



**BOLETÍN DE LA CNMV**  
Trimestre I  
2008







**BOLETÍN DE LA CNMV**

**Trimestre I**

**2008**

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](http://www.cnmv.es).

Consejo Editorial del Boletín trimestral de la CNMV: Fernando Restoy (CNMV), Vicente Salas (Universidad de Zaragoza), Belén Villalonga (Harvard Business School) y 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-20.073-2008

Impreso en: Artes Gráficas Palermo, S.L.

# Índice

<b>I</b>	<b>Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas</b>	<b>9</b>
<b>II</b>	<b>Informes y análisis</b>	<b>61</b>
	Crisis <i>subprime</i> y mercados de renta fija	63
	Francisco de Oña Navarro y Gonzalo Gómez Retuerto	
	La situación actual y los proyectos en curso que inciden en los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa	87
	Rafael Sánchez de la Peña	
<b>III</b>	<b>Estudios</b>	<b>105</b>
	Condiciones de admisión a cotización y permanencia en los mercados regulados de renta variable	107
	Elías López Blanco	
	La inversión socialmente responsable y la responsabilidad social empresarial en los mercados financieros: una aplicación a las instituciones gestoras en España	121
	María Rosario Balaguer Franch	
<b>IV</b>	<b>Novedades regulatorias</b>	<b>137</b>
	La Iniciativa Contra el Abuso de Mercado (ICAM) y los contratos de liquidez	139
	María José Ausejo Segura y Rodrigo Buenaventura Canino	
	Comentarios a la Circular 5/2007 sobre hechos relevantes de las IIC	151
	María Dolores García Lima	
<b>V</b>	<b>Anexo estadístico</b>	<b>163</b>
<b>VI</b>	<b>Anexo legislativo</b>	<b>181</b>



## 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 de inversión cotizados / <i>Exchange Traded Funds</i>
EVCA	<i>European Private Equity &amp; 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>
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 Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas



# Índice

<b>Presentación</b>	<b>13</b>
<b>1 Resumen ejecutivo</b>	<b>14</b>
<b>2 Entorno macro-financiero</b>	<b>17</b>
2.1 La evolución económica y financiera internacional	17
2.2 La evolución económica y financiera en España	21
2.3 Perspectivas	25
<b>3 La evolución de los mercados nacionales</b>	<b>26</b>
3.1 Los mercados bursátiles	26
3.2 Los mercados de renta fija	30
<b>4 Los agentes de los mercados</b>	<b>37</b>
4.1 Vehículos de inversión	37
4.2 Empresas de servicios de inversión	42
4.3 Sociedades gestoras de IIC	50
4.4 Otros intermediarios: capital riesgo	51
<b>5 Cambios en la estructura de los mercados de valores</b>	<b>53</b>
5.1 La implantación de la MiFID	53
5.2 Desarrollos en el ámbito de la post-contratación	57
<b>6 Conclusiones</b>	<b>58</b>



## Presentación

La importancia creciente de los mercados de capitales en la intermediación de los flujos de ahorro e inversión y su papel en la generación y transmisión de perturbaciones financieras justifican un seguimiento explícito de su actividad y de cuantos agentes operan en ellos, con el fin de evaluar sus condiciones actuales e identificar los factores que pueden incidir en su evolución futura. Este informe semestral, cuyo primer número ve ahora la luz, tiene como objetivo exponer la situación general de los mercados de valores nacionales y de los agentes que participan en ellos en el contexto internacional relevante. Asimismo se analizan los elementos que pueden condicionar los volúmenes contratados y los precios en los principales mercados y la actividad de los distintos intermediarios y vehículos de inversión. Con carácter general el análisis comprenderá la información correspondiente a los seis meses anteriores a la fecha de publicación del informe excepto en algunas materias concretas en el marco de los operadores de los mercados, en las que se hará referencia al conjunto del ejercicio precedente.

Con esta publicación, la CNMV pretende proporcionar un análisis sistematizado del marco general en el que se desenvuelve su actuación. Ello responde al convencimiento de que un requisito imprescindible para lograr el adecuado funcionamiento de los mercados es la disponibilidad de información relevante que permita la adecuada toma de decisiones por parte de los oferentes, demandantes e intermediarios en los mercados de productos financieros. De hecho, la existencia de un volumen satisfactorio de información pública se encuentra en la base de los tres objetivos que la CNMV tiene legalmente encomendados: la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de precios y la protección de los inversores.

En la actualidad se cuenta ya con un amplio abanico de estudios e informes regulares que analizan la evolución de los mercados y del marco macroeconómico en el que se insertan. El *Informe sobre los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas* no pretende competir con ellos, sino añadir la perspectiva del supervisor. En concreto, el informe pondrá énfasis en las implicaciones de los desarrollos macrofinancieros relevantes sobre la actuación de los emisores y el resto de los agentes participantes en los mercados de valores, incluyendo los distintos tipos de empresas de servicios de inversión y de gestoras de vehículos de inversión.

El momento de la publicación de este informe es especialmente relevante en la medida en que tiene lugar unos meses después de la crisis originada en el mercado hipotecario norteamericano, que se ha traducido en importantes turbulencias en los mercados financieros. Por lo tanto, gran parte de los desarrollos recientes están fuertemente influenciados por las turbulencias generadas. Asimismo, las perspectivas futuras están en muchos casos ligadas a las expectativas sobre la duración y los efectos macroeconómicos y financieros de la crisis internacional. Finalmente, el análisis no sería completo si no prestase la suficiente atención a los

desarrollos recientes en la legislación europea que alteran de manera sustancial el marco competitivo de la industria financiera nacional y, por lo tanto, generan retos relevantes a una parte de los agentes que participa en los mercados y a los gestores de sus infraestructuras.

