(+) 0,71	(-) 0,12	(-) 0,13	(-) 0,01	(-) 0,71	(+) 0,09
GRV	(-) 0,00	(-) 0,01	(-) 0,01	(-) 0,01	(-) 0,57	(+) 0,75

En el caso de las comisiones de gestión, la estimación Tobit obtiene un número mayor de coeficientes significativamente distintos de cero⁷ respecto a la estimación de regresión y con el signo esperado, pero muestra algunas deficiencias en ciertas variables donde la ponderación del patrimonio es especialmente importante (por ejemplo el tipo de cliente del fondo). Las relaciones mejor captadas tienen que ver con las variables aportación media de los partícipes y edad del fondo. Respecto a las comisiones de depositaría, la estimación Tobit obtiene un número menor de coeficientes que son distintos de cero de forma significativa respecto a la regresión y, además, algunos con el signo esperado contrario. Las estimaciones de la regresión con ponderación son globalmente más satisfactorios.

7 Se han tomado dos referencias para contrastar el nivel de significatividad: 5% y 10%.

5 Análisis de las causas de las evidencias encontradas

Entre las posibles causas que pueden haber influido en la evolución de las comisiones de gestión y depósito de los fondos de inversión españoles cabe apuntar las siguientes:

- **Reducción de las comisiones legales máximas aplicables.** Como se mencionó en una sección anterior, la última modificación de las comisiones legales máximas de gestión tuvo lugar a mediados de 2000 para FIM y FIAMM, mientras que la rebaja de la comisión de depósito para FIM ocurrió algo después (abril de 2001). Este descenso de las comisiones legales máximas ha sido, sin duda, uno de los principales elementos que han influido en la rebaja del nivel general de las comisiones en los últimos años (especialmente en las comisiones de gestión), sobre todo al inicio del periodo analizado (2000 y 2001).
- **Escenario macroeconómico de tipos de interés reducidos.** La convergencia nominal de la economía española con las de la euro zona de finales de la década de 1990 tuvo como uno de sus protagonistas principales una intensa reducción en el nivel de tipos de interés, de carácter estructural. La caída de los tipos de interés y su posterior estabilización ha tenido consecuencias notables en las rentabilidades brutas de una parte significativa de los fondos de inversión de renta fija, especialmente los de modalidad de corto plazo (RFCP y FIAMM), que se han visto forzados a reducir en alguna medida las comisiones cargadas a estos productos con el fin de que continuaran teniendo atractivo a los inversores. Aun así, es preciso señalar que las rentabilidades netas (rentabilidades brutas menos comisiones) de una parte significativa de fondos apenas supera la tasa de inflación de la economía española a lo largo de los últimos años, algo que a medio plazo podría erosionar las inversiones en estos fondos en la medida en que una parte notable de inversores buscara instrumentos financieros alternativos.
- **Cierto entorno de competencia en el sector.** Según el análisis efectuado con anterioridad, esta competencia, entendida como mayor agresividad en el establecimiento de precios, viene siendo ejercida casi en exclusiva por el conjunto de entidades financieras independientes y, recientemente, algo más por las cajas de ahorro. Sin embargo conviene resaltar que este comportamiento no se ha visto acompañado, por el momento, de un aumento significativo en la cuota de mercado de estas entidades.

Aunque se puede argumentar que estas causas serían las responsables del comportamiento bajista de las comisiones de los fondos en los últimos años, existen determinados agentes del mercado que indican que dicho descenso ha sido

modesto y que, si hubiera un entorno real de competencia, el nivel de comisiones sería mucho más reducido que el que se observa.

Los estudios que analizan las comisiones de los fondos de inversión a escala internacional confirman, con carácter general, que los gastos totales que soportan los fondos de inversión españoles (TER) están por encima de los existentes en los países europeos más importantes (salvo Italia) y, por supuesto, de los de EEUU⁸. Otros estudios interesantes resaltan la diferencia significativa entre los gastos de los fondos norteamericanos frente a los europeos, siendo estos últimos significativamente mayores por la existencia de múltiples mercados fragmentados, distintas prácticas en la comercialización, presiones competitivas y regímenes fiscales⁹. A continuación se mencionan algunos de los elementos que podrían haber limitado el descenso de las comisiones de los fondos de inversión españoles y que estarían dando lugar a ineficiencias en la asignación de recursos financieros de los inversores.

5.1 Tradición bancaria española y el efecto de la reputación de la entidad

El hecho de que exista una elevada concentración en el mercado de fondos entre gestoras, y que éstas pertenezcan a los grandes bancos del país, condiciona significativamente la evolución de las comisiones de los fondos de inversión españoles. Por una parte, estas entidades, altamente enraizadas en la cultura financiera española, dispondrían de una base de clientes que no está dispuesto a transferir sus inversiones en fondos de inversión a otras entidades más competitivas porque está acostumbrado a centralizar todas sus operaciones financieras en una única entidad (se corresponde con la idea de que la entidad financiera presta un conjunto amplio de servicios financieros). Otra parte de inversores tampoco estaría dispuesta a cambiar sus inversiones de gestora porque confía en la reputación de la entidad, es decir, prefiere pagar precios más altos por productos a lo que se atribuyen ciertas garantías por contar con el respaldo de entidades muy populares, de larga experiencia y elevados conocimientos. Se trataría de la “cautividad voluntaria” de los inversores.

En este ámbito cobra especial importancia la política de comercialización de productos de inversión por parte de las entidades financieras. El análisis anterior ha permitido comprobar que existen diferentes políticas de precios en función de los tipos de clientes que perciben las entidades en el mercado. A grandes rasgos se podría decir que los clientes más sofisticados, ya sea porque realizan mayores aportaciones a los fondos, ya sea porque toman la forma de cliente institucional, ya sea porque destinan sus recursos a fondos de carácter internacional, se ven premiados por parte de las gestoras en forma de menores pagos de comisiones. Los clientes menos sofisticados, que en general se suelen corresponder con los minoristas (de inversiones reducidas) o con los que tienen más dificultad de acceso a la información financiera o de comprensión de la misma, suelen afrontar mayores comisiones en los fondos de inversión.

8 Véase por ejemplo, Ajak Khorana, Henri Servaes y Meter Tufano, “Mutual funds fees around the world” (2005).

9 Lipper, Fund Industry Insight Reports, “A comparison of mutual fund expenses across the Atlantic” (2005).

5.2 Deficiencias en la difusión de información

Las posibles ineficiencias en la difusión de la información, que enlazaría con la sección anterior, es de vital importancia pues causaría una “cautividad involuntaria” de los inversores en determinadas entidades. Habría un grupo de inversores que, si tuviera conocimiento de la existencia de productos de inversión similares a los que existen en su cartera con menores comisiones, no dudarían en transferir sus recursos a estas entidades más competitivas. En estos casos, resulta clave identificar el origen de semejante desconocimiento. En general las deficiencias en la difusión de información en este ámbito pueden tener dos orígenes: (i) en las propias entidades financieras, por un cumplimiento inadecuado de las normas de conducta en la comercialización de fondos y (ii) en la CNMV, por una difusión de insuficiente y/o ineficiente de información o una ausencia de regulación apropiada.

6 Conclusiones

El grado de competencia de la industria de fondos de inversión es un tema cuya relevancia ha venido aumentando debido al incremento del volumen de activos y de inversores involucrado en dicha industria y, también, debido a la importancia creciente de estos productos en las cuentas de pérdidas y ganancias de las entidades financieras más importantes del país, todo ello en un entorno europeo de integración creciente de los mercados financieros.

Este trabajo realiza un análisis detallado de la evolución de los gastos de los fondos de inversión en 2000, 2004 y 2005, más concretamente de sus comisiones de gestión y de depositaría, que son los más relevantes, con el fin de realizar una aproximación al estado de competencia en el sector. El análisis conjunto de las comisiones de gestión pone de manifiesto una evolución descendente de las mismas entre 2000 y 2005 con carácter general para todas las categorías de fondos de inversión, pero de forma especial para las vocaciones de renta fija. La evolución de las comisiones de depositaría es algo diferente, pues no han sufrido grandes variaciones en su nivel en este periodo de tiempo.

La rebaja de las comisiones de gestión en estos años (superior al 19% para el conjunto de los fondos de inversión entre 2000 y 2005) se atribuye principalmente a tres factores: (i) el descenso de las comisiones legales máximas aplicables tanto para los FIM como para los FIAMM, (ii) el entorno macroeconómico derivado de la convergencia nominal de la economía española respecto a los países de la euro zona y (iii) un cierto entorno de competencia en el sector catalizado por las entidades denominadas independientes.

A pesar de que el descenso de las comisiones puede ser considerado significativo, algunos agentes del sector financiero vienen señalando que éste es insuficiente y que no hace sino demostrar la falta de competencia efectiva en la industria de fondos. Nuestro análisis ha segmentado la industria de fondos de inversión con el fin de detectar particularidades o posibles ineficiencias en la formación de precios y en la asignación de recursos del sector. El análisis de los diferentes grupos revela que: (i) cuanto mayor es el tamaño del fondo de inversión o de su gestora, mayores son las comisiones cargadas por los mismos (esto ocurre en dos de los tres ejercicios analizados), (ii) cuanto mayor es la aportación media de los partícipes al fondo, menor es la comisión que tienen que afrontar (“premio a los mejores partícipes”), (iii) del mismo modo, los inversores institucionales disfrutaban de menores comisiones de gestión respecto a los inversores minoristas, (iv) los bancos son las entidades financieras menos competitivas, lo que no parece haber reducido su elevada cuota de mercado en el sector (cerca de los dos tercios del patrimonio), ejerciendo las cajas de ahorros una competencia algo mayor recientemente y, finalmente, (v) cuanto mayor es la edad del fondo, mayores son las comisiones cargadas (no hay aprovechamiento de la denominada curva de aprendizaje). El estudio econométrico ha confirmado la mayor parte de estas conclusiones, si bien

no ha captado alguno de los detalles expuestos con anterioridad o sólo lo ha hecho en alguno de los periodos analizados.

Entre los factores que darían lugar a las ineficiencias ya mencionadas y que podrían haber impedido un descenso mayor en el nivel de comisiones de gestión y depósito en la industria de fondos de inversión española, resaltamos dos: (i) la propia configuración del sistema financiero español, en el que existe una elevada concentración entre entidades financieras que disfrutan de una clientela “cautiva voluntariamente” y (ii) la existencia de problemas en la difusión de una información financiera adecuada a todos los inversores en estos productos, que provoca lo que hemos denominado “cautividad involuntaria” de los inversores.

Las medidas que pueden tratar de erradicar estas ineficiencias están relacionadas, fundamentalmente, con el segundo conjunto de causas aludidas, es decir, con aquellas que tienen que ver con las posibles deficiencias en la difusión de una información financiera adecuada. El hecho de que las pequeñas entidades financieras independientes consigan la reputación de los grandes bancos españoles y, por tanto, la confianza de los inversores, es una cuestión de medio plazo en la que se requiere una cierta evolución en la cultura financiera de los agentes.

Respecto a las medidas de impulso y mejora de la información sobre la industria de fondos de inversión destacamos tres ámbitos: (i) el reforzamiento de la supervisión de la información financiera que proporcionan las propias entidades comercializadoras de estos productos, que en muchos casos están sometidas a diversos conflictos de interés, tales con el establecimiento de medidas puntuales en aquellas que sistemáticamente presentan algún tipo de deficiencia (ya sea porque la plantilla no tiene los conocimientos adecuados, porque se vende un producto no adecuado al perfil del inversor, etc.), (ii) el impulso de la información y formación a los inversores, ofreciéndoles bases de datos en las que la comparativa entre fondos sea fácil, elaborando documentos que expliquen la totalidad de gastos que afrontan los fondos de inversión y cómo compararlos, o bien mediante algunos cursos y conferencias, y (iii) en el ámbito de la regulación, se podría plantear la adopción de algún tipo de medida concreta que permita, por ejemplo, a los inversores comparar las comisiones de productos relativamente similares o también, en la línea de las propuestas de la Comisión Europea, reforzar algunas medidas de transparencia tales como la separación de los gastos de comercialización de los fondos de inversión actualmente diluidos en la comisión de gestión.

III Informes internacionales

Libro blanco de la CE sobre la mejora del mercado único de fondos de inversión

Jorge Vergara Escribano (*)

(*) Jorge Vergara Escribano pertenece a la Dirección de Supervisión de la CNMV.

1 Introducción

Los fondos de inversión son en la actualidad un instrumento de ahorro ampliamente utilizado por las economías domésticas en virtud del cual éstas acceden, en condiciones asequibles, a los mercados de capital y a formas profesionales de gestión patrimonial. Esta importancia como elemento de ahorro se ve acentuada en el momento presente por el progresivo envejecimiento de las sociedades de los países desarrollados, que impulsa a la población a la búsqueda de fuentes de financiación de sus necesidades en el largo plazo una vez haya finalizado su vida laboral. Por consiguiente, el sector de la gestión de fondos de inversión ha experimentado un considerable crecimiento en los últimos años, tanto en Europa como en Estados Unidos, representando los fondos en Europa un 12,6% de los activos de las economías domésticas y un 59% del PIB europeo en 2005. Se estima que las tasas de crecimiento anuales de la industria europea estarán en el entorno del 10%, de modo que en 2010 se podría alcanzar un volumen de patrimonio gestionado de 8 billones de euros desde los 5 billones presentes. España, por supuesto, no es ajena a esta importancia de los fondos en el sector financiero, representado el patrimonio gestionado por la inversión colectiva un 30% del PIB.

El marco regulatorio europeo de la industria de fondos de inversión es la Directiva 85/611/CEE, del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM ó UCITS, acrónimo en inglés correspondiente a *Units of Collective Investment in Transferable Securities*). Esta Directiva es popularmente conocida como la “Directiva UCITS”. En la década de los años 90 del siglo pasado hubo un primer intento de modificación de la Directiva UCITS, conocido como “UCITS II”. Sin embargo, esta propuesta no terminó fructificando. Poco después se planteó una nueva propuesta para la modificación de la Directiva, que finalmente terminó por concretarse y dio lugar a las Directivas 2001/107/CE, de 21 de enero de 2002 que modifica la Directiva 85/611/CEE del Consejo, con vistas a la regulación de las sociedades de gestión y los folletos simplificados, y a la Directiva 2001/108/CE, de 21 de enero de 2002, que modifica la Directiva 85/611/CEE del Consejo, en lo que se refiere a las inversiones de los OICVM. La primera es conocida como la Directiva de las gestoras, y la segunda como la del producto. Conjuntamente son conocidas como UCITS III y ambas introdujeron importantes modificaciones en el régimen normativo de los fondos, en particular la Directiva del producto, que liberalizó y flexibilizó la política de inversiones de las UCITS.

Todos aquellos fondos de inversión europeos que cumplen con la Directiva pueden ser comercializados libremente en otros estados miembros con el requisito único de realizar una comunicación previa y cumplir con las normas de conducta,

principalmente las relativas a la publicidad, del estado de acogida. En definitiva, estamos hablando de fondos armonizados o que gozan de pasaporte europeo”.

En este sentido, la Directiva UCITS ha jugado un papel clave en el crecimiento de la industria financiera europea y de los flujos transnacionales de fondos. Como dato ilustrativo, las ventas de fondos transfronterizas representaron alrededor del 66% del total de los ingresos netos del sector en 2005.

Es más, hay que mencionar que los fondos UCITS se han convertido en una marca reconocida internacionalmente, en especial en América Latina y en Asia, y en una referencia de producto diversificado apto para los inversores minoristas. A este respecto conviene señalar, como se ha afirmado anteriormente, que con UCITS III, y en particular gracias a la Directiva del producto, se ha consagrado una flexibilización de las limitaciones de inversión de los fondos UCITS y una ampliación de sus oportunidades de inversión, de modo que en el momento presente bajo la marca UCITS se puede encontrar una rica y variada gama de estrategias de inversión y vehículos adecuados para una multiplicidad de apetitos inversores.

Ahora bien, en el contexto actual surgen nuevos desafíos para la industria europea de fondos, derivados de la cada vez mayor complejidad de los mercados financieros y de las nuevas necesidades de los inversores. A este respecto hay que mencionar que la continua innovación financiera provoca la rápida obsolescencia de las normas sobre inversiones y que el entorno mundial de la industria de fondos es cada vez más competitivo. Asimismo, cada vez es mayor el nicho de mercado de productos no armonizados destinados a inversores minoristas, con la consiguiente demanda de estandarización que propicie la distribución paneuropea de estos productos. Por último, conviene mencionar que la Directiva adolece de ciertas limitaciones o carencias manifiestas que devienen en un mayor coste para las entidades europeas, lo que deteriora su posición competitiva.

Por estos motivos, la Comisión Europea publicó en julio de 2005 un Libro Verde sobre fondos de inversión con el objetivo de iniciar un proceso de consultas sobre los mecanismos para mejorar y perfeccionar el actual marco normativo. Simultáneamente a este Libro Verde se constituyeron tres grupos de expertos (sobre eficiencia de mercado, sobre capital riesgo y sobre *hedge funds*) y grupos de trabajo sobre el folleto simplificado. Todos los informes y consultas derivados de estas iniciativas, que se han ido obteniendo a lo largo de 2005 y 2006, han devenido en la publicación final en noviembre de 2006 del Libro Blanco sobre la mejora del marco del mercado único de fondos de inversión. Esta publicación, en esencia, propone una serie de medidas modificatorias de la Directiva, así como otras medidas complementarias que tratan de modernizar el actual marco normativo europeo de los fondos de inversión a la par que seguir garantizando a los inversores del continente soluciones de inversión atractivas y seguras.

Las medidas del Libro Blanco se pueden agrupar en tres grandes grupos:

- Un primer pilar serían propuestas relacionadas con la mejora de la eficiencia de la industria. Dentro de estas propuestas se distinguen aquellas que requieren una modificación formal de la Directiva UCITS, o bien su ampliación, y otras propuestas en las que resulta más aconsejable desde el punto de vista de la relación coste-beneficio seguir una senda en la que se deje

a la autorregulación de la industria y a las propias legislaciones nacionales el tratar las cuestiones a mejorar.

- Un segundo pilar serían las medidas destinadas a mejorar los mecanismos de protección de los inversores. En este ámbito se conjugarían las modificaciones de la Directiva UCITS con el seguimiento de la aplicación de otra Directiva, la Directiva 2004/38/CE, de 21 de abril de 2004, sobre mercados de instrumentos financieros (conocida por sus siglas en inglés MiFID “*Market in Financial Instruments Directive*”), pues esta última proporciona toda una batería de medidas destinadas a garantizar la protección del inversor.
- Por último, el tercer pilar se ocuparía de cuestiones relacionadas con vehículos no armonizados, como fondos inmobiliarios y fondos de *hedge funds*. Aquí el Libro Blanco no propone modificaciones a la Directiva, al menos en una primera etapa, y opta por un análisis cuidadoso de la problemática antes de tomar una decisión sobre cómo afrontarla.

2 Mejora de la eficiencia del mercado

2.1 Propuestas de modificación de la Directiva UCITS

2.1.1 Eliminación de los obstáculos administrativos a la comercialización transfronteriza

El actual proceso de comunicación previa a las autoridades del estado de destino de un fondo con pasaporte es en la práctica un proceso muy lento y oneroso, debido a la carga de documentación que debe anexarse y a la duración excesiva del periodo de verificación de esta documentación por parte de la autoridad competente. Es decir, es muy frecuente que el fondo no pueda comercializarse hasta un plazo muy superior a los dos meses que la propia Directiva establece como máximo.

Por ello el Libro Blanco propone una modificación de la Directiva para reducir este periodo máximo de dos meses y, al mismo tiempo, garantizar su efectividad estableciendo que la comunicación previa sea a nivel de autoridades, en lugar de la actual relación entre la gestora del fondo con pasaporte y sus representantes en el país de destino con las autoridades de este país. Por supuesto, la existencia de mecanismos eficientes de cooperación e intercambio de información entre las autoridades o supervisores será un factor clave para conseguir los objetivos propuestos. Como veremos más adelante, esta coordinación merece un apartado exclusivo del Libro Blanco. En definitiva, parece que se está optando por una verificación ex-post por parte del regulador del país de acogida de un fondo con pasaporte comunitario.

2.1.2 Estímulo a las fusiones transnacionales de fondos

El sector europeo de fondos de inversión es un sector muy atomizado, en el que encontramos un gran número de fondos de reducido tamaño, a diferencia de Estados Unidos, donde los fondos tienen un tamaño medio mucho mayor. El sector español evidentemente presenta esta característica, de modo que en la actualidad en los registros de la CNMV están inscritas más de 6.000 Instituciones de Inversión Colectiva, muchas de ellas con un patrimonio reducido. Lógicamente, este defecto estructural de la industria española y europea imposibilita la realización de economías de escala y desemboca en un mayor coste del producto final. Por supuesto que, de una manera independiente a nivel nacional, se han dado movimientos de consolidación que han propiciado la fusión de fondos. Un ejemplo en este sentido es España, donde las concentraciones bancarias de los últimos años dieron lugar a que los grupos financieros tuviesen en oferta una multiplicidad de fondos con las mismas características, por lo que se impuso la tendencia a la consolidación mediante fusiones. A este respecto, parece que el Libro Blanco considera insuficientes estas fusiones intranacionales por lo que cree necesario propiciar adicionalmente las fusiones transnacionales de fondos. Dada la ausencia en la Directiva de un régimen unificado de fusiones de fondos, el Libro

Blanco propone añadir a ésta una sección específica dedicada a ello, de modo que se faciliten las fusiones sin descuidar la debida protección al inversor (en este caso mediante la transparencia y la posibilidad de reembolso sin coste en caso de una fusión sobrevenida). Asimismo, habrá que tener en cuenta el papel del depositario y de los auditores. Ahora bien, hay que destacar que sin una aclaración de los efectos fiscales estas nuevas normas pueden quedar inoperantes, por lo que la Comisión Europea pretende emitir una comunicación, basada en la jurisprudencia del Tribunal Europeo de Justicia, que establezca la neutralidad fiscal en las fusiones transnacionales de fondos. Esta vía evidentemente será mucho más rápida que la armonización de las normas fiscales nacionales.

2.1.3 Estímulo al *pooling* de activos

Otro mecanismo para propiciar las economías de escala, y por tanto reducir los costes de la industria, es mediante el *pooling* o puesta en común de los activos de varios fondos para su gestión conjunta por parte de un solo gestor. Existen dos formas de realizar esta puesta en común:

- a) *Entity pooling*: sería a través de las estructuras *master-feeder* o principal-subordinados, en las que uno o varios fondos (los subordinados) invierten la casi totalidad de su patrimonio en un fondo (el principal) que será el que se gestione.
- b) *Virtual pooling*: los activos de varios fondos se gestionan conjuntamente sin necesidad de transferencia legal de su propiedad.

La primera forma de *pooling* la imposibilita la Directiva, pues establece para las UCITS un límite máximo de inversión en otras Instituciones de Inversión Colectiva del 20%. Por consiguiente, el Libro Blanco propone eliminar esta limitación para permitir las estructuras *master-feeder*. A este respecto hay que tener en cuenta que la normativa española ya reconoce desde hace tiempo los fondos principales y subordinados, mediante la no aplicación de los coeficientes de diversificación en IIC a los fondos cuya política de inversión se base en la inversión en un único fondo de inversión.

En relación al *virtual pooling*, parece que el Libro Blanco opta por la apertura de un proceso de reflexión sobre el marco regulatorio adecuado que garantice la seguridad y supervisión de estas estructuras, sin duda debido al evidente riesgo operacional que las mismas plantean.

2.1.4 Pasaporte de las gestoras

La Directiva de UCITS establece como domicilio de los fondos de inversión sin personalidad jurídica (“los fondos contractuales”) el país en el que radique el domicilio de la gestora, a diferencia de los fondos con forma jurídica societaria, en los que su domicilio está en el país donde radica la sociedad. Este precepto elimina la efectividad del pasaporte de las sociedades gestoras ya que, por ejemplo, una gestora española no puede gestionar fondos de derecho francés a menos que establezca en Francia una gestora plenamente operativa de derecho francés. Por tanto, el Libro Blanco propone la modificación de la Directiva mediante la eliminación del precepto mencionado de modo que el pasaporte de la gestora sea

plenamente efectivo. Al mismo tiempo, el Libro Blanco considera que es necesario prestar especial atención a la extensión de las funciones susceptibles de pasaporte. En este punto se trata de garantizar un equilibrio, pues la exigencia de retener funciones de *back-office* en el estado donde esté autorizado el fondo puede desvirtuar el pasaporte, al mismo tiempo que hay que garantizar que la gestoras no se conviertan en cajas vacías, carentes de función. Asimismo, la cuestión de un pasaporte de las gestoras plantea evidentes problemas de fragmentación de la supervisión en los distintos países (supervisión del fondo por la autoridad de un país y supervisión de la gestora por la autoridad de otro país).

2.1.5 Fortalecimiento de la coordinación entre supervisores

Las anteriores propuestas de modificación de la Directiva van a requerir un fortalecimiento de los mecanismos de cooperación, coordinación e intercambio de información entre las distintas autoridades nacionales europeas de supervisión. Esto es así tanto en el proceso de comunicación del pasaporte entre reguladores como en las estructuras transnacionales que surgirán por la realización de fusiones, *pooling* y gestoras con pasaporte. A este respecto, hay que mencionar que en el seno del Comité Europeo de Reguladores de Valores (conocido por sus siglas en inglés CESR) existe un grupo de expertos sobre gestión de inversiones que ya trabaja en la actualidad sobre los diferentes temas que afectan a la industria europea de fondos de inversión. En cualquier caso, el Libro Blanco se decanta por una consagración formal en la Directiva UCITS de la necesaria cooperación entre los supervisores europeos, para lo cual mencionan como referencia las disposiciones que existen sobre este particular en la reciente Directiva de folletos y en la Directiva de mercados financieros (MiFID). En cualquier caso, hay que mencionar que CESR, y en concreto su grupo de expertos sobre gestión, parecen llamados a jugar un papel fundamental en el fomento no sólo de la coordinación e intercambio de información, sino también de la convergencia efectiva entre las distintas prácticas supervisoras del continente.

2.2 Otras propuestas (que no implican modificación de la Directiva)

2.2.1 Plazo estricto de autorización en el país de la sede social

De la misma forma que en el proceso de comunicación previa de las UCITS con pasaporte se registran considerables retrasos, otro tanto se puede decir de los procesos de autorización de los fondos en los países de origen, que pueden resultar excesivamente prolongados. Esto constituye una debilidad en la posición competitiva de la industria europea, en especial cuando consideramos la rapidez con la que otros productos financieros llegan al inversor minorista. En este punto, al estar íntimamente relacionado con la deseada ventaja competitiva que cada país desee alcanzar, el Libro Blanco no propone medida alguna y se limita a llamar la atención a los supervisores nacionales sobre la necesidad estratégica de optimizar los procesos de autorización de fondos si desean fomentar una industria nacional estable y competitiva. Esta recomendación tiene más sentido en el contexto actual de intensa competencia entre productos y mercados financieros.