El informe se estructura de la siguiente manera: en el segundo epígrafe se comenta la evolución económica y financiera nacional e internacional; en el tercer epígrafe se evalúa la situación de los mercados financieros nacionales de renta variable y de renta fija; el cuarto epígrafe está dedicado a los agentes participantes; en el quinto epígrafe se comentan los temas identificados como más relevantes en el ámbito de la legislación europea y las infraestructuras de los mercados y finalmente, en el sexto epígrafe, se ofrecen algunas conclusiones.

## 1 Resumen ejecutivo

- La crisis originada por las hipotecas de alto riesgo estadounidenses ha sido uno de los factores más relevantes en el devenir de los mercados financieros internacionales y nacionales en el último tercio del ejercicio 2007 y los primeros meses de 2008. Además de generar episodios de turbulencias de diversa intensidad, ha contribuido a que se deterioren las expectativas macroeconómicas globales, provocado una reducción de la liquidez en los mercados financieros interbancarios y de renta fija y una re-evaluación del riesgo de los instrumentos financieros. Los bancos centrales más importantes han efectuado múltiples operaciones de inyección de liquidez y muchos de ellos han adoptado una política monetaria más expansiva.
- Seis meses después del comienzo de la crisis, los mercados se mantienen en una situación de relativa inestabilidad. Las señales de normalización en los mercados interbancarios son todavía tímidas y persiste la escasa actividad de emisión y contratación y los elevados *spreads* en los mercados de productos estructurados, al tiempo que la renta variable muestra descensos de precios pronunciados y una elevada volatilidad.
- Las turbulencias registradas ponen de manifiesto algunas deficiencias relevantes en el funcionamiento de los mercados. En particular, los episodios recientes evidencian un déficit de transparencia sobre la naturaleza y riesgos intrínsecos de algunos productos estructurados complejos y sobre la exposición de determinadas entidades a los productos y vehículos más afectados por la crisis. Asimismo, la actuación de las agencias de *rating* es mejorable, por lo que resulta pertinente la reflexión actualmente en curso en los foros internacionales sobre posibles vías de perfeccionamiento del marco normativo que regula su actividad.
- Las condiciones macroeconómicas mundiales continuaron siendo favorables en 2007, con estimaciones de tasas de crecimiento para el conjunto del ejercicio cerrado muy cercanas al 5%. Sin embargo, las

previsiones disponibles para los próximos trimestres de 2008 incorporan una sensible moderación del crecimiento del PIB en las áreas geográficas más importantes como consecuencia de la prolongación de las dificultades en los mercados financieros, el encarecimiento de los precios de las materias primas y el cambio en el ciclo inmobiliario en Estados Unidos. Los principales riesgos que se atisban sobre el escenario económico y financiero central para el conjunto de la economía mundial tendrían origen en la aparición de pérdidas abultadas en los balances de entidades cotizadas, la prolongación de los problemas de liquidez en los mercados financieros y una corrección más intensa de lo previsto en el crecimiento de la demanda interna en los países más desarrollados, en un entorno de menor disponibilidad del crédito.

- La evolución macroeconómica nacional está marcada por una senda de desaceleración desde mediados de 2007 a la que contribuye la moderación del crecimiento de la demanda interna, especialmente en la construcción y en el consumo. La economía española se encuentra afectada por los riesgos generales comunes a todas las economías, siendo la apreciable exposición al comportamiento del sector inmobiliario su principal factor singular de vulnerabilidad. Al mismo tiempo, dispone de otros elementos de fortaleza: en particular, la solidez patrimonial de las entidades financieras y el amplio margen de maniobra de la política fiscal.
- Los mercados financieros nacionales han seguido una pauta similar a la de otros mercados internacionales. En el ámbito de la renta variable, las turbulencias dieron lugar a correcciones en los precios que fueron especialmente intensas en los sectores financiero e inmobiliario. También se produjo un aumento notable de la contratación en 2007, aunque descendió ligeramente en el primer trimestre de 2008<sup>1</sup>, y de la volatilidad de los mercados aunque, en este último caso, desde unos niveles históricamente reducidos. La renta variable española, cuyo rendimiento fue notable en 2007, comenzó el ejercicio del año 2008 con descensos significativos en sus precios, en línea con otras referencias europeas.
- Los mercados de renta fija privada se caracterizaron por un aumento considerable de las primas de riesgo de crédito, incluso en los emisores de mayor calidad crediticia, desde los 20 puntos básicos en agosto de 2007 hasta más de 80 puntos en las primeras semanas de 2008<sup>2</sup> y por una reducción de la liquidez de los mercados, incluido el de los instrumentos derivados de la titulación de activos bancarios. Ello se tradujo en una moderación sustancial de las emisiones en el último trimestre de 2007 y el primero de 2008 con las excepciones de los pagarés de empresa<sup>3</sup> y de los bonos de titulación<sup>4</sup>. Estos últimos instrumentos están siendo primordialmente adquiridos por las entidades cedentes de los préstamos, con el objeto de dotarse de una cartera de

---

1 En el conjunto de 2007, la contratación en el mercado bursátil español creció un 44% respecto a 2006 (ver cuadro 9). En el primer trimestre de 2008 mostró un descenso del 8,4% en términos interanuales.

2 Prima de riesgo agregada con información de CDS a cinco años de emisores españoles.

3 Las emisiones de pagarés de empresa alcanzaron los 442.000 millones de euros en 2007 frente a los 334.000 millones de 2006.