2.2.2 Procedimientos de liquidación de operaciones en fondos de inversión

Como se ha mencionado con anterioridad, existe un volumen importante de operaciones transnacionales en la industria europea de fondos de inversión. Este volumen cabe suponer que aumentará considerablemente cuando surtan efecto las medidas señaladas previamente. Ahora bien, el estado actual de los procedimientos operativos de tramitación de las operaciones de suscripción y reembolso y de liquidación de las mismas presenta graves defectos e ineficiencias que se traducen en altos costes, elevados niveles de riesgo operacional y considerables retrasos. Nuevamente en este aspecto el Libro Blanco no propone una modificación normativa, sin duda dado el carácter eminentemente técnico y complejo de la problemática, y opta por instar a la industria a desarrollar una estrategia de mejora de los sistemas. En resumen, se confía en la autorregulación de la industria. En este sentido, conviene mencionar los esfuerzos de EFAMA¹, la patronal europea del sector, para conseguir la estandarización de los procesos y establecer una suerte de “pasaporte para las suscripciones y reembolsos”. En este proceso la colaboración de los grandes grupos bancarios financieros resultará crucial.

2.2.3 Pasaporte del depositario

El depositario juega un papel fundamental en los fondos de inversión, al desempeñar la doble función de custodio de los activos del fondo y de vigilancia de la gestión. Desde hace algún tiempo se viene reclamando desde diversas instancias la existencia de un pasaporte para los depositarios. En todo caso, un paso previo de este pasaporte es la necesaria armonización de las funciones de los depositarios en los diferentes estados, lo que requeriría importantes modificaciones en la Directiva. En esta cuestión, el Libro Blanco se ha decantado por recalcar que los costes de esta modificación no se verían compensados por sus posibles beneficios, dado el menor valor añadido relativo que aportan las funciones del depositario. En cualquier caso, el Libro Blanco propone como medidas liberalizadoras de la función del depositario el facilitar, en las respectivas legislaciones nacionales, la asunción de esta función por sucursales de entidades de otros Estados y a través de la función de subcustodia. Para ello se plantea como posible la publicación de una Comunicación o Recomendación de la Comisión al respecto. En este sentido, la norma española contempla expresamente esta posibilidad, si bien el depositario retiene la responsabilidad.

¹ *European Fund and Asset Management Association.*

3 Mejora de la protección del inversor

Las medidas del Libro Blanco comentadas previamente están enfocadas con carácter básico a un abaratamiento de los costes de los fondos de inversión para el inversor final. Sin embargo, para completar la protección del inversor es necesario garantizar no sólo que éste se pueda beneficiar de precios reducidos, también es necesario que el proceso de toma de decisiones se desarrolle en las condiciones adecuadas, tanto en la información que es suministrada al inversor como en los servicios proporcionados por los intermediarios y agentes intervinientes en la distribución en el momento de la venta. Por ello, el Libro Blanco aborda estas dos cuestiones, la primera desde la óptica del folleto simplificado y la segunda desde la óptica de la ya mencionada Directiva MiFID.

3.1 Folleto simplificado de los fondos de inversión

El folleto simplificado es frecuentemente criticado en múltiples foros como un documento excesivamente largo, complejo y cuyo contenido no es asimilado o entendido fácilmente por los inversores en fondos. Asimismo, la transposición de las normas definitorias del contenido del folleto a las legislaciones nacionales se ha caracterizado por fuertes divergencias entre los distintos países. En este sentido, el Libro Blanco considera que las carencias del folleto simplificado son lo suficientemente importantes como para dar lugar a una revisión a la mayor brevedad posible de la Recomendación que la Comisión Europea emitió en su momento sobre el folleto simplificado. El objetivo de esta revisión sería poner el énfasis en la información sobre costes, gastos y rentabilidad de los fondos. Simultáneamente a esta revisión, se propone una modificación de la Directiva para redefinir el folleto simplificado y convertirlo en un documento corto, conciso y claro que resulte de verdadera utilidad para el inversor. Es decir, parece que se está abogando por un documento breve en el formato de *fact-sheet*. En esta labor el Libro Blanco menciona como imprescindible la necesaria colaboración de la industria y distribuidores a la hora de definir y verificar la eficacia de las modificaciones al documento. Por supuesto, en esta labor resultará también fundamental el contar con las opiniones y colaboración de los inversores que, a fin de cuentas, son los usuarios últimos del documento.

3.2 Comercialización de fondos de inversión

La comercialización de los fondos de inversión es un eslabón vital en la cadena del producto, pues es la última fase del proceso y además una fase con costes importantes (no en vano en Europa la mayor parte de las comisiones de gestión de los fondos son retrocedidas para remunerar las funciones de comercialización). Además en el proceso de distribución de los fondos de inversión los conflictos de interés y su adecuada prevención revisten una importancia capital, pues se da la

conjunción de, por un lado, la necesidad de colocar a lo inversores el producto que les resulte más adecuado e idóneo de acuerdo a su perfil y, por otro, el interés de los agentes financieros de maximizar sus comisiones y beneficios. En este ámbito el Libro Blanco no propone medida alguna, pues ya existe una Directiva, la MiFID, que se ocupa exhaustivamente de la comercialización de productos financieros y de la prevención de los conflictos de interés. Por tanto, en este ámbito el Libro Blanco se limita a enunciar el compromiso de la Comisión Europea de seguir cuidadosamente y en detalle la efectiva implementación de la MiFID en la comercialización de fondos de inversión. A este respecto el Libro Blanco informa sobre la futura elaboración de un vademécum, repertorio o manual básico de aplicación de las normas de conducta de la MiFID a los fondos UCITS.

4 Consideraciones en torno a los productos financieros no armonizados

En la industria financiera europea podemos encontrar en la actualidad, junto con los fondos UCITS, otro tipo de productos de inversión destinados al inversor minorista que no se encuentran armonizados, es decir, que no gozan de un pasaporte comunitario que permita su comercialización transfronteriza. Entre estos productos financieros podemos encontrar los fondos garantizados, los fondos inmobiliarios y los *hedge funds*. En general, se ha estimado que el volumen de patrimonio gestionado por los fondos no armonizados representaría un 10% del total.

Sobre este particular el Libro Blanco, sin duda consciente de la enorme envergadura y complejidad que plantearía la tarea de armonización de estos productos, se decanta por la necesidad de hacer, con carácter previo, un análisis exhaustivo y en profundidad de los costes, beneficios y riesgos que conllevaría la mencionada estandarización. Dentro de este proceso de análisis el Libro Blanco es cuidadoso en señalar que debería elegirse la herramienta más adecuada para la armonización: bien la extensión de la Directiva UCITS vigente, lo que podría implicar una completa reestructuración de la misma, o bien legislar individualmente en base al producto, lo que, si bien preservaría la marca UCITS, daría lugar a una inevitable fragmentación en la regulación y a la eventual aparición de arbitrajes regulatorios. Como ejemplo ilustrativo de esta disyuntiva regulatoria podemos mencionar la experiencia legislativa española que, por un lado, regula los fondos inmobiliarios como una clase de Institución de Inversión Colectiva ajena a las de naturaleza financiera y, por otra, regula a las IIC de Inversión Libre (o fondos de *hedge funds*) como una subcategoría de IIC financiera. Ahora bien, a un tipo y otro de fondo se les aplican las disposiciones generales de IIC financieras en todo lo que no está expresamente regulado de manera específica para ellos.

Por consiguiente, se puede afirmar que el proceso de armonización de productos no UCITS se antoja extremadamente arduo y complicado, máxime si lo situamos en un contexto de simultáneas modificaciones normativas e iniciativas encaminadas a mejorar el producto UCITS como las descritas con anterioridad. En cualquier caso, el Libro Blanco se da como fecha límite el año 2008 para presentar un informe sobre la cuestión del tratamiento normativo a otorgar a los productos financieros a la Comisión y al Parlamento europeos. Como primera fase de este proyecto se crearía un grupo de expertos en fondos inmobiliarios que elaboraría un informe a publicar en el otoño de 2007.

Adicionalmente, el Libro Blanco, en su afán de abarcar todas las posibles modalidades que revisten los fondos de inversión en Europa, considera aquellos productos no destinados al inversor minorista y que son dirigidos eminentemente a inversores profesionales, cualificados o institucionales. En definitiva, estaríamos

hablando de inversores con mayor grado de sofisticación que los inversores minoristas, que precisan por tanto de un menor nivel de protección y que se decantan, como mecanismo para diversificar sus inversiones, por invertir en lo que en terminología anglosajona se denomina *private equity* (valores privados y capital riesgo) y *hedge funds*.

Nuevamente no existe un régimen europeo homogéneo para este ámbito, aunque la Directiva del folleto y la MiFID, en particular ésta última en lo relativo a la realización de tests de idoneidad en la comercialización de productos financieros, aportan algunos elementos comunes. En este sentido el Libro Blanco propone analizar los obstáculos que los diferentes ordenamientos nacionales establecen en lo referente a la colocación privada de productos financieros con el objetivo de determinar las medidas a adoptar para promover un efectivo régimen común de colocación privada. Como ejemplo del distinto tratamiento regulatorio, se puede mencionar el umbral mínimo de inversión en los *hedge funds* o IIC de Inversión Libre, que es 50.000 € en el caso español, pero una cantidad mayor en otros países. En relación a la publicación de las correspondientes medidas a adoptar, el Libro Blanco proporciona como fecha el otoño de 2007. Por consiguiente, se puede afirmar que en lo referente a estos productos, parece que se está perfilando un régimen de pasaporte comunitario que facilite las operaciones transfronterizas, todo ello en coherencia con las peticiones de la industria, pero no de carácter universal, sino restringido a inversores que, por su perfil y características, precisen un menor nivel de protección.

5 Conclusiones

Las medidas descritas en este artículo constituyen las propuestas del Libro Blanco para mejorar el régimen normativo europeo de los fondos de inversión. Estas medidas se caracterizan por su heterogeneidad, pues junto a propuestas de modificar o ampliar la Directiva UCITS en ciertos ámbitos (como en lo relativo al funcionamiento del pasaporte, el contenido del folleto simplificado y la cooperación entre supervisores), se señalan otras medidas de corte no legislativo (como las relativas a la Recomendación sobre el folleto simplificado y el análisis de la aplicación de la MiFID a los fondos de inversión). Por último, tenemos las medidas centradas en los productos no financieros, que consisten en el análisis y la consulta sobre la situación actual de éstos antes de tomar una decisión formal sobre éstos.

El calendario de las diferentes medidas va a abarcar, al menos, los años 2007 y 2008 y estará jalonado por los correspondientes periodos de consulta pública. De este modo, con respecto a la modificación de la Directiva, es presumible que exista una propuesta formal en el otoño de 2007. Asimismo, como algunas de estas medidas engendrarán previsiblemente nuevas medidas, nos enfrentamos a un horizonte temporal de cambios legislativos, iniciativas y procesos de consulta que se va a prolongar durante varios años. Como anexo se incluye un esquema del calendario indicativo de las diferentes propuestas contenidas en el Libro Blanco.

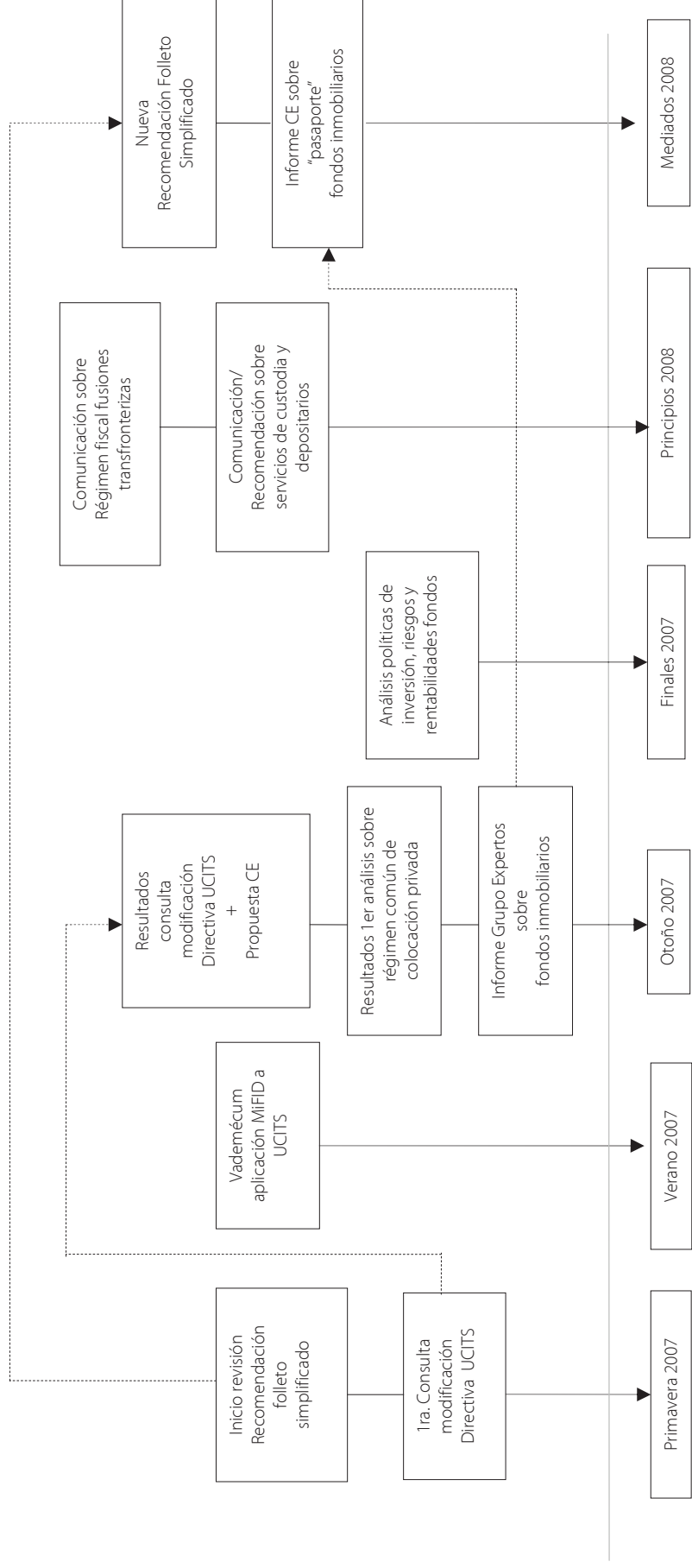
En definitiva, la Comisión Europea, dada la envergadura de la tarea planteada y el constante dinamismo de la industria financiera europea, que propicia la permanente aparición de nuevos productos y nuevas técnicas de gestión, se ha inclinado por un mosaico mixto de medidas que garanticen su operatividad, proponiendo la modificación de la Directiva UCITS únicamente en aquellos ámbitos en los que resulte imprescindible. Para otros aspectos, el Libro Blanco adelanta medidas menos engorrosas desde el punto de vista de la técnica legislativa, sin duda teniendo presente el hecho de que el sobre-legislar implica un riesgo inherente de obsolescencia dado el dinamismo de la industria. Finalmente, en otras cuestiones se considera que el análisis hecho hasta el momento no es suficiente, de modo que se abre la puerta a ulteriores consultas y análisis en profundidad que propicien una visión lo más completa y exhaustiva posible de la situación antes de tomar una decisión.

Concluyendo, los próximos años van a resultar muy fecundos en lo relativo al número de modificaciones normativas, medidas e iniciativas sobre los fondos de inversión europeos, de modo que es posible que estemos asistiendo al nacimiento del nuevo régimen de UCITS IV. Este cuarto ordinal tras el nombre de la directiva una vez transcurridos poco más de veinte años desde el nacimiento de la misma no haría más que confirmar la cambiante naturaleza, dinamismo y capacidad de la industria financiera europea y los intentos de las autoridades de seguir su mismo

paso conjugando la protección del inversor y las garantías con la necesaria flexibilidad.

Calendario indicativo del Plan de Trabajo de la CE de acuerdo con las propuestas contenidas en el Libro Blanco

CUADRO 1



Informe de IOSCO sobre Independencia del Consejo en compañías cotizadas

Rodrigo Buenaventura Canino (*)

(*) Rodrigo Buenaventura Canino es Director de Mercados Secundarios.

1 Introducción

La comunidad internacional de supervisores de valores, agrupada en la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV-IOSCO), con sede en Madrid, ha continuado trabajando en los últimos meses en el ámbito del Gobierno Corporativo de las empresas cotizadas. La pieza más reciente de dicha línea de trabajo es la publicación de un informe¹ titulado *Board Independence of Listed Companies* (en adelante, Informe de Independencia).

El origen de este informe se sitúa en la reacción de IOSCO ante los escándalos financieros internacionales de la primera mitad de esta década en los que emisores de dimensión transnacional que hasta entonces gozaban de cierta reputación entraron en situaciones de crisis financiera por fraudes cometidos por los ejecutivos. Los casos de Enron, Parmalat o Worldcom son ejemplos de situaciones en las que una cadena de factores y debilidades produjeron episodios con fuerte trascendencia tanto para los intereses de los inversores como para la integridad de los mercados de capitales. IOSCO publicó en marzo de 2005 un informe² sobre el fortalecimiento de los mercados de capitales ante el fraude financiero en el que se identificaban cuáles habían sido las debilidades más relevantes que explicaban esos casos de fraude. Una de las debilidades encontradas fue el insuficiente desarrollo de buenas prácticas de Gobierno Corporativo en la mayoría de esas entidades emisoras de valores. En éste ámbito, se identificaron tres elementos susceptibles de una clara mejora: el control de las operaciones entre partes vinculadas, los mecanismos de protección específica de los accionistas minoritarios cuando existe un accionista de control y la independencia de los Consejos de Administración.

Si bien puede aducirse que el Gobierno Corporativo ha sido tradicionalmente una materia más próxima al derecho societario (*company law*) que a la regulación de los mercados de valores, los supervisores de estos últimos han identificado claramente este punto como un elemento íntimamente ligado a dos de los objetivos que muchos supervisores tienen incluidos entre sus cometidos: la integridad del mercado y la protección del inversor. Ambos objetivos sufren cuando los mecanismos de gobierno corporativo no son adecuados y ambos se benefician cuando se evitan conductas ilícitas o decisiones empresariales cuestionables.

Es importante señalar que el interés inicial de IOSCO en este campo está íntimamente ligado a casos de fraude empresarial. Ello no significa en absoluto que el Gobierno Corporativo deba ser un término asociado sólo a lo ilícito (o a la lucha contra lo ilícito). Por supuesto, hay mucho de búsqueda de eficiencia,

1 Disponible desde principios de marzo de 2007 en la página web de IOSCO: www.iosco.org.

2 "Strengthening capital markets against financial fraud", IOSCO, 2005. Disponible en www.iosco.org.

competitividad y solidez en los fundamentos de los distintos estándares de Gobierno Corporativo. La razón por la que los supervisores de valores internacionales se han aproximado a este ámbito, vinculada a la integridad de los mercados de valores, no prejuzga las motivaciones por las que las propias compañías o los mercados secundarios promueven el desarrollo de estos estándares.

La historia del desarrollo de las prácticas de Gobierno Corporativo es demasiado amplia para ser glosada en esta breve nota, pero sí merece la pena reseñar algunos hitos, especialmente en el aspecto de la independencia del Consejo. Independientemente de las (mejores) prácticas de algunos emisores concretos, nos referiremos aquí a los estándares públicos de aplicación general a sociedades cotizadas. En los mercados más desarrollados, los requisitos de independencia del Consejo para sociedades cotizadas no aparecen hasta finales del siglo XX. Sin embargo, existen referencias a la conveniencia de incluir consejeros “no ejecutivos” en algunos mercados (NYSE) tan pronto como en 1956. Prescindiendo de dichos antecedentes, el primer referente a este respecto lo constituye el Informe Cadbury (1992), que abre un periodo de “codificación” en toda Europa con sucesivas oleadas de análisis nacionales (Informes Vienot, Cromme, Preda, Olivencia, Combined Code, etc.) que tratan de establecer recomendaciones no vinculantes bajo el principio general de “cumplir o explicar” (*comply or explain*).

Esta primera fase de desarrollo se ve culminada con un hito como es la publicación de los Principios de Gobierno Corporativo por parte de la OCDE en 1999 (revisados más tarde en 2004), que constituyen el primer y más relevante ejemplo de estándar internacional en la materia. En ese mismo año, el NYSE incluye entre sus normas de mercado el requisito de contar con una mayoría de consejeros independientes.

Como puede comprobarse, el principal movimiento hacia recomendaciones formales y concretas en materia de independencia del Consejo se desarrolla en una primera fase en menos de una década (1992-1999).

2 Papel del IOSCO en materia de Gobierno Corporativo

El interés de IOSCO y de los supervisores de valores en general por el tema del Gobierno Corporativo no radica en la necesidad de fijar nuevos estándares internacionales (para lo cual los principios de la OCDE cumplen un papel muy relevante), sino en analizar en qué medida la situación en los mercados más desarrollados es especialmente heterogénea o en qué grado converge hacia mecanismos o soluciones comunes. Aunque sea en ocasiones un lugar común, lo cierto es que la globalización en materia de mercados de valores plantea, al menos, necesidades de comparación continuada entre regímenes regulatorios sustitutivos, cuando no de convergencia de enfoques en materias clave. Así, IOSCO decidió en 2006 abordar un estudio comparativo de los mecanismos en pie en cada mercado para aplicar el principio V.I.E de la OCDE que propone que los Consejos “deberían ser capaces de ejercer un juicio independiente y objetivo en los asuntos societarios”.

Los supervisores de valores no son generalmente reguladores, en el sentido de tener capacidad autónoma plena para dictar normas. Por el contrario, deben aplicar estándares y cuerpos legales que han sido desarrollados a escala nacional, en algunas ocasiones de forma independiente de las tendencias internacionales en materia de Gobierno Corporativo. Por otro lado, tienen el interés legítimo (y la obligación) de examinar los puntos de conexión en las prácticas de gobierno corporativo y de analizar la distancia relativa entre unos mercados de capitales y otros. Ese es el objetivo del Informe de Independencia, que procura dibujar una panorámica objetiva y aséptica de cómo se aplica el principio sobre independencia del Consejo en los estándares aplicables en los principales mercados del mundo.

El proyecto de IOSCO, que desembocó en la publicación del Informe de Independencia, fue encargado a un grupo de trabajo especial del Comité Técnico de IOSCO, compuesto por representantes de los 15 mercados de capitales más líquidos más algunos integrantes de países emergentes³. El grupo de trabajo está co-presidido por el Presidente de la CNMV y el Vicepresidente de la Comisión de Valores de Australia (ASIC). Dicho grupo ha iniciado recientemente un segundo trabajo en materia de protección de los accionistas minoritarios que verá la luz en 2008.

³ Alemania, Australia, Brasil, Canadá, Francia, España, EEUU, Holanda, Hong Kong, India, Italia, Japón, México, Portugal, Reino Unido, Suiza, Tailandia y Turquía.

3 Metodología y enfoque del informe

El informe de IOSCO sobre Independencia del Consejo en Compañías Cotizadas (en adelante “el Informe”) pretende exclusivamente ofrecer una panorámica descriptiva de los mecanismos por los que cada país ha optado para aplicar el principio de independencia del consejo y encontrar, si resulta factible, patrones comunes. Por tanto, desde su inicio huyó conscientemente de establecer cualquier tipo de recomendación, que habría resultado de aplicación extraordinariamente compleja, no sólo por la distinta naturaleza de la fuente de los estándares en cada país, sino por la distinta estructura y tradición del modelo corporativo en muchos países.

El informe se nutre de un extenso cuestionario completado por los miembros de IOSCO pertenecientes al grupo de trabajo y de una serie de reuniones que concretaron el avance del mismo durante 2006. Asimismo, los contenidos del informe son atribuibles únicamente al Comité Técnico de IOSCO, pero fueron objeto de consulta y contraste en repetidas ocasiones con el Secretariado de la OCDE y de una fase final de consulta pública, como todos los informes elaborados por IOSCO⁴, a finales de 2006.

4 La CNMV procura difundir los informes de IOSCO sometidos a consulta pública en su página web www.cnmv.es, en la sección de “Publicaciones / Documentos en fase de consulta”. La remisión de comentarios por parte de entidades españolas resulta extraordinariamente útil para asegurarse de la mejora del texto final y de que las especificidades del mercado español resulten recogidas en las versiones finales de los documentos.

4 Diferencias de estructura de mercado y marco jurídico entre países

Uno de los principales elementos que diferencian la forma de enfocar las materias de Gobierno Corporativo en los distintos países proviene del marco y tradición jurídicos de cada uno. Por una parte, destacan una serie de países cuyo derecho societario descansa en el precedente judicial (*case law*), sistema opuesto al típico de la Europa continental en el que los códigos de derecho positivo juegan un papel central. Por otra, aparecen países que han elegido una norma de obligado cumplimiento para introducir algunos elementos relacionados con la independencia del Consejo; otros que han optado por la publicación de códigos de recomendaciones y otros que han preferido dejar a los mercados secundarios (*listing rules*) el desarrollo de estándares. Lo más interesante que el documento de IOSCO pone de manifiesto en este punto es que, independientemente de la forma que se ha dado a los principios en cada país (y a su vigilancia por parte de las autoridades o participantes), los mecanismos y recomendaciones concretas son sorprendentemente coincidentes en muchas ocasiones. Es decir, formas muy diversas conviven con fondos bastante semejantes.

A modo de ejemplo, baste citar el *Combined Code* británico o las normas de admisión a negociación (*listing rules*) del NYSE. Los contenidos de estos estándares son relativamente similares entre sí en muchos puntos, si bien el primero es una mera recomendación a las compañías cotizadas británicas y el segundo es un requisito indispensable para las compañías que coticen en el mercado neoyorquino.

No puede establecerse una correlación clara entre el tipo de mercado de capitales o la tradición jurídica de cada país y la forma en la que ha optado por reflejar los estándares sobre la independencia del consejo. Si bien el uso de reglas de cotización (*listing rules*) es usual en algunos países anglosajones (Australia, EEUU), otros como el Reino Unido han optado por el código general de recomendaciones. Del mismo modo, en algunos países de la Europa continental se combinan mecanismos obligatorios, incluidos en leyes, y reglas de cotización de la Bolsa, como en Italia, con códigos (España, Francia, Alemania). No obstante, es en Europa donde el instrumento del código con enfoque de cumplir o explicar se usa de forma más extendida.

De entre todos los países, destaca EEUU por su peculiaridad normativa y su peso relativo como mercado a escala global. Su estructura federal hace que las leyes societarias sean propias de cada estado, si bien las de Delaware se toman como las más representativas por servir de base al domicilio social de muchas grandes compañías. No existen códigos voluntarios de aplicación general y son las *listing rules* de cada mercado (NYSE y Nasdaq principalmente) las que determinan el nivel de exigencia en cada momento en materia de independencia del consejo.

Un elemento que sí guarda estrecha relación con las soluciones adoptadas en cada país es la estructura de propiedad de las sociedades cotizadas. En primer lugar, están unos pocos pero relevantes mercados donde los accionistas de control son relativamente escasos y la distribución del capital está muy atomizada. Los ejemplos clásicos de esta modalidad son EEUU y, más recientemente, Reino Unido. En segundo lugar, tenemos países donde los núcleos duros o accionistas de control son relativamente frecuentes en las compañías cotizadas, como Francia, España, Alemania o Brasil. Sin entrar en si existe o no una relación entre el grado de desarrollo del mercado de capitales y la difusión relativa del accionariado, el informe sí recoge las especificidades que el grado de concentración del accionariado impone sobre las relaciones de control y el funcionamiento del Consejo de Administración. Algunos elementos en este sentido son la figura del consejero dominical, los sistemas de voto para la elección de los consejeros o la incidencia en la clasificación de independencia del grado de participación en el capital.