4 Las emisiones de bonos de titulación alcanzaron los 141.600 millones de euros en 2007 frente a los 91.600 millones de 2006.

activos líquidos que puedan eventualmente enajenarse o ser utilizados para garantizar la financiación que obtienen del Eurosistema.

- La evolución de los mercados financieros nacionales en el horizonte próximo está condicionada por la pauta de normalización de la actividad financiera internacional y el impacto macroeconómico de las turbulencias observadas. El dinamismo que continúa experimentando la economía española a pesar de su desaceleración y la sólida situación patrimonial que mantiene en general las entidades emisoras –escasamente expuestas a los activos más afectados por la crisis internacional- constituyen sus principales elementos de fortaleza. En cambio, la incertidumbre existente sobre la trayectoria del sector inmobiliario y el elevado apalancamiento de algunas compañías representan sus principales elementos de vulnerabilidad.
- En todo caso, no parece previsible que los agentes operadores en los mercados financieros registren en el horizonte próximo un empeoramiento pronunciado en sus cifras de negocio, aunque sí una moderación de su actividad. Las empresas de servicios de inversión (ESI) españolas mantuvieron en 2007 una rentabilidad notable en la mayor parte de los casos y una solvencia holgada que les permite hacer frente a un eventual período de menor actividad de los mercados desde una situación relativamente cómoda. Es importante señalar, no obstante, los retos que suponen para el conjunto de empresas que prestan servicios de inversión (ESI y entidades de crédito) el reforzamiento de los sistemas de control de riesgos en un marco de elevada volatilidad de las cotizaciones, la necesidad de adaptación a las nuevas exigencias de la MiFID y el incremento de competencia en el sector de prestación de servicios de inversión que se observa en los últimos años.
- Los problemas de liquidez de algunos mercados amplían potencialmente la complejidad de la valoración de diversos instrumentos financieros. Por ello las empresas cotizadas deben hacer un esfuerzo de transparencia y rigor, tal y como exigen las normas de contabilidad vigentes, con objeto de que no se produzcan desfases entre los informes financieros publicados y la realidad económica subyacente.
- El sector de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) ha mantenido una escasa exposición –ya sea de forma directa o a través de participaciones en IIC extranjeras- a instrumentos ligados a la hipoteca de alto riesgo estadounidenses. No obstante, el patrimonio de estas instituciones ha venido mostrando ya escaso dinamismo desde el primer semestre de 2007 como consecuencia del incremento de los tipos de interés, que hizo disminuir la rentabilidad de las participaciones en IIC, y de los cambios normativos que redujeron el atractivo fiscal de estos instrumentos. Las turbulencias de los mercados financieros de los últimos meses de 2007 acentuaron significativamente estas tendencias debido a la mayor percepción del riesgo de los inversores y, sobre todo, a la competencia por el pasivo entre las entidades de crédito a la vista del endurecimiento de las condiciones de financiación en los mercados mayoristas<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> En conjunto, el patrimonio de los fondos de inversión finalizó 2007 en 255 mil millones de euros, un 5,7% menos que en 2006.

- El porcentaje de activos poco líquidos en las carteras de las IIC representa un porcentaje reducido del patrimonio total de estas (algo más del 6%). No obstante, dada la disminución de la actividad en algunos mercados de renta fija es importante que las sociedades gestoras realicen un seguimiento pormenorizado del grado de liquidez de sus carteras y que mantengan unos modelos de valoración adecuados para los instrumentos que carecen de referencias fiables de mercado. Asimismo, ante la intensificación de la competencia de pasivo por parte de las entidades de crédito, es pertinente mantener el adecuado funcionamiento de los mecanismos que previenen los conflictos de intereses entre las gestoras y los grupos bancarios a los que muchas de ellas pertenecen.
- Los cambios normativos también juegan un papel relevante en el entorno actual. Los retos más importantes vienen de la mano de la implantación de la MiFID y de las iniciativas recientes en el ámbito de los servicios de post-contratación que pueden afectar a la organización interna y el marco de competencia de los intermediarios e infraestructuras españoles. En este último caso, resulta pertinente asegurar la plena integración de los sistemas nacionales de compensación y liquidación de valores en el ámbito europeo y reflexionar sobre la conveniencia de eliminar las singularidades que pueden estar dificultando su interoperabilidad con los sistemas de otros países.

## 2 Entorno macro-financiero

### 2.1 La evolución económica y financiera internacional

A partir del verano del año 2007 se inició una etapa de turbulencias en los mercados financieros internacionales tras la detección de un fuerte aumento de los impagos en el segmento *subprime* (o hipotecas de alto riesgo) en Estados Unidos. La crisis se manifestó inicialmente en la súbita pérdida de valor de los instrumentos relacionados con la titulización de estos activos hipotecarios y en la consiguiente pérdida de capital de las entidades que invertían en ellos. Asimismo, las turbulencias ocasionaron revisiones abruptas de las valoraciones otorgadas por las agencias de *rating* a determinados productos financieros estructurados y, posteriormente, problemas de solvencia para las entidades aseguradoras del riesgo crediticio de estas emisiones (*monolines*). Estos episodios pronto generaron una pérdida de confianza en la información disponible sobre la calidad crediticia de los instrumentos derivados de la titulización de activos bancarios y del grado de exposición de las distintas entidades a los productos financieros más afectados por las turbulencias. El resultado principal fue, inicialmente, la reducción drástica del volumen de contratación en los mercados interbancarios no colateralizados a plazos medianos o largos, la reducción sustancial de la liquidez en los mercados de productos estructurados y en otros segmentos de renta fija privada y un aumento significativo de los *spreads* crediticios. Las bolsas se mantuvieron relativamente firmes en 2007 pero han experimentado significativos retrocesos en las primeras semanas de 2008 y han mostrado un incremento importante de su volatilidad.