Otro aspecto clave para comprender los mecanismos relacionados con el concepto de independencia es el modelo de administración de las compañías y, en particular, la estructura monista o dualista del consejo. Frente al consejo único de muchos países, entre ellos España, en algunos otros existen dos estratos, que típicamente se denominan Consejo de Administración y Consejo de Vigilancia. En estos casos, el Consejo de Vigilancia suele ser elegido por la Junta General que nombra, a su vez, a los miembros del Consejo de Administración. Este modelo, del que el arquetipo internacional es Alemania, tiene presencia en numerosos países, en muchos casos como opción alternativa al consejo único (Portugal, Francia, Italia, Japón). En algunos países, el denominado consejo de supervisión no es tal, sino un consejo de auditores internos que ejercen una función de vigilancia, pero no de primacía jerárquica, respecto del Consejo de Administración.

En los países con estructuras dualistas, es muy frecuente observar que algunas de las medidas para asegurar la independencia de juicio del Consejo actúan sobre el Consejo de Supervisión o el Comité de auditores internos en lugar de sobre el Consejo de Administración.

5 Desarrollo y cumplimiento de los estándares

Cuando el Informe se refiere a estándares de Gobierno Corporativo, lo hace en sentido amplio, incluyendo cualquier norma, principio o recomendación que plantee mecanismos o medidas tendentes a reforzar la independencia de juicio del Consejo. Ello es así por la diversidad de instrumentos empleados (leyes, reglas de mercado, códigos voluntarios) utilizados en los distintos países. Si bien el proceso de desarrollo de estos estándares y el grado de participación de las distintas instituciones es enormemente variado, la implicación de los mercados secundarios en el desarrollo de los estándares suele ser elevada (Australia, Italia, EEUU, etc.).

También se puede apreciar en los últimos años una cierta tendencia a involucrar a los supervisores (especialmente los del mercado de valores) en el desarrollo de los estándares. Así, el primer punto de conexión de las comisiones de valores es vía la aprobación de las normas de admisión a negociación de los mercados de valores cuando éstas contienen estándares de Gobierno Corporativo. El segundo punto de contacto es la participación en las comisiones o grupos de trabajo que desarrollan los estándares (como el caso del español o el canadiense). El tercero, hasta ahora circunscrito a el Reino Unido, es la creación de un supervisor específico para materias de Gobierno Corporativo (y sobre todo para auditoría) como el *Financial Reporting Council*. En otros países, la combinación de la supervisión de los ámbitos de la Auditoría y el Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas descansa en el supervisor de valores (Australia, Italia).

No obstante, en la mayoría de los casos, es difícil hablar de “hacer cumplir” (*enforce*) los estándares de Gobierno Corporativo, en la medida en que muchos de ellos son meras recomendaciones. En esos casos, casi todos los países han caminado hacia la transparencia y la difusión del grado de cumplimiento por las propias sociedades cotizadas, en la mayoría de los casos mediante un informe anual de Gobierno Corporativo o mediante una sección específica de la Memoria. En algunos países, como España, el supervisor de valores cataliza esa información y elabora un informe comparativo con información estadística.

6 Deberes fiduciarios y responsabilidad de los administradores

Aunque sea una materia típica y clásica del derecho societario, los deberes de los administradores (consejeros) y sus responsabilidades civiles o penales cuando los incumplen son el primer elemento de fomento de la independencia de juicio del Consejo citado por todas las jurisdicciones participantes en el estudio de IOSCO. Usaremos aquí la terminología anglosajona de “deberes fiduciarios” (*fiduciary duties*) aunque no sea este un término aceptado en todas las tradiciones jurídicas.

Si de lo que se trata es de alinear las acciones del Consejo, asegurando su independencia de criterio, con los intereses de todos los accionistas, los deberes de lealtad y diligencia son los dos primeros elementos a analizar. En un somero sondeo, el Informe concluye que los distintos deberes de los consejeros (lealtad, actuar en interés de los accionistas, confidencialidad, diligencia, evitar conflictos de interés, promover el éxito de la compañía) pueden reducirse a dos categorías, encabezadas por los términos lealtad y diligencia. Estos dos conceptos se encuentran en todos los países analizados y, con matizaciones que en ocasiones son relevantes, dominan lo que se exige a los administradores de las sociedades. Sin embargo, como no podría ser de otra forma, son requisitos comunes para todas las compañías (no sólo cotizadas) y para todos los administradores (ejecutivos y no ejecutivos).

La responsabilidad de los consejeros ante incumplimientos de sus deberes fiduciarios suele ser de tipo penal en casi todos los países cuando implica fraude o apropiación indebida y de tipo civil cuando se centra en incumplimientos no dolosos de sus deberes, en especial el de diligencia. Las variaciones provienen básicamente de dos aspectos: quién puede exigir la responsabilidad y qué limitaciones se aplican.

En cuanto a los sujetos que pueden iniciar la petición de responsabilidad, se encuentra en todos los casos la propia sociedad y en algunos sus accionistas o ciertos terceros. Es muy usual la posibilidad de un accionista individual de reclamar daños sufridos por una supuesta administración desleal. También lo es que la propia compañía pueda reclamar el resarcimiento de dichos daños. Sin embargo, yendo un paso más allá, varios países permiten que accionistas individuales pleiteen en nombre de la compañía contra los administradores por incumplimiento de sus deberes. En este caso, en numerosos países se exige un pronunciamiento de la Junta General antes de exigir responsabilidad a un consejero por la vía judicial en nombre de la compañía. Sin embargo, algunos permiten que un grupo de accionistas inicien ese proceso en nombre de la compañía sin necesidad de pronunciamiento (o incluso con un voto contrario) de la junta general. Es el caso de Alemania, Australia, Canadá, España, EEUU, o Hong Kong (algunos países exigen que se unan accionistas que detenten un determinado

porcentaje del capital). En un reducido grupo de países, el supervisor del mercado de valores puede personarse para iniciar la vía judicial.

7 Nombramiento y cese de consejeros

Este punto no está habitualmente en el centro de los debates sobre la independencia del Consejo. Sin embargo, al fin y al cabo, la independencia de los miembros del Consejo es una cuestión de defensa de unos determinados intereses (los de todos los accionistas) y control de los conflictos que puedan surgir respecto a otro conjunto de intereses (los de los ejecutivos o los accionistas mayoritarios). En este sentido, determinar quién (y cómo) propone, designa y destituye a los miembros del consejo es un asunto íntimamente relacionado a su capacidad de ejercer un juicio independiente y objetivo.

El Informe hace un recorrido por las distintas fórmulas que afectan a la propuesta, elección, mandato y cese de los consejeros independientes. Con algunas excepciones (como el requisito que aplican algunos países de que los consejeros independientes sean propuestos por un comité de nombramientos), las normas para la designación y cese de los consejeros independientes no se distinguen de las aplicables a los demás consejeros. En el texto del Informe, se detallan las reglas de votación proporcional o acumulativa diseñadas para asegurar la representación de los accionistas minoritarios. Entre ellas, el voto acumulativo (*cumulative voting*) es el más habitual, permitiendo a los accionistas minoritarios acumular sus votos en un único candidato y, lo que es más importante, exigiendo en la práctica a los mayoritarios que repartan sus votos entre varios candidatos, en lugar de concentrarlos en una única lista cerrada.

Un elemento que resulta interesante es el conjunto de medidas que se adoptan para asegurar que, en casos de dimisión o cese de consejeros independientes, ello no se deba a represalias del resto del Consejo por diferencias de criterio motivadas por la independencia del consejero cesante. Por ejemplo, en algunos países se exige o se recomienda la emisión de un comunicado público (o dirigido a los accionistas en la siguiente junta) en el que se explican las razones de la dimisión de cada consejero.

8 Remuneración de los consejeros

El vínculo entre remuneración e independencia se basa en los incentivos relativos a ejercer una labor verdaderamente independiente. Una remuneración en exceso reducida no incentivará la captación de personas con criterio y que aporten valor a la compañía. Por el contrario, una remuneración en exceso elevada puede conllevar cierta cautividad por parte del consejero y un cierto desincentivo a hacer frente a los planteamientos de los ejecutivos o del presidente.

Adicionalmente, algunas modalidades de remuneración, basadas en indicadores de rendimiento (*performance*) financiero, pueden contener elementos perversos que inciten a la consecución de objetivos no siempre alineados con el interés a largo plazo del accionista y en ocasiones directamente fraudulentos.

La mayor parte de los países que participaron en el estudio, no establecen límites a la remuneración de los consejeros, más allá de referencias poco precisas a evitar la sobre-remuneración. Más usual resulta el establecimiento de restricciones a las vías de remuneración que incluyen la entrega de *stock options* a consejeros independientes. Cinco países la prohíben y otros siete requieren la aprobación de la Junta General y la publicación de los programas de opciones. El Reino Unido y España establecen límites temporales mínimos para el mantenimiento de las acciones recibidas, para evitar incentivos a definir estrategias de muy corto plazo.

En casi todas las jurisdicciones, la Junta General tiene voz o voto en la política de remuneraciones además de existir estándares para publicar la remuneración individual o colectiva de los consejeros.

9 El concepto de independencia: ¿independencia de quién?

Tradicionalmente, se ha planteado la necesidad de introducir independencia en el Consejo como un solución frente al clásico conflicto de agencia; el que tienen los administradores respecto a los propietarios. Esa es la razón de que las primeras referencias a los consejeros externos en compañías cotizadas (en los años cincuenta del siglo pasado) se presentaban como consejeros “no ejecutivos”. Siguiendo dicha lógica, bastaba con alejar al consejero de la gestión para asegurar la independencia de criterio. Y, en cierto sentido, era éste un planteamiento correcto para accionarios atomizados, con grados de concentración muy reducidos.

A medida que la teoría del Gobierno Corporativo se ha ido desarrollando, especialmente en mercados donde los accionistas de control no son desconocidos, el concepto de “no ejecutivo” se ha quedado corto para abarcar el conjunto de situaciones en las que los conflictos de interés pueden afectar a la objetividad del juicio del Consejo. El potencial conflicto entre accionistas de control y accionistas minoritarios ha llevado a introducir el elemento propiedad en la ecuación de la independencia. De hecho, algunos autores recientes algo más arriesgados⁵ han apuntado incluso la existencia de dos conflictos de agencia: el de gestores versus propietarios y el de propietarios de control versus minoritarios.

En línea con lo anterior, casi todos los países incluyen como criterio limitador de la independencia de un consejero el hecho de que participe de forma significativa en el capital. Una pequeña parte de estos países, definen incluso la categoría de consejero dominical (o patrimonial) de forma diferenciada del independiente y del ejecutivo, en un esfuerzo por clarificar cuál es el origen más probable de los conflictos de interés en caso de materializarse éstos.

El concepto de consejero independiente existe en todos los países que tomaron parte en el estudio menos en dos: Alemania y Japón. En el caso alemán, la estructura dual de gobierno empresarial hace que los mecanismos tendentes a asegurar la independencia respecto a los gestores no pasen por la designación de consejeros con “cualidades” específicas. En el caso japonés, a pesar de la presencia del consejo de auditores, la ausencia de miembros independientes en el órgano de administración es más llamativa.

La forma de definir los requisitos a priori o mínimos de independencia varía enormemente entre países. Si bien en algunos es una norma legal la que define los requisitos mínimos que debe reunir un miembro independiente del Consejo, en la

⁵ Reinier Kraakman et al., “The anatomy of corporate law. A comparative and functional approach”, Oxford University Press, 2004.

mayoría son recomendaciones no vinculantes. En la mayoría de países, la clasificación como independiente de un miembro del Consejo es competencia del propio Consejo. En algunos países (Reino Unido, Francia) es factible que aún incumpliendo algún criterio, un consejero pueda ser clasificado como independiente, bajo el principio de “cumplir o explicar”. En otros (EEUU, España, Italia), sin embargo, se exige el cumplimiento de todos los requisitos mínimos para poder ser catalogado como independiente.

El delicado asunto de la definición de independencia se ha abordado en todos los países, sin excepción, desde la vertiente negativa: identificando qué impide la independencia en lugar de qué la promueve. Así, pueden identificarse siete criterios que, con muy reducidas excepciones, impiden o dificultan ser clasificado como independiente.

- i) No ser un directivo de la sociedad
- ii) No ser un empleado de la compañía
- iii) No recibir contraprestaciones de la sociedad (salvo la remuneración como consejero)
- iv) No tener relaciones de negocios con la sociedad
- v) No haber sido empleado del auditor de la compañía
- vi) No haber sido consejero durante más de un determinado plazo
- vii) No ser o representar a un accionista significativo

Estos criterios están desarrollados en el informe de IOSCO. Nos limitaremos a señalar aquí que algunos de estos tests incluyen la dimensión familiar en las relaciones con la compañía (no ser familiar de un directivo), la dimensión grupal (no ser auditor de la compañía o de una sociedad de su grupo, no tener relaciones comerciales con filiales o matrices) y la temporal (periodos de “enfriamiento” tras haber sido directivo o auditor para poder ser clasificado como independiente).

10 Número de independientes en el Consejo

En este punto, todos los países que reconocen la figura del consejero independiente (salvo Holanda y Portugal) establecen un número o proporción mínima de independientes en el Consejo. La banda baja (Brasil, Méjico) se inicia en el rango del 20-25% del Consejo, prosigue en el tercio (España, India, Hong Kong, Tailandia y Turquía) y alcanza el 50% del Consejo en la mayoría de los países con mercados desarrollados (Australia, Canadá, EEUU, Francia y Reino Unido). Varios países establecen mínimos absolutos (dos-tres consejeros) y uno (EEUU) exime del cumplimiento de estos ratios a las compañías controladas (un accionista con más del 50% del capital).

11 Funciones de los consejeros independientes: los comités del Consejo

Aunque muchos países reconocen y consagran la figura del consejero independiente, ninguno le asigna funciones específicas dentro del Consejo, más allá de las recomendaciones (Australia, Canadá o el Reino Unido) para que un independiente ocupe la presidencia del Consejo. Por el contrario, casi todos los estándares se han cuidado de establecer funciones u obligaciones distintas dentro del Consejo, que podrían resultar difíciles de encajar con el hecho de que los deberes de los administradores son idénticos para todos ellos.

Lo que sí han procurado casi todos los países es otorgar a los miembros independientes un papel relevante en ciertos comités del Consejo. En la Tabla 1 pueden observarse los principales comités dependientes del Consejo que resultan habituales o son exigidos por la legislación. Como puede apreciarse, el Comité de Auditoría es el más común y en la mayoría de los casos, debe estar presidido por un independiente y formado por más de la mitad de consejeros independientes. El Comité de Nombramientos y el de Remuneraciones (habitualmente separados, a diferencia de lo que resulta habitual en España y Francia) son también muy frecuentes, aunque casi nunca exigidos por norma legal, y siempre formados por mayoría de independientes. El resto de comités tienen una importancia marginal en la actualidad aunque no es descartable que algunos vayan imponiéndose en el futuro como figuras comunes en una pluralidad de países.

Número de países con comités específicos

CUADRO 1

Comité	Obligatorio ¹	Habitual ²	Presidido por independiente	Porcentaje mínimo de independientes		
				50 %	66 %	100 %
Auditoría	13	17	11	6	2	7
Nombramiento	1	11	6	8		3
Remuneraciones	1	11	8	7		4
Evaluación del Consejo	2	2	2	1		1
Partes vinculadas	1	2	2			2
Gestión de riesgos	0	3	2			
Control interno	1	1	1	1		

1. Existe la obligación legal de constituir dicho comité.

2. Es habitual su presencia en compañías cotizadas (incluye los comités obligatorios).

12 Conclusión

Los diferentes enfoques jurídicos y la realidad del mercado de valores en cada país dan lugar a armazones normativos distintos en materia de independencia del Consejo de Administración. Las peculiaridades nacionales, en este sentido, no han sido diluidas del todo por la tendencia de refuerzo de los requisitos de independencia que se inicia a principios de la década de 1990. Sin embargo, el contenido de los estándares de cada país sí muestra una convergencia clara en torno a ciertos principios: qué impide la independencia de un consejero, qué proporción deben representar los independientes; cómo afecta la condición de accionista en la independencia, qué mecanismos anexos (remuneración, nombramiento) son relevantes para la verdadera independencia, etc.

La evolución de las recomendaciones o normas en este campo ha sido muy rápida y concentrada en el tiempo pero probablemente no ha finalizado aún. La concienciación de los accionistas minoritarios, la internacionalización y el activismo de los inversores institucionales, la presencia de los grandes emisores en más de un mercado de capitales o la tendencia a la integración internacional de los mercados secundarios son sólo cuatro elementos que incidirán probablemente en una nueva oleada de avance en materia de independencia de juicio del consejo de una compañía en la próxima década. Avanzar no significa, sin embargo, ser innecesariamente prescriptivo, como muestra y reconoce el informe de IOSCO, en el convencimiento de que existen muy diversas formas de lograr resultados similares.

Anexo

Principales Códigos de Gobierno Corporativo

CUADRO 2

País	Nombre Corto	Nombre original	Sitio Web	Año (última revisión)
Alemania	Código Cromme	Deutscher Corporate Governance-kodex	http://www.corporate-governance-code.de/ger/kodex/index.html	2002
Australia	ASX Corporate Governance Principles		www.asx.com.au/resources/publications/index.htm	
Brasil (I)	Código IBGC	Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC	www.ibgc.org	1999
Brasil (II)	Código CVM	Cartilha de Governança Corporativa de CVM	http://www.cvm.gov.br	
Canadá	Corporate Governance Guidelines	Corporate Governance Code	http://www.lautotite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/Normes/58-201PsAng.pdf	2005
España	Código Unificado	Código Unificado de Recomendaciones sobre Buen Gobierno de las sociedades cotizadas	www.cnmv.es	2006
Francia	Código de Gobierno Corporativo	Rapport AFEP-MEDEF: « Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées »	www.medef.fr	2003
Holanda		Tabaksblat Code	http://commissiecorporategovernance.nl/	2003
Italia	Código Preda	Codice di Autodisciplina delle società quotate	http://www.borsitalia.it/documenti/regolamenti/corporategovernance/corporategovernance.htm	2006
Japón	Principios de Gobierno Corporativo	Jyujyou Kaisha Corporate Governance Gensoku	www.tse.or.jp/english/listing/cg/index.html	2004
Méjico	Código de Mejores Prácticas	Código de Mejores Prácticas Corporativas	http://www.cnbv.gob.mx/recursos/circula/Emisoras/Emisoras_Compilada2005.doc	2003
Portugal	Recomendaciones CNVM	Recomendações da CMNM sobre o Governo das Sociedades Cotadas	www.cmvm.pt	2005
Suiza	Código de mejores prácticas	Code of best Practice for Corporate Governance	www.economiesuisse.ch/	
Tailandia	Principios de Gobierno Corporativo		www.set.or.th/en/education/infoserv/files/CG15-ENG.pdf	2001
Turquía	Principios de Gobierno Corporativo		www.cmb.gov.tr	
Reino Unido	Combined Code	The Combined Code on Corporate Governance	www.frc.org.uk/corporate/combinedcode.cfm	2003

Principales requisitos de admisión de bolsas de valores con contenido relevante en materia de Gobierno Corporativo

CUADRO 3

País	Nombre	Sitio Web
Australia	AXL Listing Rules	www.asx.com.au/resources/publications/index.htm
Brasil	Bovespa Listing Requirements	www.bovespa.com
Estados Unidos	Listing requirements	www.nasdaq.com ; www.nyse.com ; www.amex.com
Hong Kong	Listing Rules	www.hkexcon.hk
India	Shouden Torihiki ho	www.nseindia.com
Reino Unido	LSE Rules	www.londonstockexchange.com/en-gb/products/membershiptrading/rulesreg/ruleslse/
Suiza	SWX Directive on Corporate Governance (DCG)	http://www.swx.com/admission/being_public/governance_en.html
Tailandia	SEC Notification No. Kor Jor 12/2543	http://capital.sec.or.th/webapp/nrs/data/499p.doc

IV Novedades regulatorias

MiFID: Nuevo enfoque normativo y de supervisión orientado al riesgo

M^a José Gómez Yubero (*)

(*) M^a José Gómez Yubero es Directora de Inversores de la CNMV.

1 La gestión del riesgo en el nuevo marco normativo

La gestión de riesgos, desde una perspectiva integral, se ha convertido en una prioridad para entidades de toda índole: financieras y no financieras, cotizadas y no cotizadas. También lo es para los reguladores, en sentido amplio, incluyendo a los supervisores¹.

Como destaca el informe COSO², la gestión de riesgos no sólo contribuye decididamente a la consecución de los objetivos empresariales en sentido amplio (en sus cuatro categorías, estratégicos, operativos, de información y de cumplimiento normativo) sino que es un factor generador de valor por cuanto que permite a la entidad y a su dirección enfrentarse de manera eficaz a la incertidumbre y, en consecuencia, a los riesgos y oportunidades asociados.

La respuesta normativa al nuevo contexto, determinado por escándalos financieros y contables, ha sido decisiva para extender y consolidar la cultura de control y gestión de riesgos en la gestión y toma de decisiones empresariales en sectores regulados. En efecto, en todos los sectores regulados, la evolución normativa de los últimos años ha seguido una tendencia con claro sesgo a favor del control de riesgos. Veamos algunos ejemplos paradigmáticos.

1.1 La normativa prudencial y de solvencia

Basada en los acuerdos de capital de Basilea y su traducción en normas jurídicas de obligado cumplimiento son uno de los principales exponentes. El nuevo Acuerdo Basilea II, que introduce el riesgo operacional como elemento generador de exigencias de capital, de modo adicional a los ya exigidos con anterioridad (crédito y mercado), favorece la adopción de las mejores prácticas en su medición y control mediante el establecimiento de un sistema de opciones, con menores exigencias de recursos propios para las entidades que gestionen mejor.

El nuevo Acuerdo tiene importantes repercusiones para las entidades, tanto metodológicas, como de recursos humanos y de gobierno y organización. Por su amplitud, determinará la necesidad de seguir una gestión integral de todos los riesgos que afectan al negocio de las entidades financieras. Además, la inclusión de la revisión supervisora y de la disciplina de mercado como Pilares 2 y 3, respectivamente, del Nuevo Acuerdo va a surtir un efecto sin precedentes sobre la

1 En términos anglosajones, la referencia a los reguladores incluye agentes con competencias tanto reguladoras como de supervisión. En España es preciso distinguir pues las competencias de regulación están atribuidas a otros órganos de la administración diferentes de los que ejercen competencias de supervisión.

2 *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission.*

práctica supervisora. El Nuevo Acuerdo implica para los supervisores de solvencia la necesidad de vincular el perfil de riesgo de una entidad, en el que confluyen elementos cuantitativos y cualitativos, y su nivel de solvencia.

Si bien el análisis y evaluación del riesgo, así como la consideración de los procesos establecidos para su gestión y control, no constituyen un elemento novedoso para la práctica supervisora, sí lo es establecer una vinculación entre dicha evaluación y el nivel de solvencia.

1.2 Las normas de gobierno y conducta de las entidades financieras

Tanto entidades de crédito como sociedades y agencias de valores, exige como requisito para obtener y conservar la autorización el mantenimiento de mecanismos de control y gestión de los riesgos. En el ámbito de la nueva Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros, más conocida como por su acrónimo en inglés, MiFID, el control de riesgos en sentido amplio y, en particular, de determinados riesgos como son los conflictos de interés entre la entidad y sus clientes, cobra especial relevancia.

La metodología y principios que inspiran esta gestión de riesgos es la misma que revela el informe COSO, válida para la gestión de cualquier tipo de riesgo. A este capítulo nos referiremos con mayor detalle en la tercera parte de este artículo.

1.3 Las normas de transparencia y gobierno de las entidades cotizadas

Orientadas a garantizar que la información financiera y de toda índole que se suministra al mercado sea veraz, han contribuido también a extender la cultura del control interno y de riesgos, exigiendo mecanismos como los comités de auditoría y la presencia de consejeros independientes que, en definitiva, vienen a corroborar que la gestión de riesgos corporativos es la base fundamental para la toma de decisiones y un factor generador y conservador de valor en las empresas.

Los escándalos contables que han protagonizado algunas sociedades cotizadas han socavado la confianza de los inversores en la información financiera y en los mecanismos de gobierno de las empresas. Las autoridades económicas han reaccionado con rapidez promulgando normas, incluso recomendaciones, tendentes a reforzar la responsabilidad de administradores y directivos, así como a mejorar la accesibilidad y fiabilidad de la información financiera. El gobierno norteamericano aprobó en julio de 2002 la Ley Sarbanes-Oxley. El objetivo de esta ley es reducir el riesgo de que la información publicada por las empresas sea insegura, incompleta o equivocada. Para ello impone nuevas obligaciones a todos

los implicados en el proceso de producción, certificación y análisis de la información financiera de las sociedades³.

En el marco del Plan de Acción de la Comisión Europea sobre “Modernización del Derecho de Sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea” se creó en España, por acuerdo del Consejo de Ministros, el grupo de trabajo, presidido por el presidente de la CNMV, para cumplir con el mandato de elaborar un documento único sobre gobierno corporativo con las recomendaciones existentes, que a la sazón eran las contenidas en los llamados Informes Olivencia y Aldama así como su puesta al día, incorporando los últimos avances a nivel internacional.

El Código, finalmente publicado en mayo de 2006, no tiene carácter obligatorio, si bien las sociedades cotizadas deberán explicar en sus Informes Anuales de Gobierno Corporativo si siguen o no sus recomendaciones, 58 en total, en materia de estatutos, junta de accionistas, composición y funcionamiento del consejo de administración y sus órganos delegados y retribución consejeros y altos directivos.

³ A las propias compañías les obliga a crear un comité de auditoría formado por consejeros independientes con facultades para designar, supervisar, y destituir al auditor externo, y les prohíbe conceder préstamos a sus administradores y directivos. A los responsables de las empresas les obliga a preparar las cuentas anuales y periódicas de acuerdo con principios de contabilidad generalmente aceptados, a devolver los bonus y opciones sobre acciones en caso de manipulación de la información financiera. Además, a los directores general y financiero les obliga a certificar las cuentas anuales y trimestrales.

Por otra parte, al auditor externo se le prohíbe prestar simultáneamente a la misma empresa servicios distintos de auditoría, auditar una sociedad cuyo CEO, CFO o jefe de contabilidad haya estado empleado en la firma auditora, y se le obliga a rotar cada cinco años.

Se imponen también obligaciones a los analistas financieros y bancos de inversión para evitar conflictos de intereses que puedan sesgar la información.

2 Adaptación de las prácticas de supervisión

El control y la gestión de los riesgos es una *prioridad para supervisores*, tanto de *solvencia* como de *normas de conducta*, en ambos casos desde una doble perspectiva:

- La adecuada gestión de los riesgos por parte de las entidades supervisadas es, como hemos visto, uno de los objetivos y requisitos exigibles a las entidades que actúan en sectores regulados y supervisados y los supervisores buscan que las entidades actúen en entornos de control adecuados.
- La propia práctica de supervisión se desarrolla bajo la metodología de la gestión de riesgos que permite un cumplimiento eficiente y eficaz de los objetivos de supervisión. Dicha práctica se basa en la identificación, evaluación, gestión y control de los riesgos tanto internos como externos que afectan a los sectores bajo control⁴.