*La crisis hipotecaria estadounidense inició un periodo de fuertes turbulencias en los mercados financieros internacionales....*

*... que propició un tono más expansivo de la política monetaria por parte de los principales bancos centrales que, además, respondieron con múltiples operaciones de inyección de liquidez.*

En este contexto, los principales bancos centrales respondieron con múltiples operaciones de inyección de liquidez en los mercados interbancarios y, algunos adoptaron un tono más expansivo de la política monetaria ante la posibilidad de que la inestabilidad financiera deteriorase el crecimiento económico. En particular, la Reserva Federal estadounidense ha continuado reduciendo los tipos de interés oficiales en 2008 en tres ocasiones, una de ellas con carácter extraordinario, dejándolos en el 2,25%<sup>6</sup>. El Banco Central Europeo (BCE) ha mantenido por el momento sus tipos de referencia en el 4%<sup>7</sup> a la vista del incremento de la inflación de los últimos meses. No obstante, la debilidad mostrada por los últimos indicadores de actividad de la zona ha hecho que los mercados aumenten la probabilidad asignada a un recorte de tipos en el futuro próximo.

En los mercados cambiarios, el deterioro del mercado hipotecario en Estados Unidos agudizó la depreciación del dólar frente a las principales divisas mundiales a lo largo de 2007. Ello incrementó el tono expansivo de la política seguida por la Reserva Federal estadounidense, pero complicó el marco de ejecución de las políticas monetarias de las economías más dependientes de las importaciones denominadas en esta divisa. Además, las turbulencias en los mercados financieros provocaron una reevaluación del riesgo de los instrumentos financieros que, en el mercado de cambios, se tradujo en la reversión de las posiciones basadas en los denominados *carry trades*.

*Todavía no se aprecian señales claras de normalización en los mercados interbancarios...*

En el comportamiento más reciente de los mercados financieros no se aprecian señales claras de normalización. Así, el diferencial de tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario de los depósitos no transferibles respecto a las operaciones simultáneas, que había descendido en febrero hasta los 40 puntos básicos (ver gráfico 1) desde los máximos de diciembre (más de 90 p.b.), se incrementó notablemente en marzo, superando los 70 p.b., significativamente por encima de su media histórica (inferior a 10 p.b.). Se aprecia también una cierta recuperación de los volúmenes negociados en las últimas semanas de marzo, especialmente en los plazos más cortos.

*... y persisten los problemas en los mercados de productos estructurados, en las emisiones internacionales de renta fija, a lo que se suman la elevada volatilidad en los mercados de renta variable.*

Por su parte, en los mercados de productos estructurados la actividad se mantiene en niveles muy reducidos. Asimismo, las primas de riesgo de las emisiones internacionales de renta fija, evaluadas a través de diversos indicadores (ver gráfico 2), han retomado una nueva senda ascendente desde mediados de octubre que les ha hecho superar ampliamente los niveles alcanzados en agosto, tras el comienzo de la crisis. En el caso de las empresas de mejor calificación crediticia, las turbulencias han ocasionado un incremento de las primas de riesgo de crédito próximo a 130 p.b. en EE.UU. y a 85 p.b. en Europa.

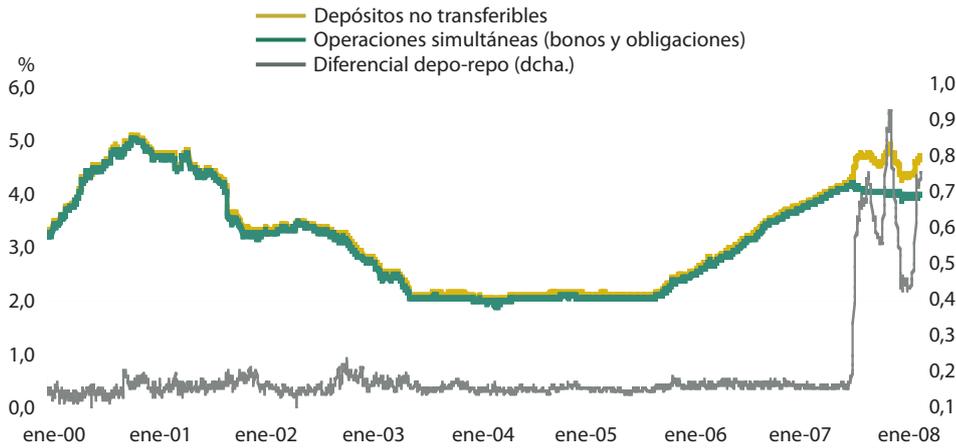
Finalmente, los mercados de renta variable, a pesar de que se mantuvieron relativamente robustos en 2007, acabaron mostrando pérdidas significativas en los tres primeros meses de 2008 (especialmente en las bolsas europeas). También se han caracterizado por un incremento notable en su volatilidad. De hecho, las volatilidades implícitas de las bolsas más importantes (especialmente en EE.UU.) han alcanzado niveles que no se observaban desde el año 2003 (ver gráfico 3).

<sup>6</sup> A lo largo de 2007 la Reserva Federal acordó los siguientes descensos en su tipo de interés oficial: el 18 de septiembre del 5,25% al 4,75%, el 31 de octubre del 4,75% al 4,5% y el 11 de diciembre del 4,5% al 4,25%.