Los objetivos que tratan de cubrirse en ambos casos confluyen en uno sólo: la preservación de la estabilidad del sistema financiero. En su concepción más moderna, estabilidad no implica sólo ausencia de crisis ni se basa únicamente en la solvencia de las entidades bancarias. Como resultado de la expansión y transformación de los mercados financieros, la preservación de la estabilidad requiere una asignación eficaz de recursos económicos, un control adecuado de riesgos financieros y la capacidad para continuar desempeñando sus funciones esenciales incluso en situaciones de crisis y desequilibrios⁵.

Por ello, uno de los eslabones que forma parte de la cadena de preservación de la estabilidad del sistema financiero moderno, más grande, complejo, apalancado, dependiente del mercado y con mayores riesgos en continua evolución, es la *protección del inversor* por cuanto que contribuye a mantener y aumentar la confianza de los inversores y los mercados en el sistema financieros y a que cumpla, de forma eficiente y eficaz, su función socioeconómica de intermediación, canalizando el ahorro hacia la inversión y realizando una eficiente asignación de los recursos y distribución de los riesgos.

4 Véase el capítulo 11 del Informe Anual de la CNMV del año 2005, donde se describe la metodología de supervisión desarrollada bajo un enfoque de riesgos evaluados tanto a nivel individual como sectorial.

5 Garry J. Schinasi, "Preservación de la estabilidad financiera", Temas de Economía 36. FMI.

3 De la DSI a la MiFID: mejora en la protección de los usuarios de los servicios de inversión.

La próxima entrada en vigor de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros, reiteramos más conocida por su acrónimo en inglés, MiFID, y sus desarrollos conllevará un cambio importante en el marco regulador aplicable a la prestación de servicios de inversión. Algunos autores, incluidos algunos supervisores, se han atrevido a calificarla como el próximo *Big Bang* de los mercados financieros, con un impacto mayor incluso que el que para las entidades bancarias supondrá su adaptación al nuevo Acuerdo de Basilea II.

Lo que no suscita desacuerdo es el amplio alcance de la MiFID⁶. En efecto, todas las personas y entidades que actúan en los mercados de valores se verán afectados, cambiará la arquitectura de los mercados y afectará a la forma de operar de los intermediarios financieros, a su organización y a cómo se relacionan con sus clientes, actuales y potenciales.

Es el impulso definitivo para la creación de un mercado único de servicios financieros: se igualarán las condiciones de acceso de los intermediarios en toda la Unión Europea lo que, unido a las medidas de refuerzo de requisitos organizativos y normas de conducta, mejorará la calidad global de la protección del inversor, especialmente, del inversor minorista.

3.1 Enfoque moderno, flexible, preventivo y dinámico de la MiFID

La MiFID parte de un enfoque normativo moderno, propio de sistemas financieros maduros, globalizados e interrelacionados. Al igual que otras regulaciones coetáneas en el tiempo (la Segunda Directiva de Adecuación de Capital, la Directiva sobre Transparencia de Sociedades Cotizadas, la Directiva contra el Abuso de Mercado, ...) tiene una vocación generalista en su aplicación y se centra en aspectos preventivos. Es una regulación de principios, nada casuística, aplicable a todo tipo de entidades financieras. La propia MiFID repite constantemente a lo largo de su articulado que la aplicación individualizada de las medidas que garanticen su cumplimiento deberá ser adecuada y proporcionada al tamaño, tipo de negocio y estructura de la entidad.

Este nuevo enfoque, especialmente *flexible* en lo que se refiere al régimen de actuación de las entidades financieras, no trata de limitar la capacidad de actuación y, mucho menos, de expansión de las entidades reguladas. En definitiva, la

6 Con el término MiFID nos referiremos, en adelante, al conjunto de normas de nivel 1 y 2 que regulan los servicios de inversión y las entidades que los prestan, es decir, a la Directiva de nivel 1 (publicada en abril de 2004) y la de nivel 2 (publicada en septiembre de 2006) como un único cuerpo normativo.

regulación no trata de tutelar los negocios de las entidades, sino de preservar la integridad de los mercados, la estabilidad del sistema financiero y la protección del inversor. Por ello, el enfoque normativo apuesta claramente por la promoción, más aun, exigencia de organización, procedimientos y control en las entidades a fin de gestionar adecuadamente los riesgos, con carácter general, y de garantizar el cumplimiento tanto de los objetivos empresariales, estratégicos y de negocio, como de las exigencias normativas.

En efecto, podemos afirmar que la norma apuesta por un enfoque claramente *preventivo*, donde se pasa de exigir a las entidades que cumplan con las reglas que les son de aplicación e incluye un sistema de responsabilidades (que incluye medidas disciplinarias) a un sistema encaminado a prevenir o mitigar el efecto de posibles incumplimientos. La experiencia supervisora ha demostrado la eficacia de la prevención del incumplimiento. Por ello, la nueva regulación no sólo establece un catálogo de principios, deberes y lealtades bajo los cuales las entidades deben desarrollar su actividad, sino que considera el incumplimiento normativo como un riesgo más a gestionar y prevenir, estableciendo la obligatoriedad de que las entidades apliquen y mantengan políticas y procedimientos para su control y minimización, al igual que los otros riesgos relativos a su actividad, procesos y sistemas.

La adaptación a la MiFID no debe contemplarse como un hecho aislado resultado de un proceso y análisis estáticos. Todo lo contrario, la adaptación y cumplimiento con los principios de la MiFID requerirá que todos los afectados, especialmente los intermediarios financieros, realicen un *ajuste dinámico* como resultado de un diagnóstico interno continuo que les permita rediseñar y revisar permanentemente sus necesidades y perfil de riesgo y, en definitiva, estar a la altura y en condiciones competir en un mercado cada vez mejor preparado, más versátil y con mejor capacidad de adaptación a una demanda de servicios financieros y de inversión cambiante.

3.2 Principales ámbitos de impacto para la industria financiera española

Veamos a continuación los aspectos más novedosos para la industria financiera española y que, sin duda, más inciden en la consecución del objetivo final de la MiFID de mejorar las condiciones de competencia en un mercado único europeo y la calidad global de la protección al inversor. Los aspectos a que nos vamos a referir son los que más interactúan con los principios generales de buen gobierno corporativo y afectan a la distribución y venta de productos financieros.

Del bloque sobre estructuras de gobierno y organizativas, destacaremos las responsabilidades del consejo de administración y al alta dirección, la definición de funciones de control y el tratamiento de los conflictos de interés. Del bloque sobre normas de conducta en la relación con clientes, la clasificación de clientes y la evaluación de la conveniencia de los productos y servicios al perfil de los clientes son los aspectos de mayor interés.

3.2.1 Estructuras de gobierno y organizativas

Unas prácticas eficaces de gobierno corporativo resultan esenciales para conseguir y mantener la confianza del público en el sistema financiero, algo esencial para garantizar su buen funcionamiento y el de la economía en su conjunto.

La experiencia reciente demuestra que las ineficiencias en el gobierno corporativo pueden acabar acarreando costes y efectos significativos con impacto e implicaciones macroeconómicas como riesgo de contagio, pérdidas de confianza e impacto en la estabilidad financiera.

Por ello, reguladores y supervisores en distintos ámbitos de actividad financiera (solventía, transparencia de sociedades cotizadas y protección del inversor) centran su atención en este tema.

El enfoque sobre estructuras de gobierno y organizativas de la MiFID se basa en los mismos principios y recoge un alto grado de paralelismo con las recomendaciones emitidas por el Comité de Supervisores Bancarios de Basilea⁷. No en vano, el proceso de asesoramiento que el comité CESR desarrolló sobre estas cuestiones y sobre el que la Comisión Europea finalmente aprobó la Directiva de nivel 2, fue desarrollado en absoluta coordinación con el Comité de Supervisores Bancarios, CEBS, en la medida en que la MiFID afecta a todos los intermediarios que prestan servicios de inversión, tanto sociedades y agencia de valores como, muy fundamentalmente, entidades de crédito. La novedad en este caso es que lo que hasta ahora eran recomendaciones para las entidades financieras, con la MiFID pasan a ser reglas generales de obligado cumplimiento.

3.2.1.1 El papel del consejo de administración y la alta dirección

De este modo, la MiFID recoge una serie de principios considerados clave y ampliamente aceptados sobre gobierno corporativo, de acuerdo con los cuales el consejo de administración y la alta dirección están llamados a desempeñar un papel fundamental en la gestión de los riesgos. En este sentido, el consejo de administración y la alta dirección tienen la obligación de conocer el perfil de riesgo de la institución y asegurar que sus niveles de capital resultan adecuados a dicho nivel (objetivo de las normas de solventía) y que la estructura organizativa, las políticas, procedimientos, canales de comunicación interna, medios técnicos y humanos y los mecanismos de control interno, de riesgos y de cumplimiento son los adecuados para garantizar el cumplimiento de objetivos y decisiones estratégico, procedimientos y funciones así como los requisitos normativos.

A diferencia de la aplicación modulada de las normas de conducta, los requisitos organizativos se exigen con carácter general, esto es, sin distinción del tipo de cliente al que se presta el servicio. Sin embargo, tanto las recomendaciones del comité de Basilea como la propia MiFID no prescriben recetas únicas ni definen una única estructura idónea de aplicación universal. Dada la diversidad de entidades que participan en los mercados financieros, así como la variedad de sistemas jurídicos y de supervisión que conviven en un mundo globalizado, la

⁷ Véase el documento "Enhancing corporate governance for banking organisations". Febrero de 2006. Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

norma prevé la coexistencia de diversos modelos idóneos según las particularidades de cada negocio y estructura, cuya adaptación a la norma será responsabilidad de las propias entidades.

Por ello, la MiFID no regula figuras jurídicas, sino funciones cuya eficacia, independientemente de la forma que adopte una entidad financiera, dependerá de la existencia de diferentes niveles de gestión y vigilancia: (1) el consejo de administración o el consejo supervisor; (2) personas que no participan en la actividad diaria de las distintas unidades de negocio; (3) los responsables de las diferentes líneas de negocio; y (4) el ejercicio independiente, esto es, no sometido a influencia indebida, de las funciones de cumplimiento normativo, auditoría interna y control de riesgos.

La independencia de una función de control queda, según MiFID, condicionada por su ubicación jerárquica, disponibilidad de medios, sistemas retributivos y proximidad o lejanía respecto a las funciones y objetivos de áreas, departamentos e incluso comités principalmente orientados al desarrollo del negocio⁸.

En el contexto de la MiFID, el objetivo es conseguir una organización adecuada y orientada a crear una cultura general de control de riesgos y, muy en particular, de control de los riesgos de perjuicio al mercado y a los inversores debidos a los conflictos de interés en el seno de las entidades y de los grupos en los que se integran.

3.2.1.2 El tratamiento de los conflictos de interés

Por ello, especial mención merece el tratamiento de los conflictos de interés como un riesgo más a gestionar y controlar mediante la adopción de una política omnicomprendensiva, a nivel de grupo, de identificación y gestión de los conflictos por líneas de negocio y actividades dentro del grupo (quedan, por tanto, incluidas en dicha política los proveedores de producto, esto es, las SGIIC).

La MiFID propone una metodología de control equivalente a la tradicionalmente aplicada en el control y gestión de otros riesgos con el fin último, en este caso, de evitar que los conflictos, reales o potenciales, perjudiquen a los clientes. De nuevo, la MiFID innova al establecer un enfoque preventivo que obliga a las entidades y sus grupos a realizar su propio diagnóstico de forma continua, y a diseñar y revisar permanentemente sus propias medidas preventivas y correctoras.

Para ello, las entidades deben actuar en las siguientes fases:

- i) identificación de las personas y áreas susceptibles de actuar bajo conflicto (especialmente sometidas a conflictos de interés quedan, según la MiFID, la actividad de gestión de la cuenta propia, gestión de carteras y asesoramiento corporativo y análisis financiero elaborado para su distribución a terceros) y del riesgo de que estos conflictos perjudiquen a clientes,
- ii) definición y aprobación de una política, con medidas concretas orientadas a conseguir la actuación leal e independiente de las personas que trabajan en

⁸ En relación con los criterios de independencia en el ejercicio de funciones de control, véase el documento "Compliance and the compliance function in banks". Abril de 2005. Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.

una organización, tanto a nivel individual como colectivo, para su gestión con el fin de evitar perjuicios a clientes, y

- iii) sólo cuando los conflictos no puedan gestionarse sin una garantía de eliminación de posible perjuicio para el cliente, éste debe ser avisado y dar su conformidad por escrito a las operaciones potencialmente afectadas por el conflicto.

La publicidad de los conflictos pasa así a ser el último recurso al que debe acudir la entidad. Con ello se trata de evitar la confusión y el riesgo de mayor perjuicio a clientes que supone un exceso de información y los posibles abusos en la búsqueda por parte de las entidades de un consentimiento expreso de sus clientes con el fin de salvaguardar los intereses de la propia entidad y no los de éstos.

3.2.2 Normas de actuación en la relación con clientes

Entre éstas, tendrán especial impacto la clasificación de clientes y la obligación de los intermediarios financieros de adecuar su oferta de productos y servicios al perfil de riesgo de los clientes, actuales y potenciales. Este aspecto afectará especialmente a la distribución de fondos de inversión, que hasta ahora es el principal producto de inversión destinado a los inversores minoristas.

3.2.2.1 Clasificación de clientes

Por primera vez en nuestro ordenamiento, la normativa ofrece una aplicación modulada de las normas de conducta, esto es, éstas se establecen de forma gradual en función del tipo de cliente al que vayan dirigidas, buscando así que se ajusten al máximo a las particularidades y necesidades de protección de cada categoría de inversor y no gravar en exceso a las entidades que deben aplicarlas.

Los clientes considerados minoristas, a diferencia de los profesionales, son los que reciben mayor grado de protección, para lo cual las entidades deben tomar en consideración sus conocimientos y experiencia para tomar sus propias decisiones de inversión y para valorar correctamente los riesgos inherentes a dichas decisiones.

3.2.2.2 Adecuación de la oferta de productos y servicios al perfil de los clientes

La MiFID exigirá que las entidades ajusten su oferta de productos al perfil de cada inversor teniendo en cuenta a tal fin su nivel de conocimientos y experiencia (lo que se denomina *test* de conveniencia). Es decir, no sólo es necesaria una adecuada información y transparencia sino un papel activo por parte de los distribuidores de productos que deberán evaluar el perfil de riesgo del inversor al que se dirigen a fin de ofrecerle sólo los productos que se adecuen a dicho perfil.

Los cambios sociales y económicos más recientes, coincidentes con una importante evolución y desarrollo de los mercados, han creado un entorno de creciente interés por la innovación de productos financieros y por productos de mayor complejidad, lo que a su vez se traduce en mayor vulnerabilidad y mayor riesgo para los inversores minoristas, que pueden llegar a comprar productos no ajustados a su perfil de riesgo.

La experiencia histórica que resulta del análisis de denuncias y reclamaciones de inversores minoristas ha demostrado que inadecuada política de venta de productos financieros no sólo genera incertidumbres, expectativas equivocadas y, en definitiva, desprotección al inversor minorista, sino que también pone en riesgo la reputación de las entidades comercializadoras incrementando al mismo tiempo incertidumbres de tipo legal y de cumplimiento normativo.

Es cada vez más frecuente que prácticas de comercialización inadecuadas deriven en reclamaciones o denuncias contra las entidades con el riesgo de dañar seriamente su reputación, frenando al mismo tiempo el desarrollo de nuevos productos que podrían potenciar su expansión y crecimiento si se distribuyesen a través de una política de comercialización que dirija el producto adecuado al inversor idóneo, acompañado de información clara y de fácil comprensión así como de un grado de asesoramiento razonable que pueda orientar al inversor.

Si bien es importante que las entidades adopten sus propias medidas de mitigación y gestión del riesgo, la CNMV ha potenciado la revisión de las prácticas utilizadas por las entidades para el cumplimiento de las normas de conducta que garanticen la protección del inversor y la transparencia e integridad de los mercados.

En una primera fase, se ha intentado concienciar a las entidades de la importancia de contar con procedimientos adecuados de comercialización de productos financieros, favoreciendo el registro voluntario por parte de las entidades de sus manuales de comercialización. Más tarde, consciente de que éste es uno de los principales ámbitos del impacto de la MiFID y que más afecta a la protección del inversor, la CNMV ha adaptado su práctica supervisora mediante el impulso, a partir de 2005, de las actuaciones de supervisión sobre la actividad de comercialización con objeto no sólo de comprobar que las entidades se ajustan en esta actividad a las normas de conducta de la Ley del Mercado de Valores y sus desarrollos⁹ sino de favorecer la adopción de mejores prácticas y de tutelar el proceso de adaptación a la MiFID.

Bajo MiFID, la protección del inversor no se concibe como una limitación normativa para que los inversores asuman determinados riesgos o incurran en pérdidas sino como la capacidad de éstos para comprender y asimilar los riesgos inherentes a las inversiones que realizan.

Por ello, con vistas a gestionar y mitigar los efectos de los riesgos derivados de las prácticas conocidas en términos anglosajones como *miselling*, las políticas de regulación y supervisión se orientan a la exigencia de normas prudenciales, organizativas y de conducta y así como a la mejora en la calidad y difusión de información y a la educación y capacitación de los inversores.

9 Los artículos 4 y 5 del Código General de Conducta del Mercado de Valores (Anexo del Real Decreto 629/1993) exigen que las entidades obtengan de sus clientes información sobre su *situación* financiera, experiencia inversora y objetivos de inversión cuando ésta última sea relevante para los servicios y, asimismo, que dediquen a cada uno el tiempo y la atención adecuados para encontrar los productos y servicios más apropiados a sus objetivos. Ello requiere que las entidades establezcan procedimientos para identificar el perfil de riesgo del cliente y el de los productos que comercializa.

4 Conclusiones

La gestión y control integral de los riesgos es un reto y una prioridad tanto para las entidades como para los supervisores. El contexto y la respuesta normativa han supuesto un acicate para la consolidación de la cultura de riesgos.

El nuevo enfoque de la MiFID requiere que todos los participantes en los mercados se adapten: entidades, mercados y también los supervisores. El primer desafío es saber afrontar con éxito la adaptación.

La CNMV está inmersa en un proceso de adaptación, iniciado hace varios años, al nuevo enfoque y metodología que impulsa la MiFID y, a la vez, está especialmente comprometida para impulsar y tutelar el proceso de adaptación de las entidades.

Dentro del proceso de adaptación de la CNMV, hay que citar recientes decisiones encaminadas al refuerzo y potenciación del área de inversores dentro de la CNMV.

En próximas citas, nos seguiremos refiriendo a los retos y desafíos que conlleva la adaptación a la MiFID bajo el enfoque moderno enmarcado en una visión estratégica de gestión integral de los riesgos del sistema. Por ello, merece especial mención las políticas que, con vistas a mitigar los riesgos de que los inversores adquieran productos no idóneos, deben adoptarse desde el punto de vista normativo y de supervisión encaminadas a conseguir una mejora en la formación y capacitación de los inversores a fin de equilibrar su capacidad de negociación con los intermediarios financieros y así mitigar el riesgo de adquisición de productos no idóneos e impulsar la adecuación de la oferta de productos por parte de los intermediarios financieras al perfil de cada inversor, cuya protección es asunto primordial.

La normativa sobre ofertas públicas de venta de valores y admisión a negociación un año después de su entrada en vigor

Sol Bourgón Camacho (*)

(*) Sol Bourgón Camacho es Subdirectora de Asesoría Jurídica de la CNMV.

1 Marco normativo y principales novedades

La reforma de la normativa sobre las ofertas públicas de venta y suscripción de valores y de admisión a negociación en mercados secundarios oficiales se inició por el Real Decreto Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública (el R.D.L. 5/2005). Este Real Decreto Ley, además de introducir otras medidas legislativas, modificó el Título III la Ley del Mercado de Valores (“Mercado Primario de Valores”), así como otros artículos de ésta.

A esta modificación, le siguieron el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta de suscripción y del folleto exigible a tales efectos y la Orden EHA/3537/2005, de 10 de noviembre, por la que se desarrolla el artículo 27.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio del Mercado de Valores.

La razón fundamental de esta reforma fue la incorporación al derecho interno de la Directiva 2003/71/CE, de 4 de noviembre, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores. También se incorporaron disposiciones procedentes de la Directiva 2001/34/CE del 28 de mayo del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores. Algunas materias abordadas por la Directiva 2003/71/CE han sido objeto, a su vez, de un desarrollo pormenorizado a través del Reglamento (CE) 809/2004, de la Comisión, de 29 de abril por el que, entre otras materias, se armonizaron los distintos modelos de folletos que deben utilizarse para cualquier oferta pública o admisión de valores a negociación en la Unión Europea. El Reglamento ha sido modificado recientemente por el (CE) 211/2007, de 27 de febrero, en lo que se refiere a la información financiera que debe figurar en los folletos cuando el emisor posee un historial financiero complejo o ha adquirido un compromiso financiero importante.

El motivo por el que el desarrollo de los principios establecidos en una Directiva se acometen a través de un Reglamento de la Comisión Europea reside en la necesidad de establecer un mayor grado de armonización en las cuestiones abordadas por éste, ya que los Reglamentos producen efecto directo en los Estados miembros y no necesitan ser transpuestos a través de las correspondientes normas locales.

Adicionalmente debe hacerse constar la existencia de unas Recomendaciones dictadas por CESR (Comité Europeo de Reguladores de Valores) para la aplicación uniforme de la Directiva y el Reglamento, dictadas el 28 de enero de 2005.

Las normas referidas, aunque principalmente han tenido por objeto la incorporación de la normativa comunitaria, también han incorporado algunas medidas reclamadas tiempo atrás por los emisores con objeto de reducir

determinados trámites y formalidades en las emisiones, sobre todo en las de valores de renta fija.

Estas medidas, además, se han acompañado de una reducción de las tasas por registro de folletos en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) que tuvo lugar mediante la Ley 23/2005, de 18 de noviembre, de Reformas en Materia Tributaria para el Impulso a la Productividad.¹ Además de ello, el Mercado AIAF de Renta Fija, en colaboración con la CNMV, ha elaborado un modelo estandarizado de la nota de valores para la emisión de valores de renta fija (bonos, obligaciones, bonos y obligaciones subordinadas y cédulas hipotecarias y territoriales) facilitando además este Organismo su tramitación por vía electrónica a través del sistema Cifradoc CNMV. Dado que la nota de valores es la parte del folleto informativo destinada a describir las características jurídicas y económicas de los valores, se ha conseguido unificar y simplificar la redacción de esta parte de los folletos. La parte de éstos dedicada a la descripción del emisor, denominada en terminología comunitaria documento de registro, se presta poco a esta tarea de estandarización.

Las principales novedades de la nueva normativa son a estas alturas bastante conocidas por quienes se ven involucrados habitualmente en este tipo de operaciones. Algunas de las más relevantes son las siguientes:

- Se regulan para toda la Unión Europea modelos únicos e iguales de folletos de ofertas públicas de venta y suscripción de valores y la admisión a negociación en mercados regulados. Además, el folleto se puede presentar y registrar en los organismos supervisores como un sólo documento o como documentos separados. Cuando el folleto se presenta en un solo documento se incluye en él toda la información exigible, que, en términos generales, se divide en dos partes principales: documento de registro (parte que describe la situación económica y jurídica del emisor) y la nota de valores (describe las características y condiciones de los valores que se ofertan o cuya admisión a negociación se solicita). Si los valores a los que el folleto se refiere tienen un importe unitario inferior a 50.000 euros debe elaborarse, además, un resumen. De esta manera, con un documento de registro se pueden ir registrando sucesivas notas de valores y, cuando fuera necesario, resúmenes, a medida que se vayan efectuando emisiones de valores.
- La información a suministrar en el folleto no tiene que describirse siempre en el documento, sino que se puede incorporar por referencia al lugar donde esté publicada (web. del emisor, por ejemplo), siempre que se trate de información registrada en el organismo supervisor.
- Se establecen reglas para determinar cuál es la autoridad del Estado de origen y, por tanto, cuál es el organismo supervisor ante el cual deben registrarse los folletos, existiendo libertad de elección para las emisiones de renta fija cuyo nominal sea superior a mil euros. Para la renta variable la autoridad competente del Estado de origen es la correspondiente al domicilio del emisor.

¹ Actualizadas posteriormente por las Leyes de Presupuestos Generales del Estado para 2006 y 2007.

- Frente a lo que ocurría bajo la legislación anterior en la que, no obstante la concesión del pasaporte comunitario al folleto, se permitía que los Estados miembros de acogida pudieran imponer a los emisores la obligación de incluir información adicional, la nueva normativa atribuye a los folletos un verdadero pasaporte comunitario, de manera que las autoridades de los Estados miembros de acogida carecen de capacidad de injerencia sobre el contenido del folleto registrado con la autoridad del Estado de origen.
- Se permite, con motivo de ofertas transnacionales, el registro de folletos en lenguas habituales en el ámbito de las finanzas, sin necesidad de obligatoria traducción a la lengua local, si bien las autoridades de los Estados miembros de acogida pueden obligar a traducir el resumen.
- Se establece un concepto jurídico de oferta pública y se amplía el elenco de excepciones a la obligación de publicar folleto de oferta pública de venta o suscripción de valores o de admisión a negociación en mercados secundarios oficiales.
- Se acuña un nuevo concepto, el de inversor cualificado, que amplía subjetivamente el antiguo concepto de inversor institucional, al incluir, por ejemplo, a las entidades no autorizadas o reguladas cuya única actividad sea invertir en valores, o a las personas físicas y pequeñas y medianas empresas siempre que en ambos supuestos concurren determinados requisitos (artículo 39.1.a), d) y e) del R.D. 1310/2005).

Dado que sería imposible abarcar en estas páginas todos los aspectos de esta reforma, y el impacto que ésta ha tenido una vez en vigor, nos limitaremos a resaltar algunas cuestiones que, por no haber sido tratadas antes por otros autores, o por sus consecuencias prácticas, merecen un interés especial.

2 Aspectos formales

La primera reflexión que se suscita con la nueva redacción del Título III de la LMV no deja de ser de carácter formal y de sistemática normativa. Por un lado, siguiendo el esquema de la Directiva 71/2003, el citado Título III, regula los requisitos de acceso a la negociación en mercados secundarios (artículos 26 al 30 de la LMV) y, finalmente aborda, en el artículo 30 bis, las ofertas públicas de venta o suscripción de valores mediante una remisión a la regulación sobre admisiones (artículo 30 bis.1). De esta forma se rompe con la tradición de la normativa anterior, en virtud de la cual el Legislador regulaba extensamente los requisitos de emisión de valores (mercado primario) y posteriormente, y, fundamentalmente, en el artículo 32 de la LMV, los requisitos de admisión en mercados secundarios oficiales. Este artículo 32 de la LMV, en su redacción anterior, remitía a un desarrollo reglamentario que se completaba con el antiguo Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores (actualmente derogado por el R.D. 1310/2005)² y con el Reglamento de Bolsas³. A la vista de lo anterior, el mantenimiento de la denominación del Título III de la LMV como “Mercado Primario de Valores” no parece, quizá, la más adecuada, habida cuenta que en éste se abordan materias que afectan tanto a los mercados primarios, como a los requisitos de admisión a negociación en los mercados secundarios oficiales -o mercados regulados, según terminología europea-.