<sup>7</sup> El BCE efectuó dos movimientos al alza en su tipo de interés oficial en 2007: el 14 de marzo del 3,5% al 3,75% y el 13 de junio del 3,75% al 4,0%.

### Mercado interbancario en euros (3 meses): tipos de interés

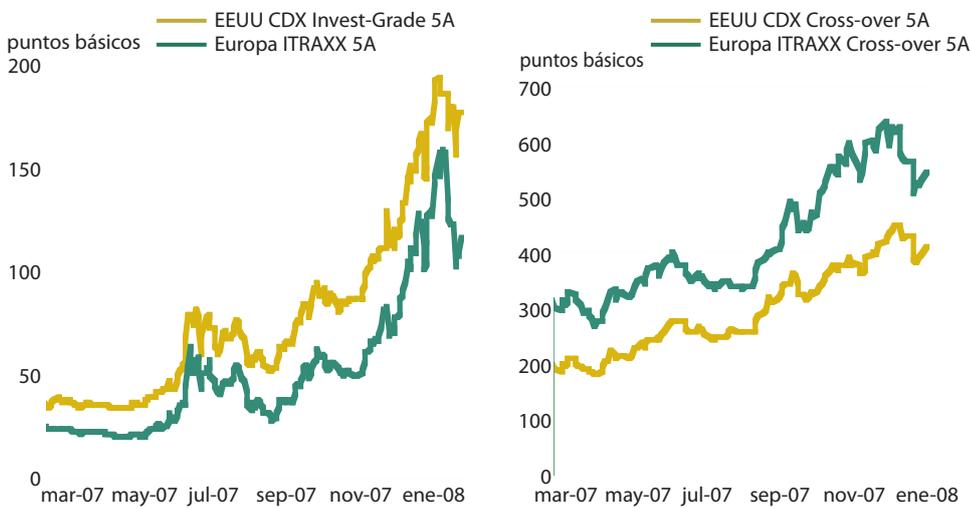
GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream. Hasta 31 de marzo.

### Índices de riesgo de crédito

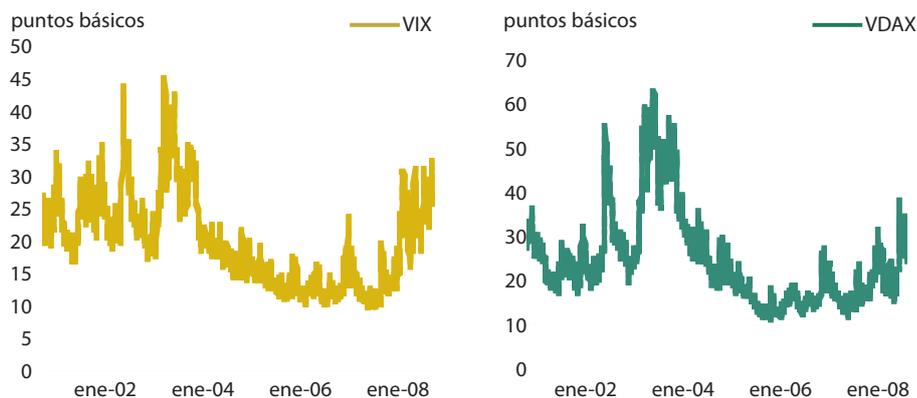
GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream. Hasta 31 de marzo.

### Volatilidades implícitas

GRÁFICO 3



Fuente: Thomson Datastream. Hasta 31 de marzo.

VIX. Volatilidad implícita del S&P 500.

VDAX. Volatilidad implícita del DAX.

Las condiciones macroeconómicas mundiales continuaron siendo favorables en 2007, con una tasa de crecimiento global estimada algo inferior al 5% en dicho

Las previsiones macroeconómicas mundiales incorporan una desaceleración notable del crecimiento en las áreas más importantes...

... y, además, están dotadas de factores de riesgo a la baja significativos.

ejercicio. Sin embargo, las previsiones disponibles para los próximos trimestres incorporan una sensible moderación del crecimiento en las áreas geográficas más importantes como consecuencia de la prolongación de las dificultades en los mercados financieros entre otros factores. En particular, el ajuste de las condiciones de concesión de crédito a hogares y empresas puede traducirse en una moderación notoria de la demanda interna.

En todo caso, esta evolución no resulta incompatible con el mantenimiento de un cierto dinamismo en la economía mundial (ver cuadro 1), si bien las previsiones de crecimiento en algunas economías están marcadas por un grado notable de incertidumbre y, por el predominio de los riesgos a la baja. Entre los factores de riesgo que podrían ensombrecer la evolución macroeconómica cabe destacar especialmente dos: (i) una erosión del mercado inmobiliario mayor de la prevista en Estados Unidos (EE. UU.) que pueda conducir a esta economía a la recesión y (ii) la persistencia de los problemas de liquidez en los mercados que pueda propiciar un ajuste del crédito superior al esperado.

### Producto Interior Bruto (% var. anual)

CUADRO 1

	2004	2005	2006	2007	FMI(*) (**)		OCDE(*)	
					2008P	2009P	2008P	2009P
Mundial	4,9	4,4	5,0	4,9	3,7 (-0,5)	3,8 (-0,5)	-	-
EE.UU.	3,6	3,1	2,9	2,2	0,5 (-1,0)	0,6 (-1,2)	2,0 (-0,5)	2,2
Zona euro	2,1	1,6	2,8	2,6	1,4 (-0,2)	1,2 (-0,7)	1,9 (-0,4)	2,0
Alemania	1,1	0,8	2,9	2,5	1,4 (-0,1)	1,0 (-0,7)	1,8 (-0,4)	1,6
Francia	2,5	1,7	2,0	1,9	1,4 (-0,1)	1,2 (-1,0)	1,8 (-0,4)	2,0
Italia	1,5	0,6	1,8	1,5	0,3 (-0,5)	0,3 (-0,7)	1,3 (-0,4)	1,3
España	3,3	3,6	3,9	3,8	1,8 (-0,6)	1,7 (-0,8)	2,5 (-0,2)	2,4
Reino Unido	3,3	1,8	2,9	3,1	1,6 (-0,2)	1,6 (-0,8)	2,0 (-0,5)	2,4
Japón	2,7	1,9	2,4	2,1	1,4 (-0,1)	1,5 (-0,2)	1,6 (-0,5)	1,8
Emergentes	7,5	7,1	7,8	7,9	6,7 (-0,2)	6,6 (-0,4)	-	-

Fuente: FMI y OCDE.

(\*) Se ofrece entre paréntesis la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en abril de 2008 respecto a enero de 2008. OCDE, previsiones correspondientes al mes de diciembre de 2007 (respecto a junio de 2007).

(\*\*) Las ponderaciones de los países utilizadas en enero de 2008 para calcular las tasas de crecimiento agregado de los grupos de países se revisaron con respecto a las presentadas en octubre en función de los nuevos tipos de cambio según la PPA publicados por el Banco Mundial.

## Rentabilidad de los principales índices bursátiles<sup>1</sup> (%)

CUADRO 2

%	2008 (hasta 31 de marzo)								% interanual <sup>3</sup>
	2005	2006	2007	I 07 <sup>2</sup>	II 07 <sup>2</sup>	III 07 <sup>2</sup>	IV 07 <sup>2</sup>	% s/dic	
<b>Mundo</b>									
MSCI World	7,6	18,0	7,1	2,1	5,8	1,9	-2,7	-9,5	-5,1
<b>Zona Euro</b>									
Euro Stoxx 50	21,3	15,1	6,8	1,5	7,4	-2,4	0,4	-17,5	-13,2
Euronext 100	23,2	18,8	3,4	3,1	7,4	-4,8	-2,0	-16,2	-16,0
Dax 30	27,1	22,0	22,3	4,9	15,8	-1,8	2,6	-19,0	-5,5
Cac 40	23,4	17,5	1,3	1,7	7,5	-5,6	-1,8	-16,2	-16,5
Mib 30	13,3	17,5	-6,5	0,3	1,3	-4,4	-3,7	-17,3	-22,9
Ibex 35	18,2	31,8	7,3	3,5	1,7	-2,1	4,2	-12,6	-9,4
<b>Reino Unido</b>									
FT 100	16,7	10,7	3,8	1,4	4,8	-2,1	-0,2	-11,7	-9,6
<b>Estados Unidos</b>									
Dow Jones	-0,6	16,3	6,4	-0,9	8,5	3,6	-4,5	-7,6	-0,7
S&P 500	3,0	13,6	3,5	0,2	5,8	1,6	-3,8	-9,9	-6,9
Nasdaq-Cpte	1,4	9,5	9,8	0,3	7,5	3,8	-1,8	-14,1	-5,9
<b>Japón</b>									
Nikkei 225	40,2	6,9	-11,1	0,4	4,9	-7,5	-8,8	-18,2	-27,5
Topix	43,5	1,9	-12,2	1,9	3,6	-8,9	-8,7	-17,8	-29,2

Fuente: Datastream.

1. En moneda local.

2. Variación sobre el trimestre anterior.

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

## 2.2 La evolución económica y financiera en España

La evolución macroeconómica nacional está marcada por una senda de desaceleración desde mediados de 2007 que tiene origen en la moderación de la demanda interna, especialmente de la construcción y del consumo. El incremento de los tipos de interés y de la inflación, unido al endeudamiento acumulado por las familias en los últimos años, ha propiciado una moderación del crecimiento de la renta disponible y, por tanto, una desaceleración del gasto privado y de la inversión residencial. El crecimiento económico resulta, no obstante, más equilibrado desde el punto de vista de su composición al ser menos dependiente del dinamismo de la demanda interna y tener una mayor aportación del sector exterior. La desaceleración del PIB también está teniendo su reflejo en el menor ritmo de creación de empleo, especialmente en las ramas ligadas al sector de la construcción e inmobiliario. Respecto al comportamiento de los precios, destacan el ascenso de la inflación por encima del 4% debido en gran medida al encarecimiento de los precios de los alimentos elaborados y de la energía, y un incremento del diferencial de inflación con la zona euro, que ha vuelto a situarse por encima de un punto porcentual. El superávit de las Administraciones Públicas continúa siendo holgado. Las previsiones disponibles sugieren que la incertidumbre generada en los mercados financieros y el endurecimiento de las condiciones generales de financiación de las entidades contribuirán a agudizar la moderación del consumo y de la inversión en 2008<sup>8</sup> (ver cuadro 3).

*La economía española se encuentra inmersa en un proceso de desaceleración de la actividad y de repunte de la inflación.*

<sup>8</sup> En el cuadro 3 se exponen las previsiones de crecimiento publicadas por la Comisión Europea en primavera y otoño de 2007. La evolución más reciente de los últimos indicadores de actividad, precios y empleo sitúan actualmente la previsión de crecimiento de consenso más cerca del 2,5% que del 3,0% como muestra el cuadro.