2 Disposición Derogatoria Única del RD 1310/2005, de 4 de noviembre.

3 Reglamento de Bolsas Oficiales de Comercio aprobado por Decreto 1506/1967, de 30 de junio, parcialmente en vigor.

3 Cambio de principios generales

Cuestiones formales aparte, la reforma del Título III de la LMV plantea, a nuestro juicio, un cambio de principio o, si se quiere, de filosofía, en materia de emisiones y ofertas públicas, que debe ser valorado positivamente. En la anterior redacción de los artículos 26 y siguientes de la LMV se establecía como principio general que toda emisión de valores -con independencia de que fuera objeto o no de oferta pública- estaba sujeta al registro de documentación previa en la CNMV (comunicación previa, documentos acreditativos, auditorias y folleto informativo). Posteriormente, la propia Ley se encargaba de matizar la intensidad de este intervencionismo al señalar, en su artículo 30, que no estaban sujetas al cumplimiento de tales obligaciones de registro previo las emisiones de valores del Estado, de las Comunidades Autónomas y de los organismos públicos o internacionales que el Gobierno determinara, añadiendo la norma que *“(...) el Gobierno podrá exceptuar total o parcialmente, del cumplimiento de los requisitos mencionados en los artículos 26, 27, 28 y 29 anteriores, determinadas categorías de emisiones, en función de la naturaleza del emisor, de la pequeña cuantía de la emisión, del número restringido o de las especiales características de los inversores a la que ésta vaya dirigida o de otras circunstancias que hagan aconsejable establecer excepciones a los mismos, salvo en aquellos supuestos que, en su caso, reglamentariamente se establezca lo contrario”*.

A partir de aquí, el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo que desarrolló el Título III de la LMV, vino a corregir el principio de su artículo 26, configurando un régimen de excepciones generales (artículo 6 del antiguo RD 291/1992, que regulaba las emisiones que estaban exentas de presentar documentación alguna en la CNMV) y un régimen de excepciones parciales (artículo 7 del citado RD 291/1992, que abordaba las emisiones exentas de presentar folleto y auditoria o sólo ésta última documentación)⁴. La mayoría de estos supuestos, que bajo la normativa anterior constituían excepciones totales o parciales a la obligación de registro de documentación en la CNMV están, bajo la normativa actual, exentos de la presentación de documentación y registro previo, bien por no ser susceptibles de incluirse en el concepto de oferta pública (ofertas de a inversores cualificados o a un número de inversores inferior a cien, por ejemplo) o bien porque la norma los ha exceptuado de registro previo de folleto de oferta (ofertas de acciones a

⁴ Pese a que el Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, parecía acotar el extenso ámbito de aplicación que resultaba del artículo 26 de la LMV al restringir, en su artículo 1, el ámbito su ámbito de aplicación a sólo las emisiones de valores en régimen de oferta pública, el artículo 3 de dicha norma volvía a ampliar el ámbito del R.D. estableciendo la sujeción de las emisiones de valores de igual naturaleza que otros del mismo emisor ya admitidos a negociación en un mercado secundario oficial (artículo 3.1.a) y las emisiones de valores realizadas con publicidad (art. 3.1.b) para lo cual acuñaba un concepto de publicidad excesivamente amplio. De ahí que las excepciones generales y parciales a la obligación general de registro de documentación en la CNMV previstas en este R.D. fueran de gran relevancia.

empleados, acciones liberadas o dadas en canje de otras de la misma sociedad o procedentes de una fusión u opa, por ejemplo). En algunos casos esta excepción de folleto no se hace sin más, sino que está condicionada a que el emisor haya elaborado un documento que contenga información equivalente a la del folleto (acciones ofrecidas como consecuencia de una fusión u opa) o un documento donde consten las características de los valores (ofertas a empleados)⁵.

Además, la mayoría de los supuestos que la norma contempla exceptuados de folleto de oferta lo están también de folleto de admisión en un mercado, con lo que la admisión de valores en tales casos se podría hacer sin que previamente se hubiere registrado documentación alguna en la CNMV.

A nuestro juicio, este cambio de orientación de la normativa, no sólo es acertado, sino que constituye el principio del que deriva la mayor flexibilidad y agilidad introducida en esta parte del Derecho. Así, en la normativa actualmente vigente el Legislador sólo exige, como regla general, la elaboración y difusión de folleto y documentación complementaria cuando existe una oferta pública de venta o de suscripción de valores o cuando existe una solicitud de admisión en un mercado secundario oficial. A tal fin se establece un concepto de oferta pública (artículo 30.bis apartado 1 de la LMV) y una enumeración de supuestos que, aunque teóricamente pudieran ser subsumidos en éste no alcanzan tal categoría por ministerio de la Ley (párrafo segundo del apartado 1 del artículo 30 bis). Por último el Legislador establece un elenco de supuestos directamente exceptuados de elaboración, registro y publicación de información en caso de oferta pública (artículo 26 del R.D. 1310/2005) o de solicitud de admisión a negociación (artículo 41 del R.D. 1310/2005).

Por tanto, a partir de la entrada en vigor de las modificaciones introducidas en la LMV por el R.D.L. 5/2005 la exigencia de registro de información en la CNMV no es la regla general en la emisión de valores: es la regla general cuando los valores se ofertan al público o cuando se solicita su admisión a un mercado -sin perjuicio de que como toda regla tiene también sus excepciones-.

Esta reforma ha eliminado las anteriormente denominadas “excepciones parciales”, es decir, aquéllas ofertas que, consideradas como privadas, no exigían el registro de un folleto en la CNMV, pero sí el registro de otra información. Ahora, en materia de ofertas públicas de valores, estamos en una situación “de todo o nada”: si hay obligación de registrar folleto hay obligación de aportar el resto de documentación exigible (auditorias y documentación acreditativa). Por el contrario, si no hay obligación de elaborar folleto, no hay obligación de presentar más información en la CNMV⁶. Cosa distinta sucede en materia de admisiones a negociación en mercados porque es posible que la admisión esté exenta de registro y publicación de folleto, pero, no obstante, deba aportarse documentación acreditativa y otra documentación exigible en virtud del artículo 32 de la LMV y 27 del Reglamento de Bolsas.

De todo lo anterior se puede concluir fácilmente que la intervención de la CNMV se ha reducido considerablemente en materia de emisiones y admisiones de

5 Artículo 41 del RD 1310/2005, de 4 de noviembre.

6 Artículo 30.bis. apartado 3 de la LMV.

valores. No obstante, conviene tener en cuenta que con esta reducción de trámites se elimina una instancia de control previo administrativo de especial importancia en lo que a la protección de los derechos de los inversores se refiere.

La reducción de la intervención administrativa -impuesta, por otro lado, desde la normativa europea- obliga a los inversores a prestar, si cabe, más atención a determinadas operaciones que antes eran supervisadas en todo caso por la CNMV y ahora no. Así por ejemplo, a las ampliaciones de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente (artículo 159 de la Ley de Sociedades Anónimas), máxime cuando la operación se efectúa además con una parte vinculada.

Este tipo de emisiones, en la medida en que afectaban a una sociedad que tuviera sus acciones admitidas a cotización en Bolsa (sociedad cotizada), eran siempre objeto de verificación por parte de la CNMV en virtud del antiguo artículo 3 del R.D. 291/1992. No ocurre así en todos los casos bajo la normativa actual, ya que no se exige el registro previo de un folleto de emisión ni de admisión en la CNMV si la ampliación se destina a número de inversores inferior a cien (en tal caso no entran dentro del concepto de oferta pública)⁷ y además se da la circunstancia de que la suma de las nuevas acciones, junto con otras cuya solicitud a Bolsa se hubiera efectuado en los últimos doce meses sin registro previo de folleto, no excediera del diez por ciento del capital social⁸.

Habida cuenta de la menor intervención de la CNMV en este tipo de operaciones, el control de éstas se sitúa, en primer lugar, en los límites que pudieran derivar directamente de la Ley, Estatutos, Reglamentos de Consejo y Junta, y de los que pudieran haberse voluntariamente asumido por la Sociedad a través del seguimiento de normas de conducta o de buen gobierno corporativo. En segundo lugar, de los límites que los accionistas pudieran imponer a los consejos de administración de las compañías a través de los correspondientes acuerdos en las Juntas Generales -respecto de lo que relativas esperanzas se pueden albergar, habida cuenta del grado de absentismo y dispersión accionarial que impera, por regla general, en ellas-. En tercer lugar, existe para estas operaciones sobre acciones de sociedades cotizadas el control posterior del Registro Mercantil y, por último, el que a través de las distintas vías judiciales podría efectuarse por los accionistas eventualmente perjudicados por los acuerdos sociales. Esta supresión de controles debiera llevar a la reflexión sobre la efectividad de los existentes.

7 Artículo 30 bis.1.b. de la LMV.

8 Artículo 26.1.a) del R.D. 1310/2005.

4 Novedades en relación con la renta fija y la representación de valores mediante anotaciones en cuenta

La reforma del Título III de la LMV, y de la normativa dictada en su desarrollo han producido un especial impacto en relación a los de valores de renta fija, dado que se han establecido determinadas medidas encaminadas a agilizar los trámites de su emisión. Las novedades más importantes en esta materia son: la supresión del otorgamiento, con carácter obligatorio, de la escritura pública a efectos de la representación de estos valores mediante anotaciones en cuenta y la desaparición también de la obligatoriedad de este requisito, junto con el de inscripción en el Registro Mercantil y el publicación en el BORME a efectos de emisión, siempre y cuando estas emisiones estén sujetas al registro previo de un folleto de oferta o admisión en la CNMV. Por tanto, las emisiones de renta fija para las que la norma exige el registro un folleto en la CNMV no están sujetas a tales solemnidades, ni para dar de alta los valores en anotaciones en cuenta, ni para su emisión. Tales modificaciones parten de la nueva redacción dada al artículo 6 de la LMV y de la introducción en ésta de un nuevo artículo 30 ter.

El artículo 6 de la LMV, según redacción anterior al R.D.L. 5/2005, exigía que la representación de valores mediante anotaciones en cuenta se formalizara obligatoriamente mediante el otorgamiento de escritura pública, que podía ser la de emisión. Esta escritura, sin perjuicio de su inscripción en el Registro Mercantil, cuando fuere necesario, debía depositarse en la CNMV, para su incorporación en el registro correspondiente del artículo 92 de la LMV, y en la entidad encargada del registro contable, esto es, en Iberclear cuando se tratara de valores admitidos a negociación en algún mercado secundario oficial español. En su nueva redacción el artículo 6 de la LMV señala que el otorgamiento de esta escritura es potestativa. Concretamente éste dispone que:

“La representación de valores por medio de anotaciones en cuenta requerirá la elaboración por la entidad emisora de un documento, cuya elevación a escritura pública será potestativa, en el que constará la información necesaria para la identificación de los valores integrados en la emisión.

La entidad emisora deberá depositar una copia del documento ante la entidad encargada del registro contable y ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Cuando se trate de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, deberá depositarse también una copia ante su organismo rector.

La entidad emisora y la entidad encargada del registro contable habrán de tener en todo momento a disposición de los titulares y del público interesado en general una copia del referido documento.

El documento referido en el párrafo primero será sustituido por:

- i) El folleto informativo, siempre que el emisor esté obligado a aportarlo para su aprobación y registro por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de acuerdo con lo dispuesto en esta Ley.*
- ii) La publicación de las características de la emisión en el boletín oficial correspondiente, en el caso de las emisiones de deuda del Estado o de las comunidades autónomas, así como en aquellos otros supuestos en que se halle establecido.*

Tampoco será precisa la elaboración de dicho documento para los instrumentos financieros que se negocien en mercados secundarios oficiales de futuros y opciones y en los demás supuestos, y con las condiciones que reglamentariamente se señalen”.

Del párrafo primero del artículo 6 de la LMV se podría deducir, en una interpretación meramente literal, que no es obligatorio en ningún caso el otorgamiento de escritura pública para representar valores mediante anotaciones en cuenta: que esta representación puede efectuarse mediante documento privado o mediante el folleto registrado en CNMV cuando fuera exigido. Sin embargo, la CNMV e Iberclear vienen exigiendo, como requisito previo para dar de alta las acciones de sociedades cotizadas en el registro contable de anotaciones en cuenta, el previo otorgamiento de escritura pública y la inscripción en el Registro Mercantil. La razón de ello es que la Ley de Sociedades Anónimas (LSA)⁹, que aplica a tales entidades, contempla la modificación del capital social como una modificación estatutaria¹⁰ lo que conlleva que estas operaciones deben inscribirse en el Registro Mercantil a través de la correspondiente escritura pública. Además, la LSA señala, en su artículo 62, que no podrán ponerse en circulación las acciones mientras no se haya inscrito la ampliación de capital en el Registro Mercantil. Por tanto, en relación con la forma de representación de las acciones representativas del capital social de las sociedades cotizadas, nada ha cambiado desde el punto de vista práctico con la nueva normativa: lo habitual es que el alta de las acciones representadas mediante anotaciones se produzca con la escritura de emisión, una vez inscrita en el Registro Mercantil, ya que no es frecuente que las sociedades otorguen dos escrituras con motivo de las ampliaciones de capital -la de emisión y de ejecución del aumento- y otra tercera con objeto de hacer constar la representación mediante anotaciones en cuenta.

Sin embargo, donde muestra su máxima eficacia la modificación del artículo 6 de la LMV es respecto a las emisiones de renta fija porque, el artículo 30 ter,¹¹ ha eliminado también la obligación de otorgamiento de escritura, inscripción en el Registro Mercantil y publicación en el BORME para las emisiones en sí, siempre

9 Real Decreto Legislativo 1564/189, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

10 Artículos 9, 103, 144, 152.

11 El artículo 30 ter es el único artículo insertado en el capítulo II de la LMV “emisiones de obligaciones u otros valores que reconozcan o creen deuda”. Este artículo, que fue objeto de una redacción inicial en el RDL 5/2005 algo confusa, ha sido posteriormente modificado por la Ley 25/2005, de 11 de marzo. La redacción actual de este artículo 30 ter podría haber prescindido, a nuestro modo de ver, del párrafo segundo del apartado 1, pues nada añade éste al primero.

que vayan a ser objeto de una oferta pública de venta o de admisión a negociación en un mercado secundario oficial, y respecto de las cuales se exija la elaboración de un folleto que esté sujeto a aprobación y registro por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Conviene en este momento hacer referencia a los apartados 1 y 2 del artículo 30 ter de la LMV que disponen que:

i) “Lo dispuesto en este capítulo será de aplicación a las emisiones de obligaciones o de otros valores que reconozcan o creen deuda siempre que vayan a ser objeto de una oferta pública de venta o de admisión a negociación en un mercado secundario oficial y respecto de las cuales se exija la elaboración de un folleto que esté sujeto a aprobación y registro por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en los términos dispuestos en el capítulo anterior.

Asimismo, se entenderán incluidas en el párrafo anterior y siempre que cumplan lo dispuesto en el mismo, las emisiones de obligaciones o de otros valores que reconozcan o creen deuda previstas en el Capítulo X del Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. Igualmente, el presente capítulo será de aplicación a la emisión de obligaciones previstas en la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, por la que se regula la emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas o por asociaciones u otras personas jurídicas, y la constitución del sindicato de obligacionistas.

ii) No tendrán la consideración de obligaciones o de otros valores que reconocen o crean deuda los valores participativos a que se refiere el párrafo segundo del artículo 26.2 de esta Ley, tales como las obligaciones convertibles en acciones a condición de que sean emitidas por el emisor de las acciones subyacentes o por una entidad que pertenezca al grupo del emisor”.

De la conexión de ambos artículos (6 y 30 ter de la LMV) resulta que, cuando los emisores de valores de renta fija realizan una oferta pública de suscripción, que lleve aparejada el registro previo de un folleto en la CNMV, se podrá utilizar éste como documento apto para dar de alta en anotaciones en cuenta los valores de la correspondiente emisión.

Por el contrario, si el emisor no realiza una oferta de suscripción sino que pretende colocar los valores a inversores institucionales, o a un número de inversores inferior a cien, o, sencillamente, la colocación está exenta de folleto de emisión por otros motivos, pero el emisor ha acordado la negociación de dichos valores en un mercado secundario oficial, puede registrar el documento privado de alta de anotaciones en cuenta en la CNMV, a continuación colocar los valores y, posteriormente, registrar el folleto para la admisión a negociación de aquéllos¹².

¹² En estos casos, el emisor podría registrar el folleto exigido para la admisión antes de hacer la colocación de los valores, en cuyo caso este folleto también sería aceptable a efectos de realizar el alta de las anotaciones en cuenta.

Este artículo 30 ter de la LMV ha introducido una norma “especialísima” con respecto a las generales contenidas para la emisión de obligaciones u otros valores que creen deuda establecidas en la LSA y en la Ley 211/1964, de emisiones de valores por entidades distintas de las anónimas, pues ambas Leyes exigen, con carácter obligatorio, el otorgamiento de escritura, inscripción en el Registro Mercantil y publicidad a través del BORME¹³ para las emisiones efectuadas por sociedades o entidades domiciliadas en España. Con la introducción del artículo citado estos requisitos no son obligatorios cuando se trata de ofertas de venta o de admisión a negociación en mercados secundarios oficiales que lleven aparejada la obligación de registro de un folleto en la CNMV. Para aquellas emisiones que no cumplan estos requisitos, las formalidades previstas en aquellas normas siguen siendo obligatorias.

A la hora de acometer esta reforma se sopesaron razones de política económica nada desdeñables. Ya existía para este tipo de operaciones un doble control jurídico por el Registro Mercantil y por la CNMV, advirtiéndose la necesidad de reducir por razones de agilidad éstos a sólo una instancia, en consonancia con lo que estaba ocurriendo en otros Estados miembros de la Unión Europea. Al mismo tiempo, se pretendían reducir las posibilidades de arbitraje regulatorio que se estaban observando en la práctica. Efectivamente, con cierta frecuencia los emisores españoles más recurrentes en este tipo de operaciones constituían filiales en otros Estados de la Unión Europea, con normas más flexibles a través de las cuales efectuaban las emisiones de valores con objeto de colocarlos, posteriormente, en distintos Estados de la Unión, entre ellos, España.

Por otro lado, ya la Ley 37/1998 había introducido una medida similar para la emisión de pagarés, con efectos prácticos bastante eficaces. En concreto, la Disposición Adicional decimocuarta de esta Ley estableció que: *“No será necesario el requisito de escritura pública previsto en el artículo 6 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en el caso de emisiones de pagarés que vayan a ser objeto de negociación en un mercado secundario, siempre que las características de los mismos consten en un folleto informativo”*.

La introducción de los artículos 6 y 30 ter de la LMV planteó al menos dos cuestiones prácticas importantes. Una, cuál debía ser el contenido de estos documentos privados y, la otra, si debían entenderse en vigor las normas reguladoras del sindicato de obligacionistas previstas tanto en la LSA como en la Ley 211/1964. Para ambas cuestiones la respuesta que se dio fue la misma: dado que la reforma se refería a cuestiones muy concretas, referidas a la eliminación de los trámites apuntados, en todo lo demás debían tenerse por vigentes las Leyes indicadas.

Por esta razón en los documentos privados en los que se formaliza la representación de este tipo de valores mediante anotaciones en cuenta, o en los folletos en virtud de los cuales se dan de alta los valores de renta fija, deben constar todas las circunstancias, que respecto a la numeración, condiciones y características de los valores se exigen en las Leyes citadas y debe hacerse referencia, asimismo, a la constitución del sindicato de obligacionistas, a sus reglas

13 Artículo 9.11 del Código Civil en relación con el 5 de la LSA y 1 de la Ley 211/1964, de 24 de diciembre.

de funcionamiento, así como a la identificación y la aceptación del cargo por la persona designada comisario.

En la práctica se ha podido constatar que la figura del sindicato de obligacionistas es casi una figura en desuso. Rara vez, que tengamos noticia, estas asambleas llegan a celebrar alguna reunión. Sin embargo la mera previsión formal de su constitución y reglas de funcionamiento pueden resultar de utilidad a efectos de resolver algún problema puntual constatado en la práctica como, por ejemplo, la amortización anticipada de los valores cuyo tipo de emisión queda significativamente por debajo del interés de mercado, originando a la entidad emisora un problema comercial con sus clientes. En cualquier caso, como ha puesto de manifiesto algún autor¹⁴, uno de los problemas más relevantes que plantea la existencia de ese sindicato o asamblea es el de determinar sobre qué asuntos tiene competencias, y si existe, tal como creemos, un reducto de materias sobre las que los obligacionistas tienen derechos singulares, no disponibles a través del régimen de mayorías.

En definitiva, las modificaciones introducidas en la LMV en relación con la representación de valores mediante anotaciones en cuenta, y la supresión de requisitos en la emisión de valores de renta fija han agilizado notablemente este tipo de emisiones. También han reforzado la responsabilidad de la CNMV en la tarea de revisar la regularidad jurídica de éstas.

A diferencia de lo observado en el epígrafe anterior de este artículo en el que se ponía de manifiesto cómo el legislador habría suprimido la intervención de la CNMV para cierto tipo de operaciones, en este apartado la intervención que se ha suprimido es la de notarios y registradores mercantiles.

14 F. J. Alonso Espinosa. "Asociación y derechos de los obligacionistas". Librería Bosch 1988.

5 Novedades en relación con la renta variable y admisiones en bolsa de estos valores

La reforma normativa del 2005 también ha impulsado y agilizado las emisiones y admisiones de acciones en Bolsa. Por un lado, porque se han modificado y flexibilizado los requisitos de acceso por primera vez a negociación en estos mercados. Por otro, porque algunas operaciones relativas a la admisión de acciones de la misma clase que otras ya cotizadas, que bajo la Ley anterior requerían el registro previo de un folleto informativo en la CNMV¹⁵, bien con objeto de la emisión, bien con objeto de su admisión a negociación, ahora no requieren de la elaboración de folleto alguno.

En cuanto a las salidas a Bolsa, desatacaremos que el R.D. 1310/2005 exige el cumplimiento de dos grupos de requisitos. Por un lado, los requisitos de idoneidad de los valores y, por otro, de información al público. En relación con los requisitos de idoneidad, se exige por un lado, que el emisor esté válidamente constituido, y funcione regularmente¹⁶. Por otro lado, y respecto de los valores se exige que respeten el régimen jurídico al que estén sometidos; estén representados mediante anotaciones en cuenta -sin perjuicio de las especialidades de los valores extranjeros- y sean libremente transmisibles¹⁷. Hasta ahora todo lo apuntado coincide con la normativa anterior. Las novedades más destacables en este aspecto se enumeran a continuación¹⁸.

- i) Acreditación por la entidad de un plazo mínimo de existencia previa a la salida a Bolsa y existencia de beneficios en ejercicios anteriores. Conforme al Reglamento de Bolsas (artículo 32.1.c)) las compañías que solicitaban la salida a estos mercados debían haber cumplido con el requisito consistente en que *“los beneficios obtenidos en los dos últimos ejercicios o en tres no consecutivos en un período de cinco años hayan sido suficientes para poder repartir un dividendo de al menos el seis por ciento del capital desembolsado, una vez hecha la previsión para impuestos sobre los beneficios y dotadas las reservas legales u obligatorias que correspondiesen”*. La normativa actual no exige estos requisitos. El requisito de beneficios ni se menciona en el R.D. 1310/2005, y en cuanto a la preexistencia de la entidad, el artículo 12 del citado R.D. señala que deberán aportarse las cuentas auditadas

15 Artículo 3.1.a) del R.D.291/1992, de 27 de marzo.

16 Artículo 8 del R.D. 1310/2005.

17 Artículo 9 del R.D. 1310/2005.

18 Esta parte del Artículo se ha efectuado conforme a una interpretación subjetiva de las Disposiciones Adicional Segunda, Transitoria Tercera, y Derogatoria Única del Real Decreto 1310/2005. Estas disposiciones, vienen a establecer –a nuestro juicio– que mientras los organismos rectores de las Bolsas no dicten los Reglamentos que contengan sus reglas propias de admisión a negociación (Disposición Adicional Segunda) queda en vigor el Capítulo V del Decreto de Bolsas en lo que no se oponga a lo dispuesto en el Real Decreto 1310/2005.

correspondientes a los tres últimos ejercicios, aunque seguidamente se dispone que, la CNMV podrá dispensar de éstas en tres supuestos, respecto de los cuales nos interesan traer aquí sólo dos: cuando se trate de solicitudes de admisión a negociación en el Nuevo Mercado (cosa bastante excepcional, por cuanto el futuro de éste es algo incierto) o cuando *“la CNMV así lo decida en interés del emisor o de los inversores, siempre que entienda que los inversores disponen de la información necesaria para formarse un juicio fundado sobre el emisor y sobre los valores cuya admisión a negociación se solicita”*.

- ii) La capitalización bursátil. Hasta la entrada en vigor del R.D. 1310/2005, el Reglamento de Bolsas, que era la norma aplicable a la materia, exigía que las sociedades tuvieran un capital mínimo de doscientos millones de pesetas cuando se pretendiera su admisión a cotización oficial (artículo 32.1.a). El Real Decreto 1310/2005 exige *“en el caso de acciones, seis millones de euros, calculado como el valor esperado de mercado. Para estimar si se cumple este requisito, se tendrá en cuenta el precio que hayan pagado los inversores en la oferta pública previa a la admisión, si hubiera existido dicha oferta”* (artículo 9.6). No obstante, la propia norma prevé que la CNMV pueda admitir acciones que no alcancen dichos importes, cuando considere que queda garantizada la existencia de un mercado suficientemente líquido para su negociación.

Por tanto, el requisito de capitalización ha sido sustituido por el de valor estimado de mercado en una oferta pública previa si la hubiera. En caso de que la salida a Bolsa se hubiera hecho mediante una oferta a inversores cualificados, habría que entender que el criterio es el mismo, aunque la norma no lo contemple expresamente.

- iii) La difusión previa. Conforme al Reglamento de Bolsas (artículo 32 apartados b) y f)) se conjugaban dos reglas: por un lado, a efectos de computar los doscientos millones de pesetas de capital mínimo necesario para acceder a Bolsa, no se podían tomar en cuenta las participaciones en el capital de accionistas que tuvieran un porcentaje superior al 25% del capital social. Por otro lado, el número de accionistas con participación inferior al 25% del capital social debía ser, al menos, de cien.

En la actualidad, el artículo 9.7 del Real Decreto viene a determinar, de una manera bastante genérica que, como tarde, en la fecha de admisión a negociación deberá existir una distribución suficiente de las acciones en uno o más Estados miembros de la Unión Europea o en Estados no miembros, si las acciones cotizan en estos últimos. A efectos de determinar qué se entiende por distribución suficiente, el último párrafo de este artículo 9.7 del R.D. determina que *“se considerará que existe una distribución suficiente si, al menos, el 25% de las acciones respecto de las cuales se solicita la admisión están repartidas entre el público, o si el mercado puede operar adecuadamente con un porcentaje menor debido al gran número de acciones de la misma clase y a su grado de distribución entre el público”*. Pero es más, esta misma disposición, señala que este requisito no resultará de aplicación cuando las acciones vayan a distribuirse al público a través de una Bolsa de valores y siempre que la CNMV considere que se realizará la distribución a corto plazo en la Bolsa.