**España: principales variables macroeconómicas (% var. anual)**

CUADRO 3

	2004	2005	2006	2007	Comisión Europea			
					2008P	2008O	2009P	2009O
<b>PIB</b>	3,3	3,6	3,9	3,8	3,4	3,0	--	2,3
Consumo Privado	4,2	4,2	3,7	3,1	3,3	2,7	--	2,4
Consumo Público	6,3	5,5	4,8	5,2	4,8	5,0	--	4,9
Formación Bruta de Capital Fijo, de la que:	5,1	6,9	6,8	5,9	5,0	3,0	--	0,6
Bienes de equipo	5,1	9,2	10,4	11,6	7,7	5,9	--	5,8
Exportaciones	4,2	2,6	5,1	5,3	5,4	4,7	--	4,6
Importaciones	9,6	7,7	8,3	6,6	7,0	5,2	--	4,2
Sector exterior (contribución al crecimiento, pp)	-1,6	-1,7	-1,2	-0,7	-0,9	-0,5	--	-0,1
<b>Empleo</b>	2,6	3,1	3,1	3,0	2,5	2,1	--	1,7
<b>Tasa de paro<sup>1</sup></b>	11,0	9,2	8,5	8,3	7,8	8,5	--	9,1
<b>IPC armonizado</b>	3,1	3,4	3,6	4,3	2,6	2,9	--	2,7
<b>Saldo Cuenta Corriente (% PIB)</b>	-5,9	-7,5	-8,8	-10,0	-9,7	-9,6	--	-9,8
<b>Saldo AAPP (% PIB)</b>	-0,3	1,0	1,8	2,2	1,2	1,2	--	0,6

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

P: Previsiones Informe de Primavera.

O: Previsiones Informe de Otoño.

1 Definición de Eurostat.

*Las entidades financieras nacionales afrontan este periodo en una situación de solvencia y rentabilidad holgada...*

En todo caso, las entidades financieras nacionales afrontan este periodo con una situación de solidez patrimonial apoyada en una elevada rentabilidad, con unos confortables niveles de solvencia y con unos niveles bajos de morosidad. En el mercado hipotecario español no existe un segmento de alto riesgo como el estadounidense, de modo que la calidad crediticia de los activos es elevada. Además, el peso en los balances de estas instituciones de los activos vinculados a las hipotecas de alto riesgo estadounidenses es marginal y su exposición a través de eventuales líneas de crédito con otros intermediarios financieros que invierten en tales instrumentos es despreciable<sup>9</sup>. La escasez de liquidez en el mercado interbancario ha tenido un impacto más moderado que en otros países ya que las entidades han venido obteniendo un gran volumen de financiación mediante titulizaciones y emisiones de deuda a medio y largo plazo en los últimos años.

*...igual que la mayoría de los emisores nacionales de carácter no financiero. Sólo algunos son más vulnerables debido al fuerte incremento de su endeudamiento.*

Los emisores nacionales de carácter no financiero también afrontan el periodo actual desde una posición confortable, avalada por tasas elevadas de rentabilidad (aunque en moderado descenso). Ahora bien, algunas sociedades han incrementado sustancialmente su exposición a perturbaciones adversas, como consecuencia del fuerte incremento del endeudamiento en los dos últimos ejercicios, en parte ligado a diversas operaciones corporativas.

El endeudamiento de las sociedades cotizadas no financiera<sup>10</sup> se situó en 1,6 veces el patrimonio neto en el conjunto de 2007, algo menos que a finales de 2006 (1,7 veces), pero significativamente por encima de los valores registrados al inicio de la década (1,06 veces en 2001). Como se puede observar en el cuadro 4, el crecimiento del endeudamiento ha sido particularmente pronunciado en los sectores de "construcción e inmobiliarias", que concentran más del 47% de la deuda total (frente al 10% al principio de la década).

<sup>9</sup> Véase Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España, noviembre 2007.

<sup>10</sup>Entendido como la proporción de deudas financieras (emisiones de obligaciones y otros valores negociables y deudas con las entidades de crédito) sobre el patrimonio neto.

En todo caso, la carga de intereses de la deuda corporativa se mantiene, a pesar del crecimiento reciente, en el 33% del EBIT (beneficio antes de intereses e impuestos) como consecuencia del reducido nivel de los tipos de interés, por lo que la presión financiera que soporta el sector es todavía, en general, moderada. Por otra parte, la duración relativamente elevada de los plazos de amortización de la deuda mitiga los efectos sobre las sociedades de las turbulencias actuales en los mercados financieros<sup>11</sup>.

Los *ratings* otorgados por las empresas de calificación crediticia a los emisores españoles también permiten deducir una situación global favorable para los emisores españoles. Las calificaciones son elevadas y la mayor parte de las revisiones de los últimos meses han sido positivas<sup>12</sup>.

Por lo que refiere a los inversores, es destacable su carácter conservador, manifestado en su elección de carteras, que resulta superior al observado en otras economías desarrolladas y que puede haberse acentuado recientemente. Así, los datos correspondientes a los tres primeros trimestres de 2007<sup>13</sup> revelan tanto una ligera moderación del volumen de activos adquiridos respecto al ejercicio 2006 como una recomposición de la cartera de activos hacia instrumentos financieros de elevada liquidez y bajo riesgo. El cambio de la fiscalidad del ahorro en vigor desde el 1 de enero de 2007<sup>14</sup> y el incremento de los tipos de interés han aumentado el atractivo de los activos más líquidos, especialmente el de los depósitos bancarios, en detrimento de las inversiones en fondos de inversión. De hecho, los depósitos bancarios suponen casi tres cuartas partes de las adquisiciones de activos de los hogares hasta septiembre de 2007<sup>15</sup>. Aunque en menor medida, también destaca el incremento de las inversiones en renta fija (tanto pública como privada) en detrimento de las inversiones más arriesgadas, de forma coherente con el incremento de la incertidumbre en los mercados bursátiles.