Indudablemente, la difusión exigida por el Reglamento de Bolsas podía entenderse que había quedado desfasada, pues la cantidad de doscientos millones de capital social repartido entre cien accionistas cada uno de los cuales tuviera menos del 25% del capital social, no parece que fuera lo suficientemente relevante como para entender que un valor goza de la profundidad necesaria para negociarse en Bolsa. Sin embargo los parámetros tomados en cuenta para determinar el cumplimiento de este requisito pueden considerarse, en términos generales, no mucho más exigentes, advirtiéndose, por otro lado, que la norma ha otorgado a la CNMV mayores facultades discrecionales en cuanto a la concreción de éste.

- iv) Posibilidad de que se negocien en Bolsa acciones parcialmente desembolsadas si, a juicio de la CNMV, su transmisibilidad no está restringida y los inversores disponen de la información suficiente para que su negociación se realice de una manera transparente (artículo 9.4 del R.D. 1310/2005). De momento no se han producido solicitudes de admisión para este tipo de acciones, lo que por otro lado es entendible a la vista del régimen especial a que están sometidos los dividendos pasivos en la LSA (artículos 42 a 46) que hacen que este tipo de acciones difícilmente puedan negociar en Bolsa. Baste señalar que conforme al artículo 46 de la LSA *“el adquirente de acción no liberada responde solidariamente con todos los transmitentes que le precedan, y a elección de los administradores de la sociedad, del pago de la parte no desembolsada”*. Como se puede apreciar, difícilmente se puede compatibilizar esta responsabilidad con la exigencia de que, para negociar en Bolsa, los valores han de ser fungibles y que los procedimientos actuales de registro, compensación y liquidación de valores negociados en mercados secundarios, no permiten realizar un rastreo hacia atrás de los distintos titulares de un mismo valor.
- v) Posibilidad de que se negocien en Bolsa sólo una clase de acciones. Hasta ahora la normativa vigente no permitía tal posibilidad debido a la literalidad del artículo 46.b) de la LMV que señala que *“no podrán ser negociados en ningún mercado secundario oficial distinto de las Bolsas de Valores: a) Las acciones y los valores convertibles en ellas o que otorguen derecho a su adquisición o suscripción. La admisión a negociación de dichos valores deberá referirse, con las excepciones o limitaciones que el Gobierno establezca, a la totalidad de los emitidos.”* Como el Gobierno no había hecho uso de esta habilitación, se venía exigiendo que las sociedades cotizadas debían tener todas las acciones representativas de su capital social admitidas a negociación en Bolsa. El artículo 9.8. del R.D. 1310/2005 parece abogar por la posibilidad de que no todo el capital deba estar admitido, pues establece que *“la solicitud de admisión a negociación de acciones de una clase deberá comprender todas las acciones de esa clase. Si ya hay acciones de esa clase admitidas deberá comprender todas las nuevas acciones de esa clase emitidas o que se vayan a admitir”*. A sensu contrario podría interpretarse que en una sociedad cotizada no es obligatorio que coticen todas las clases de acciones, sólo que si hubiera una clase admitida a negociación, todas las acciones de dicha clase deben obligatoriamente estar admitidas.

Esta posibilidad vendría a resolver algunos problemas prácticos en los que un grupo concertado o familia mantiene un porcentaje de acciones de una sociedad cotizada que, no obstante, no tiene intención de negociar.

- vi) Aumento del elenco de emisiones de acciones que no exigen la elaboración de un folleto informativo. Como señalábamos al principio de este apartado, uno de los factores que ha contribuido a la agilización de las admisiones en Bolsa de acciones de las compañías ya admitidas a negociación es el hecho de que muchas operaciones que anteriormente requerían del registro previo de un folleto, bien de emisión o de admisión en la CNMV, ahora no están sometidas a tal requisito como consecuencia de la aplicación de las excepciones contempladas en los artículos 26 y 41 del RD 1310/2005. Nos referimos principalmente a las operaciones de modificación del nominal de las acciones (*splits* y *contra-splits*), valores dados en canje como consecuencia de una opa o como consecuencia de una fusión, o acciones asignadas gratuitamente a los accionistas, o dadas en pago de dividendos, o las ofrecidas a empleados y consejeros si fueran de la misma clase que otras ya cotizadas. No obstante estas excepciones, para acogerse a algunas de ellas (acciones a asignar en opas de canje o en fusiones) es necesario que la sociedad publique un documento que contenga una información que, a juicio de la CNMV, sea equivalente a la que se debiera publicitar a través de un folleto. En otros casos (acciones asignadas gratuitamente, en pago de dividendos o en programas dirigidos a empleados y consejeros) es necesario que el emisor publique un documento en el que disponga el número y naturaleza de los valores y los motivos y detalles de la oferta. Respecto de este documento, no parece que sea necesario pronunciamiento alguno de la CNMV: queda a cuenta del emisor cumplir con tal requisito, siempre que se observen los mínimos previstos en la norma. Sin embargo, para aplicar las excepciones de registro de folleto previo de oferta y admisión a las acciones a entregar como consecuencia de una opa de canje o fusión, sí parece necesario que exista un pronunciamiento de la CNMV respecto a que el documento sustitutivo del folleto contenga información equivalente a la que se exigiría en virtud de éste.

6 Conclusiones

La Reforma normativa iniciada por el R.D.L. 5/2005, de 11 de marzo, en relación con las ofertas públicas de venta de valores y admisiones a Bolsa ha supuesto la introducción de una mayor agilidad y flexibilidad para este tipo de operaciones al reducir la intervención administrativa.

La normativa apuntada ha introducido un cambio sustancial en materia de emisiones de valores reguladas en el Título III de la LMV. Bajo la normativa anterior, como principio general, todas las emisiones estaban sujetas a registro previo de folleto e información adicional en la CNMV, si bien por vía reglamentaria se venía a matizar este rigor a través de la introducción de excepciones. Por el contrario, bajo la normativa actual sólo están sujetas a registro previo de folleto las emisiones que se realicen en régimen de oferta pública. A tal fin, el legislador ha establecido un concepto de oferta pública que excluye, por ministerio de la Ley, algunos supuestos que, en principio, podían haber quedado dentro de este concepto.

En el ámbito de las emisiones de valores de renta fija, además, se han suprimido trámites (otorgamiento de escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil) que afectaban, tanto a la emisión en sí, como a la forma de representación mediante anotaciones en cuenta de los valores.

En el ámbito de la renta variable se aprecia, por un lado, y en términos generales, más facilidades para el acceso de compañías a Bolsa, así como la concesión de mayores facultades discrecionales de la CNMV a efectos de determinar el cumplimiento de los requisitos establecidos a tal fin. Por otro lado, y en relación con la admisión de acciones de compañías ya cotizadas, se constata la existencia de una mayor cantidad de supuestos que no requieren de registro previo de folleto en la CNMV (ni de emisión, ni de admisión).

Las razones de estas reformas no sólo derivan de la necesidad de transponer a Derecho interno la normativa comunitaria, sino también de acometer medidas que venían siendo exigidas por la industria con objeto de dotar a las emisiones de valores de una mayor rapidez en su diseño y colocación y evitar, así, el denominado “arbitraje regulatorio” con respecto a otros Estados miembros que ya tenían establecidas normas que permitían una mayor agilidad y puntualidad en los mercados de valores.

Indudablemente la supresión de trámites conlleva también la supresión controles, lo que invita a revisar si los existentes son efectivos y, en su caso, qué puede hacerse por mejorarlos. De estos controles interesan sobre todo los de dos clases: los que podríamos denominar previos o preventivos, que están regulados en un conjunto de normas administrativas y mercantiles que reconocen el derecho de los inversores en general, y de los accionistas en particular, a recibir información, a asistir a juntas, derecho de voto, etc. Y los controles a posteriori, o más bien

medidas reparadoras, que consisten, fundamentalmente, en las acciones judiciales que pudieran competir a los inversores perjudicados por las decisiones de los emisores.

V Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ²
IMPORTES EFECTIVOS³ (millones de euros)	21.735,6	2.960,5	5.048,4	271,9	2.362,5	1.472,6	941,4	673,7
Ampliaciones de capital	18.748,0	2.803,4	2.562,9	121,1	756,0	1.188,4	497,5	673,7
De ellas, mediante OPS	1.101,9	0	644,9	58,0	487,3	0	99,7	0
Tramo nacional	537,9	0	613,6	58,0	456,0	0	99,7	0
Tramo internacional	564,0	0	31,3	0	31,3	0	0,0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.987,6	157,1	2.485,4	150,8	1.606,5	284,2	443,9	0
Tramo nacional	1.664,4	54,7	2.194,2	150,8	1.390,9	208,5	443,9	0
Tramo internacional	1.323,2	102,5	291,3	0,0	215,6	75,7	0	0
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴	42	27	30	3	13	7	7	5
Ampliaciones de capital	37	25	23	3	10	4	6	5
De ellas, mediante OPS	4	0	10	1	6	1	2	0
De ellas, liberadas	15	6	0	0	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	7	2	15	1	7	4	3	0
NÚMERO DE EMISORES⁴	37	24	23	3	12	6	6	5
Ampliaciones de capital	31	23	18	3	9	4	5	5
De ellas, mediante OPS	3	0	6	1	5	1	1	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	6	1	10	1	7	3	2	0

1. Expedientes de emisión registrados en la CNMV. Expedientes iniciales y ampliaciones de expedientes.

2. Datos disponibles: febrero 2007.

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	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ¹
OFERTAS PUBLICAS DE SUSCRIPCION	1.101,9	0	644,9	58,0	487,3	0	99,7	0
Mercado nacional	536,4	0	613,6	58,0	456,0	0	99,7	0
Suscriptores minoristas	348,1	0	0	0	0,0	0	0	0
Suscriptores institucionales	188,3	0	613,6	58,0	456,0	0	99,7	0
Mercado internacional	564,0	0	31,3	0	31,3	0	0	0
Empleados	1,5	0	0	0	0	0	0	0
Otros	0	0	0	0	0	0	0	0
OFERTAS PUBLICAS DE VENTA	2.987,6	157,1	2.485,5	150,8	1.606,5	284,2	443,9	0
Mercado nacional	1.657,9	54,7	2.191,1	150,8	1.389,4	208,5	442,4	0
Suscriptores minoristas	657,4	27,3	398,7	31,3	253,9	31,8	81,7	0
Suscriptores institucionales	1.000,5	27,3	1.792,4	119,5	1.135,5	176,7	360,7	0
Mercado internacional	1.323,2	102,5	291,3	0	215,6	75,7	0	0
Empleados	6,5	0	3,1	0	1,6	0	1,5	0
Otros	0	0	0	0	0	0	0	0

1. Datos disponibles: febrero 2007.

Admisión a bolsa. Expedientes registrados en la CNMV

CUADRO 1.3

	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ¹
IMPORTES NOMINALES (millones de euros)								
Con folleto de emisión	1.909,6	498,0	963,4	30,4	259,6	620,0	53,5	3,6
Ampliaciones de capital	1.699,3	494,0	575,9	30,4	176,2	340,9	28,4	3,6
De las cuales OPS	45,4	0	145,3	0	145,2	0	0,1	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	210,3	4,0	387,5	0	83,4	279,1	25,1	0
Sin folleto de emisión	564,6	167,3	564,7	47,2	213,0	185,9	118,6	89,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES								
Con folleto de emisión	36	26	18	2	7	5	4	1
Ampliaciones de capital	34	25	13	2	5	3	3	1
De las cuales OPS	2	0	5	0	4	0	1	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	1	9	0	5	2	2	0
Sin folleto de emisión	16	27	61	10	14	17	20	12

1. Datos disponibles: febrero 2007.

Sociedades admitidas a cotización ¹

CUADRO 1.4

	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ²
Mercado continuo (MC). Total ³	128	126	135	125	131	133	135	135
Sin Nuevo mercado	115	115	124	114	120	122	124	124
Nuevo mercado	13	11	11	11	11	11	11	11
Empresas extranjeras	6	5	6	5	5	6	6	6
Segundo Mercado	17	14	12	14	14	14	12	12
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	12	10	9	10	10	10	9	9
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	3	2	1	2	2	2	1	1
Corros ex SICAV	53	47	38	43	42	40	38	34
Madrid	28	22	16	19	19	17	16	14
Barcelona	31	28	24	24	24	24	24	21
Bilbao	15	14	10	13	12	11	10	9
Valencia	21	18	13	16	16	16	13	11
Corros SICAV	3.086	3.111	744	3.110	3.015	2.642	744	199
MAB	-	-	2.405	-	86	497	2.405	2.957
Latibex	30	32	34	32	33	34	34	34

1. Datos a final de período.

2. Datos disponibles: febrero 2007.

 3. No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).

Capitalización ¹

CUADRO 1.5

Millones de euros	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ²
Mercado continuo (MC). Total ³	525.695,1	616.684,7	813.764,7	686.438,7	673.851,3	735.680,9	813.764,7	840.195,2
Sin Nuevo mercado	511.770,8	607.062,8	800.144,5	674.907,8	663.180,9	724.521,4	800.144,5	825.652,3
Nuevo mercado	13.924,3	9.621,9	13.620,2	11.530,9	10.670,3	11.159,5	13.620,2	14.542,9
Empresas extranjeras	54.734,6	64.312,7	105.600,9	71.558,9	66.388,0	96.456,9	105.600,9	118.429,0
Ibex 35	344.240,2	407.797,4	502.828,0	450.328,6	438.870,8	464.171,3	502.828,0	515.455,6
Segundo Mercado	292,5	307,4	392,7	416,4	447,3	828,7	392,7	604,9
Madrid	11,0	9,2	18,9	9,4	15,8	14,6	18,9	33,7
Barcelona	184,1	154,4	184,2	264,5	271,8	649,3	184,2	379,6
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	97,3	143,8	189,6	142,5	159,7	164,8	189,6	191,5
Corros ex SICAV	5.311,3	6.142,5	7.905,3	6.601,5	6.778,8	7.184,5	7.905,3	8.804,9
Madrid	2.411,2	2.754,4	2.698,1	2.838,8	2.910,7	3.119,7	2.698,1	3.124,5
Barcelona	2.517,2	3.129,2	4.966,3	3.471,0	3.614,0	3.817,6	4.966,3	6.820,1
Bilbao	317,1	405,9	59,5	386,3	381,7	28,8	59,5	1.100,3
Valencia	1.556,7	836,1	741,9	588,3	706,8	699,8	741,9	1.678,1
Corros SICAV	28.972,7	33.997,6	9.514,9	34.811,0	32.544,5	30.466,0	9.514,9	4.476,9
MAB	-	-	29.864,4	-	1.040,0	5.460,6	29.864,4	36.692,7
Latibex	124.754,8	222.384,1	271.641,8	252.447,4	228.834,9	233.979,4	271.641,8	272.326,8

1. Datos a final de período.

2. Datos disponibles: febrero 2007.

 3. No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).

Contratación efectiva

CUADRO 1.6

Millones de euros	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ¹
Mercado continuo (MC). Total ²	636.527,4	847.663,7	1.144.562,9	270.084,0	261.343,7	263.333,6	349.801,5	254.653,2
Sin Nuevo mercado	618.574,3	817.834,7	1.118.546,1	264.165,1	255.857,2	257.271,8	341.252,0	247.430,7
Nuevo mercado	17.953,1	29.829,0	26.016,8	5.918,9	5.486,5	6.061,8	8.549,6	7.222,4
Empresas extranjeras	6.165,7	15.115,1	11.550,3	3.060,8	2.446,7	3.664,0	2.378,8	3.046,0
Segundo Mercado	21,3	25,9	49,3	8,3	11,1	11,4	18,6	47,8
Madrid	4,7	1,8	7,2	0,7	1,0	3,5	1,8	3,6
Barcelona	16,1	22,9	41,6	7,5	9,9	7,8	16,5	43,7
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,6	1,3	0,5	0,0	0,2	0,1	0,2	0,5
Corros ex SICAV	423,9	860,6	736,3	300,9	60,6	107,6	267,2	186,7
Madrid	122,6	187,8	257,6	100,3	35,6	45,8	75,9	38,1
Barcelona	293,3	667,0	297,8	43,5	21,2	58,8	174,3	147,5
Bilbao	1,7	1,1	159,2	155,5	1,8	1,4	0,5	0,0
Valencia	6,2	4,6	21,8	1,6	1,9	1,7	16,5	1,1
Corros SICAV	4.770,0	5.037,9	4.581,9	1.478,0	1.146,4	866,6	1.090,9	221,3
MAB	-	-	1.814,2	-	16,9	92,8	1.704,5	1.108,0
Latibex	366,4	556,7	723,3	204,7	200,5	160,2	158,0	133,1

1. Datos disponibles: febrero 2007.

2. No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.7

Millones de euros	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ²
En sesión	599.874,2	798.934,5	1.081.224,9	261.712,6	247.945,4	239.121,5	332.445,3	252.449,5
Órdenes	353.532,0	488.416,3	659.351,0	163.741,7	153.077,2	138.920,0	203.612,1	156.228,9
Aplicaciones	71.360,1	82.403,1	106.491,1	27.620,1	24.232,9	22.051,5	32.586,6	25.142,1
Bloques	174.982,0	228.115,1	315.382,7	70.350,9	70.635,3	78.149,9	96.246,6	71.078,5
Fuera de hora	26.037,3	27.863,0	11.917,4	1.704,0	512,6	2.699,5	7.001,3	888,1
Autorizadas	1.367,2	4.773,4	4.454,8	347,3	559,9	303,4	3.244,2	530,4
Op. LMV art. 36.1	826,0	1,3	6.439,7	0,0	0,0	6.439,7	0,0	0,0
Opa	1.698,8	6.682,8	18.094,6	2.182,2	29,7	11.960,2	3.922,5	466,0
OPV	3.057,2	226,3	3.264,0	0,0	1.584,6	1.102,5	576,8	0,0
Toma de razón	278,5	2.298,9	10.399,2	1.209,6	8.337,3	637,3	215,0	307,9
Ejercicio de opciones	3.388,3	5.268,0	8.279,8	2.177,0	1.754,7	1.274,8	3.073,3	114,8
Operaciones de cobertura	-	1.615,4	2.315,6	751,3	619,5	403,8	541,1	340,9

1. Incluye la contratación de ETF (*Exchange Traded Funds*).

2. Datos disponibles: febrero 2007.

Operaciones de crédito

CUADRO 1.8

Millones de euros	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ¹
CONTRATACIÓN								
Préstamo de valores ²	306.056,7	393.964,1	550.850,4	123.227,0	147.751,3	116.996,8	162.875,2	132.979,0
Crédito de valores para su venta ³	139,2	152,2	379,9	82,4	106,6	96,7	94,2	74,5
Crédito para compra de valores ³	401,8	465,0	511,9	147,6	106,3	105,7	152,3	106,9
SALDO VIVO								
Préstamo de valores ²	54.518,5	66.737,5	62.058,2	80.866,5	60.024,0	52.604,7	62.058,2	65.648,9
Crédito de valores para su venta ³	18,2	28,5	73,6	62,2	88,1	74,2	73,6	76,8
Crédito para compra de valores ³	46,7	52,3	70,1	66,1	48,4	60,9	70,1	84,9

1. Datos disponibles: febrero 2007.

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 1.9

	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ²
NÚMERO DE EMISORES	157	155	159	59	61	48	69	36
Cédulas hipotecarias	9	9	11	7	4	5	6	5
Cedulas territoriales	2	2	5	0	1	2	3	0
Bonos y obligaciones no convertibles	50	49	46	19	23	20	18	11
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	2	4	1	1	0	0	0	0
Bonos de titulización	48	53	61	11	15	11	28	4
Programas de pagarés	58	68	68	27	22	13	20	18
De titulización	3	3	3	0	2	1	0	0
Resto de pagarés	55	65	65	27	20	12	20	18
Otras emisiones de renta fija	4	1	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	12	6	9	0	1	2	6	2
NÚMERO DE EMISIONES	257	264	335	86	85	66	98	48
Cédulas hipotecarias	17	21	37	11	8	11	7	6
Cedulas territoriales	2	3	6	0	1	2	3	0
Bonos y obligaciones no convertibles	95	93	115	32	30	27	26	18
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3	4	1	1	0	0	0	0
Bonos de titulización	48	54	82	14	23	11	34	4
Programas de pagarés	62	81	83	28	22	13	20	18
De titulización	3	3	3	0	2	1	0	0
Resto de pagarés	59	78	80	28	20	12	20	18
Otras emisiones de renta fija	5	1	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	26	7	11	0	1	2	8	2
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	329.962,3	414.147,2	523.131,4	134.758,3	120.852,7	121.497,2	146.023,2	99.734,6
Cédulas hipotecarias	19.074,0	35.560,0	44.250,0	21.200,0	7.070,0	10.950,0	5.030,0	8.050,0
Cedulas territoriales	1.600,0	1.775,0	5.150,0	0,0	150,0	1.800,0	3.200,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	38.093,6	41.907,1	46.687,5	14.189,4	14.246,1	9.980,0	8.272,0	6.762,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	97,4	162,8	68,1	68,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	50.524,8	69.044,3	91.607,7	19.423,2	22.645,8	9.772,4	39.766,4	7.631,0
Tramo nacional	38.099,5	63.908,3	85.099,9	19.423,2	21.696,6	9.772,4	34.207,8	7.631,0
Tramo internacional	12.425,3	5.136,0	6.507,8	0,0	949,2	0,0	5.558,6	0,0
Pagarés de empresa ³	214.602,8	264.252,7	334.457,0	79.877,5	76.710,8	88.897,9	88.970,8	77.211,6
De titulización	3.723,6	2.767,0	1.992,7	874,4	1.790	802,3	137,0	98,0
Resto de pagarés	210.879,2	261.485,7	332.464,3	79.003,1	76.531,8	88.095,6	88.833,8	77.113,6
Otras emisiones de renta fija	428,1	89,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	5.541,5	1.356,0	911,0	0,0	30,0	97,0	784,0	80,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	8.871,2	11.078,5	27.361,5	5.516,8	3.961,7	4.725,8	13.157,2	4.875,0
Emisiones aseguradas	97.791,9	94.368,0	92.213,5	19.740,6	22.634,1	9.772,4	40.066,4	7.631,0

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

2. Datos disponibles: febrero 2007.

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

Admisión al mercado AIAF

CUADRO 1.10

Importes nominales en millones de euros	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ¹
Total	353.772,2	425.137,4	507.525,3	124.138,9	121.163,7	126.312,2	135.910,4	103.799,8
Pagarés	211.984,5	263.728,9	332.328,4	80.313,4	74.889,3	89.005,7	88.120,0	78.246,0
Bonos y obligaciones	63.878,7	56.771,5	45.155,4	13.508,0	13.213,4	11.980,0	6.454,0	6.666,6
Cédulas hipotecarias	20.550,0	31.600,0	43.720,0	20.250,0	6.870,0	10.100,0	6.500,0	7.500,0
Cédulas territoriales	2.300,0	1.775,0	2.650,0	0,0	150,0	300,0	2.200,0	1.500,0
Bonos de titulización	50.884,7	67.480,5	83.042,5	10.067,6	26.040,9	14.806,6	32.127,5	9.525,2
Participaciones preferentes	4.174,3	3.781,5	629,0	0,0	0,0	120,0	509,0	362,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1. Datos disponibles: febrero 2007.

AIAF. Emisores, emisiones y saldo vivo

CUADRO 1.11

	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ¹
NÚMERO DE EMISORES	324	384	438	391	402	416	438	444
Pagarés	63	66	69	67	65	69	69	69
Bonos y obligaciones	76	82	80	86	88	91	80	92
Cédulas hipotecarias	10	12	14	12	14	14	14	15
Cédulas territoriales	3	3	5	3	3	4	5	6
Bonos de titulización	163	211	257	215	226	236	257	262
Participaciones preferentes	33	42	46	42	42	42	46	49
Bonos matador	20	20	20	20	20	20	20	19
NÚMERO DE EMISIONES	2.459	2.836	3.681	3.131	3.362	3.507	3.681	3.965
Pagarés	1.593	1.724	2.242	1.977	2.138	2.199	2.242	2.467
Bonos y obligaciones	271	329	398	346	364	385	398	413
Cédulas hipotecarias	41	54	83	61	67	77	83	88
Cédulas territoriales	5	8	11	8	9	10	11	12
Bonos de titulización	468	631	856	650	696	746	856	892
Participaciones preferentes	47	58	65	58	58	60	65	69
Bonos matador	34	32	26	31	30	30	26	24
SALDO VIVO² (millones de euros)	307.428,8	448.679,3	588.942,3	478.512,6	513.817,5	548.592,0	588.942,3	615.367,0
Pagarés	45.176,7	57.719,4	70.778,6	58.842,1	60.110,4	67.489,2	70.778,6	75.906,9
Bonos y obligaciones	68.044,8	103.250,7	131.107,8	113.875,2	121.429,5	128.308,6	131.107,8	134.644,4
Cédulas hipotecarias	57.324,5	90.550,0	129.710,0	107.240,0	114.110,0	124.210,0	129.710,0	137.210,0
Cédulas territoriales	5.800,0	7.575,0	9.525,0	7.575,0	7.725,0	8.025,0	9.525,0	11.025,0
Bonos de titulización	109.862,5	164.810,0	222.866,1	166.356,4	185.878,7	195.875,4	222.866,1	231.444,1
Participaciones preferentes	18.705,1	22.486,6	23.115,6	22.486,6	22.486,6	22.606,6	23.115,6	23.417,6
Bonos matador	2.515,1	2.287,6	1.839,2	2.137,3	2.077,2	2.077,2	1.839,2	1.719,0

1. Datos disponibles: febrero 2007.

2. Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ¹
POR TIPO DE ACTIVO. Total	572.030,0	877.812,1	910.493,9	209.123,8	216.705,3	214.330,4	270.334,3	190.342,0
Pagarés	291.902,6	408.185,0	489.069,5	104.399,0	104.543,9	139.298,9	140.827,7	105.561,1
Bonos y obligaciones	51.263,3	86.585,7	82.421,1	19.847,9	25.043,4	17.962,7	19.567,1	18.628,9
Cédulas hipotecarias	46.014,4	60.060,9	70.113,5	20.517,9	12.326,1	15.466,1	21.803,3	13.785,0
Cédulas territoriales	3.356,9	2.740,1	3.659,1	117,1	335,1	618,0	2.588,9	620,5
Bonos de titulización	171.724,6	313.778,5	257.628,9	62.263,9	72.344,6	39.549,6	83.470,8	50.259,8
Participaciones preferentes	4.139,4	4.046,2	4.647,8	1.165,5	1.018,1	952,2	1.512,0	1.078,1
Bonos matador	3.628,8	2.415,7	2.954,1	812,4	1.094,2	482,8	564,7	408,6
POR TIPO DE OPERACIÓN. Total	572.030,0	877.812,0	910.493,9	209.123,8	216.705,3	214.330,4	270.334,3	190.342,0
Simple	242.333,0	322.819,0	386.368,8	90.070,2	93.496,4	84.178,3	118.623,9	72.521,4
Repo	197.778,0	284.520,0	330.839,9	68.363,9	72.340,1	91.538,6	98.597,3	80.258,2
Simultánea	131.919,0	270.473,0	193.285,1	50.689,7	50.868,8	38.613,5	53.113,1	37.562,4

1. Datos disponibles: febrero 2007.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.13

Importes nominales en millones de euros	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ¹
Total	430.127,3	591.837,2	702.608,8	155.442,7	162.265,7	171.695,1	213.205,3	150.828,4
Sociedades no financieras	176.479,7	218.139,5	260.108,1	54.377,2	53.542,0	74.115,1	78.073,8	56.044,5
Instituciones financieras	138.401,6	218.381,1	247.876,4	57.340,0	58.287,2	63.569,6	68.679,6	43.481,0
Entidades de crédito	43.446,8	71.118,9	83.999,1	15.192,9	23.187,9	19.304,5	26.313,7	10.502,4
II, seguros y fondos de pensiones	90.163,8	138.580,4	145.911,5	36.906,3	31.090,9	40.199,8	37.714,5	27.752,9
Otras entidades financieras	4.790,9	8.681,8	17.965,8	5.240,8	4.008,4	4.065,2	4.651,4	5.225,7
Administraciones públicas	1.695,9	5.629,4	7.058,9	1.360,2	2.070,3	1.311,1	2.317,3	1.718,7
Hogares e ISFLSH ²	16.100,1	14.433,3	23.675,9	6.131,9	6.017,3	4.445,8	7.080,9	13.817,3
Resto del mundo	97.450,1	135.253,9	163.889,4	36.233,4	42.348,9	28.253,5	57.053,7	35.766,8

1. Datos disponibles: febrero 2007.

2. Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

Admisión a bolsa. Expedientes registrados en la CNMV

CUADRO 1.14

	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ¹
IMPORTES NOMINALES (millones de euros)	113,3	1.234,6	68,1	68,1	0	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	50,0	1.140,0	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	63,3	94,6	68,1	68,1	0	0	0	0
Otros	0	0	0	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EXPEDIENTES	3	6	1	1	0	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	1	3	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	2	3	1	1	0	0	0	0
Otros	0	0	0	0	0	0	0	0

1. Datos disponibles: febrero 2007.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.15

	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ¹
NÚMERO DE EMISIONES	264	267	264	259	254	261	264	256
Emisores privados	113	122	131	121	115	123	131	130
Sociedades no financieras	28	22	18	23	20	18	18	17
Instituciones financieras privadas	85	100	113	98	95	105	113	113
Administraciones públicas	151	145	133	138	139	138	133	126
Comunidades Autónomas	87	92	89	91	92	91	89	89
NÚMERO DE EMISORES	52	56	57	57	55	56	57	56
Emisores privados	35	39	40	40	38	39	40	40
Sociedades no financieras	12	12	10	13	11	10	10	10
Instituciones financieras privadas	23	27	30	27	27	29	30	30
Administraciones públicas	17	17	17	17	17	17	17	16
Comunidades Autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
SALDO VIVO² (millones de euros)	14.460,0	16.323,0	17.105,4	16.005,2	15.767,6	16.914,7	17.105,4	18.011,0
Emisores privados	4.533,2	5.507,3	6.784,3	5.436,4	4.961,4	5.973,3	6.784,3	6.665,6
Sociedades no financieras	1.244,7	835,4	492,1	846,7	492,2	491,9	492,1	486,3
Instituciones financieras privadas	3.288,5	4.671,9	6.292,2	4.589,7	4.469,2	5.481,5	6.292,2	6.179,3
Administraciones públicas ³	9.926,8	10.816,1	10.321,1	10.568,8	10.806,2	10.941,3	10.321,1	10.197,9
Comunidades Autónomas	7.198,2	8.457,2	8.319,8	8.219,0	8.456,4	8.591,6	8.319,8	8.356,3

1. Datos disponibles: febrero 2007.

2. Importes nominales.

3. No incluye deuda anotada.

Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.16

	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ¹
Importes nominales en millones de euros								
Mercado electrónico	227,0	220,0	257,3	36,6	160,1	22,8	37,7	23,0
Corros	490,1	4.538,3	5.009,9	356,8	112,9	2.641,2	1.899,0	309,5
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	50,4	4.404,2	4.879,6	319,7	75,3	2.616,8	1.867,8	285,1
Bilbao	309,2	9,2	24,8	6,9	14,0	1,3	2,6	0,9
Valencia	130,5	124,8	105,5	30,2	23,6	23,1	28,5	23,6
Deuda anotada	40,8	36,1	35,6	8,0	9,9	7,9	9,9	4,4
Deuda Comunidades Autónomas	76.258,8	83.204,0	84.443,6	22.424,6	22.471,4	21.182,1	18.365,4	12.301,9

1. Datos disponibles: febrero 2007.

Sistemas organizados de negociación: SENAF y MTS. Contratación de deuda pública por modalidad

CUADRO 1.17

	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ¹
Importes nominales en millones de euros								
Total	381,1	219,5	175,1	56,1	37,1	45,5	36,4	18,9
Simples	104,1	71,0	94,3	21,1	19,2	34,9	19,1	10,3
Simultáneas	274,8	148,5	80,2	34,4	17,9	10,6	17,3	8,6
Otras operaciones	2,2	0,1	0,6	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0

1. Datos disponibles: febrero 2007.

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF CUADRO 1.18

	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ¹
Número de contratos								
Sobre deuda	98	46	15	4	4	4	3	0
Futuro sobre bono nomenclal ²	98	46	15	4	4	4	3	0
Sobre Ibex 35 ^{3,4}	4.767.871	5.490.958	7.119.853	1.597.856	1.845.622	1.677.721	1.998.653	1.361.385
Futuro sobre Ibex 35 plus	4.354.868	4.935.648	6.408.961	1.427.108	1.680.845	1.545.699	1.755.309	1.251.583
Futuro mini sobre Ibex 35	118.250	114.563	159.830	33.899	45.390	34.313	46.228	34.987
Opción call mini	148.119	232.825	288.542	71.732	52.077	48.399	116.334	31.321
Opción put mini	146.634	207.922	262.521	65.118	67.310	49.310	80.783	43.493
Sobre acciones ⁵	20.255.113	29.728.916	33.655.790	11.080.20	7.823.784	6.354.792	8.397.012	2.420.485
Futuros	12.054.799	18.813.689	21.229.811	7.383.221	4.663.777	4.294.517	4.888.296	699.928
Opción call	5.226.872	6.803.863	7.664.125	2.360.127	1.533.493	1.183.228	2.587.277	921.173
Opción put	2.973.442	4.111.364	4.761.854	1.336.854	1.626.514	877.047	921.439	799.384

Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex

Sobre deuda ⁶	2.815.703	1.440.370	1.117.956	318.249	319.145	258.349	222.213	112.769
Sobre índices ⁷	1.784.965	1.080.801	1.423.441	300.540	461.528	374.207	287.166	122.154

1. Datos disponibles: febrero 2007.

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 1.19

	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ¹
WARRANTS²								
Importe de las primas (millones de euros)	1.525,3	1.840,0	5.144,3	1.882,1	906,7	642,5	1.713,0	1.186,0
Sobre acciones	929,0	1.180,8	3.697,6	1.232,9	755,8	465,8	1.243,1	949,4
Sobre índices	553,8	559,9	1.064,9	390,4	124,5	135,8	414,2	158,6
Otros ³	42,5	99,3	381,8	258,8	26,5	40,9	55,6	78,0
Número de emisiones	1.600	1.720	4.063	985	755	671	1.652	1.284
Número de emisores	7	6	8	5	5	7	7	6
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	247,7	112,2	206,8	45,6	18,0	101,2	42,0	31,0
Sobre acciones	195,3	87,8	196,2	45,0	18,0	101,2	32,0	25,0
Sobre índices	48,7	16,4	0,6	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros ³	3,8	8,0	10,0	0,0	0,0	0,0	10,0	6,0
Número de emisores	31	13	12	4	1	3	4	2
Número de emisiones	8	4	4	3	1	2	2	2

1. Datos disponibles: febrero 2007.

2. Incluye emisiones que no requieren un folleto de emisión previo en aplicación de la normativa sobre folletos de emisión.

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 1.20

	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	1.826,9	2.142,4	2.907,4	730,3	773,2	554,0	849,9	718,2
Sobre acciones nacionales	1.141,7	1.431,7	1.803,9	447,4	411,8	341,4	603,3	503,4
Sobre acciones extranjeras	95,1	155,8	294,7	85,4	66,5	45,0	97,8	89,7
Sobre índices	550,7	516,8	727,4	184,7	273,9	149,6	119,2	106,5
Otros ²	39,3	38,0	81,4	12,8	21,0	18,0	29,6	18,6
Número de emisiones ³	2.207	2.520	4.284	1.692	1.834	1.991	2.475	2.536
Número de emisores ³	8	8	9	8	7	9	9	9
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	78,6	69,8	58,8	20,6	11,5	11,4	15,3	8,6
Número de emisiones ³	16	15	14	12	12	11	11	9
Número de emisores ³	5	5	5	5	5	4	4	3
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	-	-	-	-	-	609,1	1.218,0	444,4
Número de fondos	-	-	-	-	-	2	5	5
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	-	-	-	-	-	204,4	376,8	nd

1. Datos disponibles: febrero 2007.

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 periodo.

4. En las Instituciones de Inversión Colectiva extranjeras se incluye el volumen de inversión comercializado.

nd: Dato no disponible.

1.3.3 Derivados no financieros

Negociación en MFAO¹

CUADRO 1.21

	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ²
Número de contratos								
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante ³	10.693	21.145	35.079	14.620	7.032	7.027	6.400	10.459

1. Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2. Datos disponibles: febrero 2007.

3. Nominal del contrato: 1.000 kg.

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ¹
Sociedades de valores								
Entidades nacionales	48	46	47	45	45	46	47	46
Sucursales	90	96	108	96	102	107	108	93
Representantes	6.453	6.562	6.610	6.494	6.617	6.587	6.610	6.489
Agencias de valores								
Entidades nacionales	55	56	57	57	59	58	57	56
Sucursales	13	11	11	11	11	10	11	12
Representantes	363	516	589	549	575	585	589	593
Sociedades gestoras de cartera								
Entidades nacionales	21	17	15	17	15	15	15	15
Sucursales	4	4	4	4	4	4	4	4
Representantes	3	14	5	13	4	4	5	6
Entidades de crédito ²	207	206	204	205	205	205	204	204

1. Datos disponibles: febrero 2007.

2. Fuente: Banco de España.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ¹
Total	1.107	1.196	1.321	1.219	1.260	1.296	1.321	1.340
ESI ² en el Espacio Económico Europeo	801	867	973	887	923	950	973	993
Con sucursal	19	18	22	17	16	17	22	23
En libre prestación de servicios	782	849	951	870	907	933	951	970
Entidades de crédito ³	306	329	348	332	337	346	348	347
Comunitarias	297	320	339	323	328	337	339	339
Con sucursal	37	38	44	38	40	42	44	45
En libre prestación de servicios	259	281	294	284	287	294	294	293
Filiales en libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	1	1
Extracomunitarias	9	9	9	9	9	9	9	8
Con sucursal	8	8	8	8	8	8	8	7
En libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	1	1

1. Datos disponibles: febrero 2007.

2. Empresas de Servicios de Inversión.

3. Fuente: Banco de España.

Intermediación de operaciones al contado

CUADRO 2.3

Millones de euros	IV 2005				IV 2006			
	Bolsas nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total	Bolsas nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total
RENTA FIJA								
Total	13.824	2.331.405	363.124	2.708.353	4.395	2.695.533	280.170	2.980.098
Sociedades de valores	13.660	371.500	25.946	411.106	4.280	251.823	41.799	297.902
Agencias de valores	164	1.959.905	337.178	2.297.247	115	2.443.710	238.371	2.682.196
RENTA VARIABLE								
Total	334.893	1.366	24.935	361.194	536.382	2.542	25.130	564.054
Sociedades de valores	315.638	535	18.080	334.253	495.729	1.480	20.836	518.045
Agencias de valores	19.255	831	6.855	26.941	40.653	1.062	4.294	46.009

Intermediación de operaciones de derivados¹

CUADRO 2.4

Millones de euros	IV 2005				IV 2006			
	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total
Total	205.698	1.129.199	794.394	2.129.291	215.709	1.833.111	1.052.004	3.100.824
Sociedades de valores	89.804	223.152	25.032	337.988	108.923	253.953	5.164	368.040
Agencias de valores	115.894	906.047	769.362	1.791.303	106.786	1.579.158	1.046.840	2.732.784

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.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 2.5

	IV 2005			IV 2006		
	Total	IIC	Otras ¹	Total	IIC	Otras ¹
NÚMERO DE CARTERAS						
Total	15.911	95	15.816	16.278	85	16.193
Sociedades de valores	9.239	16	9.223	8.230	22	8.208
Agencias de valores	2.648	45	2.603	3.977	28	3.949
Sociedades gestoras de cartera	4.024	34	3.990	4.071	35	4.036
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)						
Total	9.310.619	1.023.135	8.287.484	12.940.268	1.256.154	11.684.114
Sociedades de valores	3.978.041	330.092	3.647.949	5.195.618	646.377	4.549.241
Agencias de valores	2.202.293	450.063	1.752.230	3.498.993	328.284	3.170.709
Sociedades gestoras de cartera	3.130.285	242.980	2.887.305	4.245.657	281.493	3.964.164

1. 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 agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores

CUADRO 2.6

Millones de euros ¹	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ²
I. MARGEN FINANCIERO	78.435	57.653	17.325	-11.325	-8.354	20.034	17.325	17.254
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	-44.315	200.360	48.335	5.174	63.438	138.978	48.335	17.296
III. COMISIONES NETAS	539.154	653.273	775.377	194.350	358.392	548.181	775.377	73.270
Comisiones percibidas	700.061	847.524	1.009.089	249.415	469.809	716.306	1.009.089	94.031
Tramitación y ejecución de órdenes	449.067	526.241	629.952	164.460	298.730	432.407	629.952	63.636
Colocación y aseguramiento de emisiones	39.904	58.685	73.278	16.566	28.009	61.443	73.278	826
Depósito y anotación de valores	15.237	17.593	22.367	5.215	10.742	16.322	22.367	1.980
Gestión de carteras	14.141	20.599	23.883	6.502	11.284	16.119	23.883	2.195
Diseño y asesoramiento	35.131	52.180	55.918	10.976	24.910	42.403	55.918	7.765
Búsqueda y colocación de paquetes	12	6	0	3	5	6	0	9
Operaciones de crédito al mercado	128	56	33	8	20	27	33	2
Suscripción y reembolso en IIC	104.909	118.871	141.312	33.767	67.301	102.479	141.312	12.165
Otras	41.532	53.293	62.346	11.918	28.808	45.100	62.346	5.453
Comisiones satisfechas	160.907	194.251	233.712	55.065	111.417	168.125	233.712	20.761
IV. MARGEN ORDINARIO	573.274	911.286	841.037	188.199	413.476	707.193	841.037	107.820
V. MARGEN DE EXPLOTACION	207.113	498.362	395.105	77.226	197.008	383.776	395.105	70.303
VII. RESULTADO DESPUES DE IMPUESTOS	215.903	266.734	430.651	102.116	211.316	484.790	430.651	96.553

1. Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. A partir de 2005 incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2. Datos disponibles: enero de 2007.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.7

Millones de euros ¹	Total		Margen financiero		Cartera de valores		Otras dotaciones	
	IV 2005	IV 2006	IV 2005	IV 2006	IV 2005	IV 2006	IV 2005	IV 2006
Total	251.640	65.239	57.653	17.325	200.360	48.335	-6.373	-421
Activos monetarios y deuda pública	-6.041	2.408	9.690	9.464	-15.731	-7.056	0	0
Otros valores de renta fija	57.296	50.950	16.573	40.820	40.723	10.130	0	0
Cartera interior	54.933	46.650	12.535	37.172	42.398	9.478	0	0
Cartera exterior	2.363	4.300	4.038	3.648	-1.675	652	0	0
Renta variable	85.092	192.668	42.058	69.584	43.034	123.084	0	0
Cartera interior	53.885	219.189	19.435	39.294	34.450	179.895	0	0
Cartera exterior	31.207	-26.521	22.623	30.290	8.584	-56.811	0	0
Derivados	137.772	-66.372	0	0	137.772	-66.372	0	0
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-853	-13.452	-853	-13.452	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	-59.909	-128.602	-59.909	-128.602	0	0	0	0
Otras operaciones	38.283	27.639	50.094	39.511	-5.438	-11.451	-6.373	-421

1. Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. A partir de 2005 incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.8

Millones de euros ¹	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ²
I. MARGEN FINANCIERO	7.677	10.665	12.934	1.857	4.713	10.041	12.934	1.615
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	622	3.306	3.906	1.112	1.011	1.796	3.906	147
III. COMISIONES NETAS	157.362	184.113	233.447	60.289	121.371	172.783	233.447	23.581
Comisiones percibidas	191.091	229.752	297.030	74.145	152.278	218.924	297.030	29.276
Tramitación y ejecución de órdenes	88.168	97.948	114.111	29.254	57.124	83.035	114.111	10.867
Colocación y aseguramiento de emisiones	1.355	3.821	3.183	770	1.197	2.074	3.183	119
Depósito y anotación de valores	1.389	1.357	1.520	486	849	1.280	1.520	82
Gestión de carteras	13.747	14.868	28.672	8.083	15.925	22.916	28.672	3.133
Diseño y asesoramiento	1.959	2.664	2.360	329	1.302	1.703	2.360	136
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	0	0	239
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Suscripción y reembolso en IIC	26.452	46.171	68.513	14.426	32.237	49.242	68.513	5.928
Otras	58.021	62.923	78.671	20.797	43.644	58.674	78.671	8.772
Comisiones satisfechas	33.729	45.639	63.583	13.856	30.907	46.141	63.583	5.695
IV. MARGEN ORDINARIO	165.661	198.084	250.287	63.258	127.095	184.620	250.287	25.343
V. MARGEN DE EXPLOTACION	43.424	66.420	95.026	25.539	53.143	76.220	95.026	13.451
VI. RESULTADO DESPUES DE IMPUESTOS	20.763	38.264	62.449	23.682	49.040	74.660	62.449	18.172

1. Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. A partir de 2005 incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2. Datos disponibles: enero de 2007.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera

CUADRO 2.9

Millones de euros ¹	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ²
I. MARGEN FINANCIERO	550	575	895	142	334	594	895	1.615
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	89	65	6	13	7	-5	6	-5
III. COMISIONES NETAS	15.155	17.164	15.195	3.447	6.789	10.146	15.195	1.434
Comisiones percibidas	15.868	25.508	27.625	6.529	13.196	19.789	27.625	2.620
Gestión de carteras	10.450	18.813	22.068	5.582	11.190	16.893	22.068	2.138
Diseño y asesoramiento	3.265	4.380	4.951	771	1.494	2.252	4.951	440
Suscripción y reembolso en IIC	320	592	261	159	228	228	261	3
Otras	1.833	1.723	345	17	284	416	345	39
Comisiones satisfechas	713	8.344	12.430	3.082	6.407	9.643	12.430	1.186
IV. MARGEN ORDINARIO	15.794	17.804	16.096	3.602	7.130	10.735	16.096	1.552
V. MARGEN DE EXPLOTACION	4.528	6.051	6.352	1.103	2.232	3.496	6.352	622
VI. RESULTADO DESPUES DE IMPUESTOS	1.730	3.465	4.112	706	1.609	2.479	4.112	704

1. Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. A partir de 2005 incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2. Datos disponibles: enero de 2007.

Margen de cobertura de los recursos propios sobre el coeficiente de solvencia ¹

CUADRO 2.10

Millones de euros	Exceso		Número de entidades según porcentaje del exceso									
	Importe total	% ²	< 50 ³	<100	<150	<200	<300	<400	<500	<750	<1000	>1000
Total	993.283	352,2	23	17	13	12	10	8	8	12	10	6
Agencias de valores	858.443	419,4	5	6	1	4	5	6	4	6	7	3
Sociedades gestoras de cartera	118.522	211,2	13	10	9	6	5	1	3	5	2	3
Sociedades de valores	16.318	76,9	5	1	3	2	0	1	1	1	1	0

1. Datos a diciembre 2006.

2. 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.

3. Incluye las entidades dadas de alta que no han remitido información.

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos ¹

CUADRO 2.11

Media ²	Número de entidades según su rentabilidad anualizada									
	Pérdidas	0-5%	6-15%	16-30%	31-45%	46-60%	61-75%	76-100%	>100%	
Total	57,33	11	16	13	14	13	13	6	15	18
Agencias de valores	60,7	1	4	2	4	8	7	1	9	11
Sociedades gestoras de cartera	46,13	9	11	3	7	5	5	5	5	7
Sociedades de valores	19,12	1	1	8	3	0	1	0	1	0

1. Datos a diciembre 2006.

2. Media ponderada por fondos propios, en %.

3 Instituciones de inversión colectiva *

Número, gestoras y depositarias de instituciones de inversión colectiva registradas en la CNMV

CUADRO 3.1

	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ¹
Total IIC de carácter financiero	5.717	5.841	6.010	5.876	5.911	5.966	6.010	6.061
Fondos de inversión	2.620	2.723	2.853	2.758	2.791	2.829	2.853	2.887
Sociedades de inversión	3.097	3.118	3.150	3.118	3.120	3.137	3.150	3.166
IIC de IIC de inversión libre	-	-	2	-	-	-	2	2
IIC de inversión libre	-	-	5	-	-	-	5	6
Total IIC inmobiliarias	9	13	17	13	15	15	17	17
Fondos de inversión inmobiliaria	7	7	9	7	9	9	9	9
Sociedades de inversión inmobiliaria	2	6	8	6	6	6	8	8
Total IIC extranjeras comercializadas en España	238	260	340	266	280	312	340	352
Fondos extranjeros comercializados en España	93	115	163	116	122	144	163	168
Sociedades extranjeras comercializadas en España	145	145	177	150	158	168	177	184
SGIIC	116	112	114	112	113	113	114	116
Depositarias IIC	137	135	132	133	133	132	132	129

1. Datos disponibles: febrero 2007.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ¹
Total IIC de carácter financiero	8.261.376	8.869.084	9.048.207	9.448.055	9.437.286	9.348.199	9.048.207	-
Fondos de inversión	7.880.076	8.450.164	8.637.781	9.026.533	9.015.250	8.924.673	8.637.781	8.652.801
Sociedades de inversión	381.300	418.920	410.403	421.522	422.036	423.526	410.403	-
IIC de IIC de inversión libre	-	-	2	-	-	-	2	2
IIC de inversión libre	-	-	21	-	-	-	21	29
Total IIC inmobiliarias	86.490	119.113	151.053	127.634	131.882	140.284	151.053	nd
Fondos de inversión inmobiliaria	86.369	118.857	150.304	127.181	131.416	139.818	150.304	nd
Sociedades de inversión inmobiliaria	121	256	749	453	466	466	749	750
Total IIC extranjeras comercializadas en España	321.805	560.555	779.134	721.697	753.416	806.305	779.165	-
Fondos extranjeros comercializados en España	51.364	104.089	144.108	135.069	140.263	141.164	144.139	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	270.441	456.466	635.026	586.628	613.153	665.141	635.026	-

1. Datos disponibles: enero 2007.

nd: Dato no disponible.

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ¹
Total IIC de carácter financiero	261.191,7	289.810,7	300.584,0	300.438,4	297.721,9	300.523,1	300.584,0	301.688,2
Fondos de inversión	236.088,4	262.200,9	270.406,3	271.765,1	269.777,9	271.361,1	270.406,3	270.823,9
Sociedades de inversión	25.103,3	27.609,8	30.152,7	28.673,3	27.944,0	29.162,1	30.152,7	30.817,3
IIC de IIC de inversión libre	-	-	0,6	-	-	-	0,6	0,6
IIC de inversión libre	-	-	24,4	-	-	-	24,4	46,4
Total IIC inmobiliarias	4.434,4	6.690,8	9.052,0	7.411,7	8.078,3	8.450,7	9.052,0	nd
Fondos de inversión inmobiliaria	4.377,9	6.476,9	8.595,9	7.040,3	7.703,9	8.072,8	8.595,9	nd
Sociedades de inversión inmobiliaria	56,4	213,9	456,1	371,4	374,4	377,9	456,1	456,1
Total IIC extranjeras comercializadas en España	17.785,6	33.668,1	44.102,9	41.994,5	41.655,8	41.595,1	44.102,9	-
Fondos extranjeros comercializados en España	3.498,1	8.267,3	12.099,3	10.133,9	10.687,5	10.719,6	12.099,3	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	14.287,4	25.400,8	32.003,5	31.860,6	30.968,3	30.875,5	32.003,5	-

1. Datos disponibles: enero 2007.

nd: Dato no disponible.

* 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.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión de carácter financiero¹

CUADRO 3.4

Millones de euros				2006				2007
	2004	2005	2006	I	II	III	IV	I ²
Patrimonio	236.088,4	262.200,9	270.406,9	271.765,1	269.777,9	271.361,1	270.406,9	270.824,5
Liquidez	6.506,5	8.207,5	10.462,9	9.092,9	9.645,5	11.860,2	10.462,9	9.874,2
Inversión en cartera	230.212,7	255.273,6	260.002,9	263.884,8	260.197,9	259.249,8	260.002,9	261.050,3
Cartera interior	114.058,9	123.683,6	127.355,4	124.440,9	126.390,2	126.103,1	127.355,4	129.485,7
Acciones	9.578,3	11.602,1	13.806,8	12.640,3	12.095,5	13.614,7	13.806,8	14.038,8
Participaciones en fondos de inversión	16.782,6	17.255,9	17.322,8	18.231,7	18.518,1	17.148,5	17.322,8	16.768,4
Activos monetarios públicos	4.434,9	4.149,4	2.887,7	4.462,7	4.265,2	3.877,0	2.887,7	3.243,8
Otros valores de renta fija pública	11.422,9	10.088,7	9.891,6	9.201,4	9.436,1	9.929,2	9.891,6	10.259,1
Activos monetarios privados	19.735,9	26.850,7	28.483,2	25.280,6	27.334,4	27.931,5	28.483,2	29.573,9
Otra renta fija privada	14.235,6	18.835,6	23.105,3	19.695,8	19.913,9	20.985,5	23.105,3	23.329,7
Warrants y opciones nacionales	157,0	483,1	603,3	610,5	479,6	580,0	603,3	661,0
Adquisición temporal de activos	37.706,7	34.417,8	31.229,4	34.317,8	34.347,2	32.036,3	31.229,4	31.585,9
Cartera no cotizada	5,0	0,2	25,4	0,2	0,2	0,2	25,4	25,3
Cartera exterior	116.153,8	131.590,0	132.647,4	139.444,0	133.807,6	133.146,7	132.647,4	131.564,6
Euros	107.682,4	118.871,5	118.664,1	124.128,9	120.406,0	119.488,4	118.664,1	117.767,2
Acciones	7.065,6	8.925,1	11.418,0	10.499,0	9.713,5	10.459,1	11.418,0	11.963,7
Participaciones en fondos de inversión	11.184,8	15.986,0	23.414,2	21.995,1	24.000,6	23.961,8	23.414,2	22.783,0
Renta fija	86.833,3	90.220,7	78.933,4	87.208,2	83.048,1	80.881,9	78.933,4	78.009,5
Warrants y opciones internacionales	2.598,8	3.739,7	4.898,7	4.426,6	3.643,8	4.185,5	4.898,7	5.011,0
Cartera no cotizada	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto	8.471,4	12.718,5	13.983,3	15.315,1	13.401,6	13.658,3	13.983,3	13.797,4
Acciones	4.991,0	7.019,5	7.343,0	7.836,9	6.898,3	6.992,1	7.343,0	7.468,0
Participaciones en fondos de inversión	2.576,7	4.395,6	5.491,5	6.026,8	5.208,4	5.441,2	5.491,5	5.160,6
Renta fija	875,9	1.204,8	1.011,7	1.307,2	1.154,6	1.103,4	1.011,7	994,5
Warrants y opciones internacionales	27,7	97,2	136,0	142,9	139,0	120,3	136,0	173,0
Cartera no cotizada	0,0	1,4	1,2	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2
Saldo neto (Deudores - Acreedores)	-630,9	-1.280,3	-58,8	-1.212,6	-65,5	251,1	-58,8	-100,0

1. No se incluyen los datos de los Fondos de inversión libre por no disponer de los mismos debido a estar regulados por distinta circular contable.

2. Datos disponibles: enero 2007.

Distribución del patrimonio social de las sociedades de inversión de carácter financiero

CUADRO 3.5

Millones de euros				2006				2007
	2004	2005	2006	I	II	III	IV	I ¹
Patrimonio	25.103,3	27.610,0	30.152,7	28.673,3	27.944,0	29.162,1	30.152,7	30.817,3
Liquidez	632,6	728,9	802,2	711,5	809,5	813,7	802,2	820,8
Inversión en cartera	24.338,5	26.884,9	29.294,1	27.973,1	27.048,0	28.258,3	29.294,1	29.922,9
Cartera interior	13.710,4	13.851,1	15.553,8	14.095,7	14.030,6	14.970,1	15.553,8	15.658,0
Acciones	4.831,2	5.906,5	6.727,3	6.223,8	5.834,2	6.581,5	6.727,3	6.986,4
Participaciones en fondos de inversión	755,2	941,2	1.095,0	923,7	893,6	1.093,6	1.095,0	1.146,5
Activos monetarios públicos	90,0	128,1	463,4	137,2	152,0	445,8	463,4	382,5
Otros valores de renta fija pública	754,8	897,0	678,2	835,8	867,8	754,8	678,2	691,5
Activos monetarios privados	152,0	359,1	555,4	377,5	442,0	497,5	555,4	603,9
Otra renta fija privada	339,5	397,3	554,8	457,4	446,7	540,0	554,8	570,5
Warrants y opciones nacionales	7,3	15,3	19,7	13,5	11,5	12,6	19,7	24,2
Adquisición temporal de activos	6.779,2	5.206,2	5.459,1	5.126,4	5.382,4	5.044,0	5.459,1	5.251,8
Cartera no cotizada	1,2	0,3	0,8	0,4	0,3	0,3	0,8	0,8
Cartera exterior	10.628,1	13.033,8	13.740,3	13.877,5	13.017,3	13.288,3	13.740,3	14.264,8
Euros	7.590,0	9.178,6	9.847,7	9.724,4	9.361,2	9.555,0	9.847,7	10.176,1
Acciones	2.315,2	2.885,6	3.379,9	3.191,4	2.962,4	3.064,0	3.379,9	3.595,5
Participaciones en fondos de inversión	2.520,8	3.351,6	4.169,1	3.737,3	3.758,3	4.001,5	4.169,1	4.286,9
Renta fija	2.642,5	2.755,8	2.041,5	2.568,3	2.404,3	2.236,0	2.041,5	2.054,7
Warrants y opciones internacionales	109,8	185,7	257,2	227,5	236,1	253,5	257,2	236,6
Cartera no cotizada	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,3
Resto	3.038,0	3.855,2	3.892,6	4.153,0	3.656,1	3.733,3	3.892,6	4.088,8
Acciones	1.888,0	2.173,9	2.104,7	2.261,4	2.036,0	2.067,3	2.104,7	2.210,4
Participaciones en fondos de inversión	934,1	1.403,7	1.517,7	1.641,2	1.376,4	1.422,5	1.517,7	1.620,3
Renta fija	214,4	270,0	234,8	240,7	234,1	235,7	234,8	220,7
Warrants y opciones internacionales	1,6	7,5	11,3	9,7	9,6	7,8	11,3	12,3
Cartera no cotizada	0,0	0,1	24,1	0,1	0,0	0,0	24,1	25,0
Saldo neto (Deudores - Acreedores)	132,2	-3,8	56,4	-11,3	86,6	90,0	56,4	73,6

1. Datos disponibles: enero 2007.

Fondos de inversión de carácter financiero: Número, partícipes y patrimonio por tipo de fondo¹

CUADRO 3.6

	2004	2005	2006	2005				2006
				IV	I	II	III	IV
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	2.594	2.705	2.824	2.705	2.743	2.771	2.803	2.824
Renta fija ²	627	624	606	624	611	612	613	606
Renta fija mixta ³	231	217	212	217	214	208	210	212
Renta variable mixta ⁴	232	222	222	222	222	222	222	222
Renta variable nacional	110	116	118	116	117	116	118	118
Renta variable internacional ⁵	443	454	467	454	464	465	461	467
Garantizado renta fija	191	211	220	211	215	220	218	220
Garantizado renta variable	474	514	559	514	524	535	559	559
Fondos globales	286	347	420	347	376	393	402	420
IIC de IIC de inversión libre	-	-	2	-	-	-	-	2
IIC de inversión libre	-	-	5	-	-	-	-	5
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	7.880.076	8.450.164	8.637.781	8.450.164	9.026.533	9.015.250	8.924.673	8.637.781
Renta fija ²	2.929.836	3.071.656	2.960.879	3.071.656	3.022.098	3.028.497	3.034.437	2.960.879
Renta fija mixta ³	457.701	492.988	524.827	492.988	539.666	534.893	544.308	524.827
Renta variable mixta ⁴	447.452	408.757	357.013	408.757	407.745	393.214	377.923	357.013
Renta variable nacional	333.020	365.301	317.386	365.301	417.640	391.990	371.730	317.386
Renta variable internacional ⁵	1.091.711	1.199.460	1.258.426	1.199.460	1.424.214	1.340.735	1.284.729	1.258.426
Garantizado renta fija	459.047	455.237	497.540	455.237	462.006	472.703	482.550	497.540
Garantizado renta variable	1.655.196	1.849.626	1.783.867	1.849.626	1.869.941	1.849.107	1.831.944	1.783.867
Fondos globales	506.113	607.139	937.843	607.139	883.223	1.004.111	997.052	937.843
IIC de IIC de inversión libre	-	-	2	-	-	-	-	2
IIC de inversión libre	-	-	21	-	-	-	-	21
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	236.088,4	262.200,9	270.406,3	262.200,9	271.765,1	269.777,9	271.361,1	270.406,3
Renta fija ²	120.466,7	123.890,7	116.511,9	123.890,7	117.439,6	119.929,2	118.494,2	116.511,9
Renta fija mixta ³	11.795,7	14.625,8	15.314,5	14.625,8	16.575,7	14.833,4	15.103,3	15.314,5
Renta variable mixta ⁴	9.357,3	10.005,6	10.149,2	10.005,6	10.714,0	10.142,9	10.233,6	10.149,2
Renta variable nacional	8.042,1	9.741,7	10.416,4	9.741,7	10.796,8	9.206,8	10.421,2	10.416,4
Renta variable internacional ⁵	14.623,6	20.925,1	24.799,6	20.925,1	24.644,2	21.377,3	22.361,7	24.799,6
Garantizado renta fija	13.803,5	13.442,0	14.484,8	13.442,0	13.201,8	13.398,2	14.139,1	14.484,8
Garantizado renta variable	39.658,2	45.839,8	44.796,6	45.839,8	46.441,1	44.818,0	45.642,4	44.796,6
Fondos globales	18.341,3	23.730,1	33.933,3	23.730,1	31.951,9	36.072,2	34.965,6	33.933,3
IIC de IIC de inversión libre	-	-	0,6	-	-	-	-	0,6
IIC de inversión libre	-	-	24,4	-	-	-	-	24,4

1. Fondos que han remitido estados reservados (no incluye por tanto fondos en proceso de disolución o liquidación).

2. Incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, renta fija internacional y FIAMM.

3. Incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional.

4. Incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional.

5. Incluye: hasta 2002 Renta variable internacional y Renta variable euro, a partir de 2002 Renta variable euro, Renta variable internacional Europa, Renta variable internacional Japón, Renta variable internacional EEUU, Renta variable internacional emergentes y Renta variable internacional otros.

Fondos de inversión de carácter financiero: Distribución de los partícipes y del patrimonio según la naturaleza de los partícipes

CUADRO 3.7

	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ¹
PARTÍCIPES								
Personas físicas	7.880.076	8.450.164	8.637.804	9.026.533	9.015.250	8.924.673	8.637.804	8.652.832
Residentes	7.666.310	8.202.638	8.389.315	8.776.951	8.761.826	8.674.470	8.389.315	8.406.349
No residentes	107.809	101.328	97.051	101.683	100.805	98.170	97.051	96.669
Personas jurídicas	213.766	247.526	248.489	249.582	253.424	250.203	248.489	246.483
Entidades de crédito	1.378	1.634	1.609	1.654	1.655	1.600	1.609	1.675
Otros agentes residentes	210.888	244.223	244.980	246.197	249.978	246.752	244.980	242.906
Entidades no residentes	1.500	1.669	1.900	1.731	1.791	1.851	1.900	1.902
PATRIMONIO (millones de euros)								
Personas físicas	236.088,4	262.200,9	294.827,1	271.765,1	269.777,9	271.361,1	294.827,1	317.253,0
Residentes	172.068,9	193.948,6	204.178,5	202.152,8	200.274,4	201.607,3	204.178,5	204.403,6
No residentes	168.792,7	190.753,2	200.686,8	198.923,9	197.152,4	198.501,3	200.686,8	200.882,7
Personas jurídicas	64.019,5	68.252,3	90.648,62	69.612,3	69.503,5	69.753,7	90.648,62	112.849,3
Entidades de crédito	5.128,8	4.253,2	26.542,66	4.912,1	5.376,0	4.992,6	26.542,66	46.160,75
Otros agentes residentes	54.271,1	62.749,8	62.050,26	63.293,0	62.685,7	62.863,6	62.050,26	64.564,97
Entidades no residentes	4.619,6	1.249,4	2.055,7	1.407,1	1.441,8	1.897,6	2.055,7	2.123,5

1. Datos disponibles: enero 2007.

Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo¹

CUADRO 3.8

Millones de euros	2004	2005	2006	2005		2006		
				IV	I	II	III	IV
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	144.489,9	169.807,0	194.787,4	44.640,6	60.310,0	50.177,0	37.435,8	46.864,6
Renta fija	90.646,7	108.566,1	118.705,9	27.362,3	33.928,7	29.928,1	25.539,0	29.310,1
Renta fija mixta	4.164,8	6.677,3	8.476,6	2.213,6	3.337,4	1.948,5	1.208,2	1.982,5
Renta variable mixta	1.513,1	2.065,2	2.783,6	780,8	1.056,6	642,6	375,6	708,7
Renta variable nacional	4.031,4	5.588,5	5.590,4	1.266,6	1.466,9	1.216,2	1.500,5	1.406,7
Renta variable internacional	8.166,6	14.006,2	17.662,3	4.696,2	5.979,9	4.143,8	2.688,1	4.850,4
Garantizado renta fija	7.700,7	6.923,9	6.126,2	1.451,4	1.397,3	1.480,0	1.450,3	1.798,7
Garantizado renta variable	11.373,3	13.520,7	8.914,1	2.455,2	2.399,4	2.205,3	1.852,2	2.457,2
Fondos globales	16.893,3	12.459,2	26.528,3	4.414,4	10.743,8	8.612,5	2.821,7	4.350,2
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	0,6	-	-	-	-	0,6
Fondos de inversión libre	-	-	24,4	-	-	-	-	24,4
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	125.168,6	155.304,2	198.600,1	42.590,9	55.213,2	49.106,6	41.714,4	52.565,8
Renta fija	83.463,6	107.150,9	127.469,1	30.353,8	40.719,2	27.866,4	27.519,7	31.363,9
Renta fija mixta	4.616,9	4.339,6	7.048,4	1.304,9	1.515,7	2.093,8	1.403,6	2.035,2
Renta variable mixta	2.581,1	2.602,5	3.644,7	643,2	788,1	966,6	723,8	1.166,2
Renta variable nacional	2.922,1	5.323,3	7.824,6	1.271,4	1.493,5	2.490,3	1.438,9	2.401,9
Renta variable internacional	7.594,2	11.390,2	16.490,9	3.256,3	3.805,5	6.038,3	2.794,5	3.852,6
Garantizado renta fija	5.723,2	7.014,0	5.029,3	1.864,2	1.582,7	1.306,9	695,1	1.444,6
Garantizado renta variable	9.411,5	8.931,6	11.830,1	2.040,9	2.311,8	2.901,7	2.486,6	4.130,0
Fondos globales	8.856,1	8.552,1	19.263,1	1.856,1	2.996,6	5.442,6	4.652,3	6.171,5
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	0,0	-	-	-	-	0,0
Fondos de inversión libre	-	-	0,1	-	-	-	-	0,1

1. Datos estimados.

**Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo:
Suscripciones/reembolsos netos y rendimientos netos**

CUADRO 3.9

Millones de euros	2004	2005	2006	2005		2006		
				IV	I	II	III	IV
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	18.424,3	14.444,3	-4.524,5	2.067,2	5.171,5	1.065,6	-4.292,3	-6.469,2
Renta fija	7.184,0	1.445,5	-9.423,4	-2.988,7	-6.760,5	2.070,2	-2.107,6	-2.625,5
Renta fija mixta	-440,8	2.349,6	1.539,2	920,7	1.796,1	-166,5	-36,0	-54,4
Renta variable mixta	-1.109,2	-546,5	-854,7	133,0	294,2	-319,1	-369,7	-460,0
Renta variable nacional	1.130,0	276,0	-2.219,4	-2,1	-25,7	-1.300,1	92,4	-986,0
Renta variable internacional	514,8	2.652,4	1.133,8	1.462,1	2.196,7	-1.831,4	-159,9	928,4
Garantizado renta fija	1.853,1	-354,4	1.018,9	-433,6	-205,5	176,7	694,2	353,5
Garantizado renta variable	1.222,3	4.693,6	-3.021,1	420,3	140,2	-754,4	-589,7	-1.817,2
Fondos globales	8.070,1	3.928,2	7.302,1	2.555,5	7.736,0	3.190,2	-1.816,0	-1.808,1
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	0,6	-	-	-	-	0,6
Fondos de inversión libre	-	-	24,3	-	-	-	-	24,3
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	7.038,9	11.670,2	12.733,7	1.450,3	4.393,3	-3.052,0	5.876,3	5.516,1
Renta fija	1.870,5	1.837,6	2.260,2	301,5	312,6	426,2	794,8	726,6
Renta fija mixta	444,6	620,3	606,6	54,5	190,2	-127,8	305,8	238,4
Renta variable mixta	567,8	1.053,4	984,2	125,1	401,6	-250,3	454,1	378,7
Renta variable nacional	1.182,8	1.623,7	2.882,9	-53,1	1.069,6	-290,0	1.122,0	981,2
Renta variable internacional	851,9	3.507,1	2.736,1	784,3	1.528,2	-1.427,0	1.150,6	1.484,3
Garantizado renta fija	334,0	222,8	112,3	-36,2	-34,7	11,4	101,0	34,6
Garantizado renta variable	1.470,5	1.635,5	1.995,2	34,5	463,2	-773,0	1.381,3	923,7
Fondos globales	316,8	1.169,8	1.156,2	239,7	462,6	-621,5	566,5	748,6
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	0,0	-	-	-	-	0,0
Fondos de inversión libre	-	-	0,1	-	-	-	-	0,1

Detalle de los rendimientos netos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2004	2005	2006	2005		2006		
				IV	I	II	III	IV
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	4,31	5,87	5,73	0,85	1,91	-0,84	2,44	2,15
Renta fija	2,51	2,31	2,51	0,44	0,44	0,56	0,84	0,67
Renta fija mixta	4,96	6,18	5,30	0,73	1,54	-0,51	2,39	1,89
Renta variable mixta	7,46	12,96	11,31	1,73	4,31	-1,99	4,94	4,14
Renta variable nacional	19,40	20,10	30,10	-0,09	10,85	-2,44	11,94	9,65
Renta variable internacional	7,80	22,82	13,82	4,56	7,15	-5,59	5,80	6,75
Garantizado renta fija	3,49	2,45	1,67	-0,05	-0,05	0,30	0,95	0,44
Garantizado renta variable	5,47	5,26	5,86	0,46	1,38	-1,31	3,43	2,39
Fondos globales	3,30	7,41	4,84	1,44	2,06	-1,46	1,94	2,58
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	ns	-	-	-	-	ns
Fondos de inversión libre	-	-	ns	-	-	-	-	ns
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	1,08	1,07	1,04	0,27	0,27	0,25	0,27	0,26
Renta fija	0,78	0,73	0,63	0,18	0,17	0,17	0,16	0,14
Renta fija mixta	1,29	1,24	1,21	0,31	0,30	0,30	0,31	0,31
Renta variable mixta	1,64	1,69	1,63	0,42	0,42	0,38	0,42	0,42
Renta variable nacional	1,80	1,77	1,83	0,42	0,47	0,40	0,49	0,47
Renta variable internacional	1,65	1,80	1,78	0,46	0,45	0,37	0,46	0,49
Garantizado renta fija	0,84	0,77	0,75	0,19	0,19	0,19	0,19	0,18
Garantizado renta variable	1,44	1,38	1,34	0,34	0,34	0,34	0,34	0,33
Fondos globales	1,26	1,41	1,26	0,33	0,35	0,24	0,32	0,37
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	ns	-	-	-	-	ns
Fondos de inversión libre	-	-	ns	-	-	-	-	ns
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO¹								
Total fondos de inversión	0,10	0,10	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,10	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,12	0,11	0,10	0,03	0,03	0,03	0,03	0,02
Renta variable mixta	0,11	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable nacional	0,11	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable internacional	0,12	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,09	0,09	0,09	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	0,09	0,09	0,10	0,02	0,02	0,03	0,03	0,03
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	ns	-	-	-	-	ns
Fondos de inversión libre	-	-	ns	-	-	-	-	ns

1. En el caso de los fondos de inversión libre, la cifra que aparece en este apartado son los "gastos de financiación".

ns: Dato no significativo.

Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por tipo de fondo

CUADRO 3.11

En %	2004	2005	2006	2005		2006		
				IV	I	II	III	IV
Total fondos de inversión	3,38	5,00	5,59	0,60	1,90	-0,97	2,31	2,28
Renta fija	1,65	1,53	1,95	0,25	0,25	0,38	0,68	0,63
Renta fija mixta	3,79	5,00	4,18	0,37	1,26	-0,79	2,09	1,58
Renta variable mixta	6,20	11,85	10,34	1,28	3,98	-2,26	4,61	3,78
Renta variable nacional	19,06	20,60	33,25	-0,54	11,12	-2,34	11,90	9,73
Renta variable internacional	7,55	24,18	14,98	4,34	7,54	-5,15	5,74	6,60
Garantizado renta fija	2,62	1,66	0,83	-0,25	-0,26	0,10	0,75	0,24
Garantizado renta variable	4,07	3,95	4,66	0,12	1,04	-1,64	3,12	2,12
Fondos globales	2,17	6,16	4,01	1,06	1,78	-1,60	1,61	2,21
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	ns	-	-	-	-	ns
Fondos de inversión libre	-	-	ns	-	-	-	-	ns

ns: Dato no significativo.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 3.12

	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ¹
NÚMERO DE CARTERAS								
Fondos de inversión	2.620	2.723	2.853	2.758	2.791	2.829	2.853	2.865
Sociedades de inversión	2.962	2.989	3.049	2.992	2.995	3.025	3.049	3.055
IIC de IIC de inversión libre	-	-	2	-	-	-	2	2
IIC de inversión libre	-	-	5	-	-	-	5	5
Fondos de inversión inmobiliaria	7	7	9	7	9	9	9	9
Sociedades de inversión inmobiliaria	2	6	8	6	6	6	8	8
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	236.088,4	262.200,9	270.406,3	271.765,1	269.777,9	271.361,1	270.406,3	270.823,9
Sociedades de inversión	22.923,8	25.486,0	28.992,7	27.129,2	26.644,0	27.959,5	28.992,7	29.624,4
IIC de IIC de inversión libre	-	-	0,6	-	-	-	0,6	0,6
IIC de inversión libre	-	-	24,4	-	-	-	24,4	46,4
Fondos de inversión inmobiliaria	4.377,9	6.476,9	8.595,9	7.040,3	7.703,9	8.072,8	8.595,9	nd
Sociedades de inversión inmobiliaria	56,4	213,9	456,1	371,4	374,4	377,9	456,1	456,1

1. Datos a enero 2007.

Nd: Dato no disponible.

IIC extranjeras comercializadas en España

CUADRO 3.13

	2004	2005	2006	2005	2006			
				IV	I	II	III	IV
VOLUMEN DE INVERSIÓN¹								
Fondos	17.785,6	33.614,7	44.090,2	33.614,7	41.994,5	41.655,8	41.595,1	44.102,9
Sociedades	3.498,1	8.267,2	12.086,6	8.267,2	10.133,9	10.687,5	10.719,6	12.099,3
Sociedades	14.287,4	25.347,4	32.003,5	25.347,4	31.860,6	30.968,3	30.875,5	32.003,5
Nº DE INVERSORES								
Fondos	321.805	560.555	779.134	560.555	721.697	753.416	806.305	779.165
Fondos	51.364	104.089	144.108	104.089	135.069	140.263	141.164	144.139
Sociedades	270.441	456.466	635.026	456.466	586.628	613.153	665.141	635.026
Nº DE INSTITUCIONES								
Fondos	238	260	340	260	266	280	312	340
Fondos	93	115	163	115	116	122	144	163
Sociedades	145	145	177	145	150	158	168	177
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	164	161	189	161	165	175	183	189
Francia	25	47	83	47	48	48	68	83
Irlanda	34	35	46	35	38	42	44	46
Alemania	11	11	12	11	11	11	12	12
Reino Unido	3	5	6	5	3	3	3	6
Holanda	1	1	1	1	1	1	1	1
Austria	-	-	1	-	-	-	1	1
Bélgica	-	-	1	-	-	-	-	1
Malta	-	-	1	-	-	-	-	1

1. Volumen de inversión: Importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del período, por su valor en euros en dicha fecha. Millones de euros.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 3.14

	2004	2005	2006	2006				2007
				I	II	III	IV	I ¹
FONDOS								
Número	7	7	9	7	9	9	9	9
Partícipes	86.369	118.857	150.300	127.181	131.416	139.818	150.304	nd
Patrimonio (millones de euros)	4.377,9	6.476,9	8.595,9	7.040,3	7.703,9	8.072,8	8.595,9	nd
Rentabilidad (%)	6,65	5,35	6,12	1,79	1,88	1,52	0,80	nd
SOCIEDADES								
Número	2	6	8	6	6	6	8	8
Partícipes	121	256	749	453	466	466	749	750
Patrimonio (millones de euros)	56,4	213,9	456,1	371,4	374,4	377,9	456,1	456,1

1. Datos a enero 2007. En este caso, la rentabilidad es mensual.

nd: Dato no disponible.

VI Anexo legislativo (*)

(*) Este anexo ha sido elaborado por la Dirección de Estudios y Estadísticas de la CNMV.

Las novedades legislativas de ámbito nacional aprobadas en el primer trimestre de 2007 han sido:

- **Orden PRE/3/2007**, de 10 de enero, sobre los Convenios de Promoción de Fondos de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial.

Esta orden modifica el procedimiento administrativo de concesión de avales y añade nuevos requisitos a la constitución de los Fondos de Titulización de Activos creados al amparo de los convenios suscritos entre la Administración General del Estado y las sociedades gestoras de Fondos de Titulización. Así mismo, introduce la posibilidad de establecer una comisión por la concesión del aval y establece la obligación de que estos Fondos sean de carácter cerrado.

- **Acuerdo de 30 de enero de 2007**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre delegación de competencias a favor del Presidente, el Vicepresidente y el Comité Ejecutivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La delegación de competencias abarca ámbitos diversos: admisión a negociación de valores, comunicación de participaciones significativas, suspensiones y exclusiones de negociación, IIC, ESI, OPV, opa....

- **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.

El objetivo es dotar de mayor flexibilidad y aclarar el régimen de las entidades titulares del capital de dichas sociedades. Los principales aspectos son dos: (i) establece normas especiales para aquellas entidades titulares de una participación significativa o de control en estas sociedades y, (ii) concreta la información que se debe facilitar para la autorización por parte del Gobierno de una participación de control en dichas sociedades.

- **Real Decreto 362/2007**, de 16 de marzo, por el que se modifica el Reglamento por el que se desarrolla la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

El principal objetivo de este Real Decreto es flexibilizar el régimen de reembolsos de las IIC de inversión libre y las IIC de inversión libre (*hedge funds* y fondos de *hedge funds*) para permitir su pleno desarrollo en España. Así, por ejemplo, se permite establecer un importe máximo de reembolsos o establecer períodos mínimos de permanencia. Por otra parte, se establece que las IIC de inversión libre no podrán dirigir su publicidad a los inversores minoristas, si bien no se prohíbe que este tipo de inversores puedan adquirir acciones o participaciones de estas IIC.

- **Real Decreto 363/2007**, de 16 de marzo, por el que se modifica el Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva, el Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones y el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de

valores por medio de anotaciones y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

Las modificaciones introducidas son tres: (i) se clarifican las causas para oponerse al nombramiento de los miembros del Consejo de Administración de la Sociedad Rectora de una Bolsa de valores, de la Sociedad de Bolsas o de las Sociedades Rectoras de los mercados de futuros y opciones, (ii) se flexibiliza el régimen económico de las anteriores sociedades puesto que no tendrán que someter su presupuesto anual a la aprobación de la CNMV ni ésta podrá modificarlo y, (iii) se introducen modificaciones en el régimen de los préstamos vinculados de la Sociedad de Sistemas, para evitar el efecto de inflación transitoria de títulos que puede darse en ciertos supuestos de liquidación de operaciones de compraventa de valores.

- **Real Decreto 364/2007**, de 16 de marzo, por el que se modifica el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del Mercado Hipotecario, el Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, de desarrollo de la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, el Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, y el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado.

Con este Real Decreto se modifican otros cuatro del ámbito financiero y sus principales aspectos son: (i) la eliminación del límite superior de la variación de tipo de interés en las cédulas de interés variable, ya que los créditos con los que están cubiertos han pasado a ser en la actualidad de tipo de interés variable y no de tipo de interés fijo, (ii) se aclara la lista de activos en que se materializan los recursos propios de las entidades de crédito, (iii) se equipara el régimen de solvencia de las sociedades gestoras de carteras al de las sociedades y agencias de valores y, (iv) en materia de abuso de mercado, se amplía el ámbito de las personas vinculadas a administradores y directivos de un emisor que están obligadas a comunicar transacciones con valores de dicho emisor.