*El carácter conservador del inversor español se ha acentuado tras la crisis hipotecaria y financiera internacional propiciando un fuerte aumento de la inversión en depósitos bancarios...*

---

11 Aproximadamente el 80% de la deuda de las sociedades cotizadas no financieras es de largo plazo.

12 Desde junio de 2007 se han producido 14 revisiones en el rating de la deuda a largo plazo de emisores españoles (por Moodys, S&P o Fitch), de las que ocho fueron positivas.

13 Cuentas financieras del Banco de España.

14 La fiscalidad del ahorro se ha hecho más neutral entre instrumentos, plazo y niveles de renta ya que: (i) se ha sustituido el concepto de "renta especial" por el de "renta del ahorro", que recoge todos los rendimientos financieros con independencia del plazo de generación, (ii) se ha equiparado la fiscalidad de los rendimientos del capital mobiliario y todas las ganancias y pérdidas patrimoniales. El tipo fijo del 15% se ha elevado hasta el 18% que se usa para las rentas del ahorro, con independencia del nivel de ingresos del contribuyente. La retención a cuenta también se ha incrementado desde el 15% hasta el 18%.

15 Cuentas financieras del Banco de España. Datos acumulados de cuatro trimestres.

## Evolución del endeudamiento financiero bruto por sectores: empresas cotizadas

CUADRO 4

millones de euros		2003	2004	2005	2006	2007
Energía	Deudas	54.159	54.776	58.586	59.191	69.172
	Deudas/ Patrimonio	0,98	1,06	0,93	0,89	0,78
	Deudas/ EBITDA <sup>1</sup>	2,92	2,78	2,41	2,17	2,48
	Carga financiera/ EBIT <sup>2</sup>	0,49	0,28	0,25	0,22	0,24
Construcción e Inmobiliario <sup>3</sup>	Deudas	24.552	32.293	48.324	111.000	138.933
	Deudas/ Patrimonio	1,59	1,93	2,16	3,10	3,08
	Deudas/ EBITDA	5,91	5,71	6,51	11,52	10,83
	Carga financiera/ EBIT	0,30	0,35	0,36	0,49	0,85
Industria	Deudas	10.507	10.397	12.760	15.684	13.312
	Deudas/ Patrimonio	0,61	0,69	0,75	0,78	0,61
	Deudas/ EBITDA	1,98	1,91	2,07	2,07	1,82
	Carga financiera/ EBIT	0,25	0,15	0,15	0,18	0,17
Servicios	Deudas	34.956	44.505	55.710	91.522	90.785
	Deudas/ Patrimonio	0,89	1,61	1,7	2,52	2,16
	Deudas/ EBITDA	2,08	2,58	2,68	3,58	2,94
	Carga financiera/ EBIT	0,31	0,37	0,30	0,41	0,31
Ajustes <sup>4</sup>	Deudas	-208	-5.566	-7.943	-11.199	-17.390
	<b>TOTAL AGREGADO</b>					
	<b>Deudas</b>	<b>123.966</b>	<b>136.405</b>	<b>167.438</b>	<b>266.198</b>	<b>294.811</b>
	<b>Deudas/ Patrimonio</b>	<b>1,01</b>	<b>1,26</b>	<b>1,27</b>	<b>1,71</b>	<b>1,57</b>
	<b>Deudas/ EBITDA</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,86</b>	<b>3,91</b>
	<b>Carga financiera/ EBIT</b>	<b>0,38</b>	<b>0,30</b>	<b>0,26</b>	<b>0,30</b>	<b>0,33</b>

Fuente: CNMV.

1 Resultado bruto de explotación.

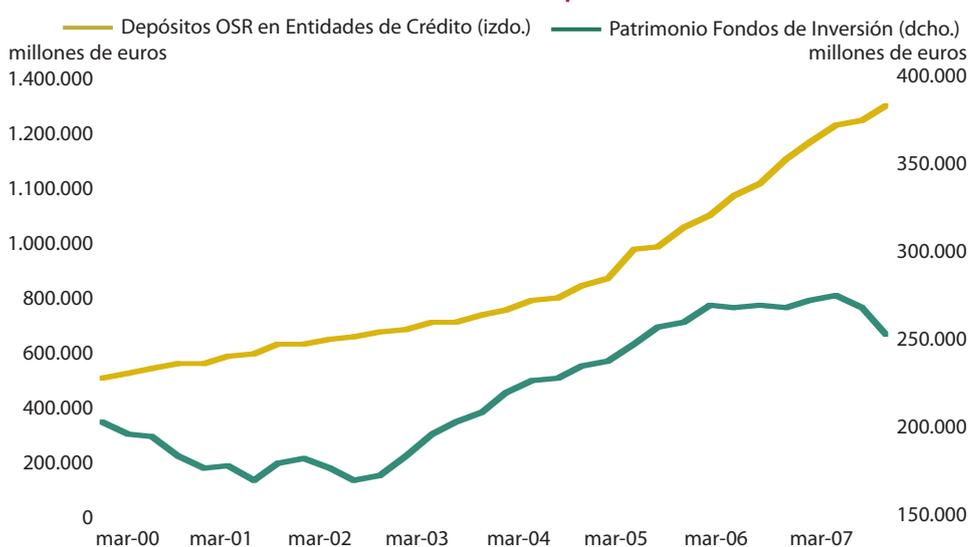
2 Resultado antes de intereses e impuestos.

3 Se ha incorporado el endeudamiento de Gecina que Metrovacesa tenía clasificado dentro de la partida de "pasivos directamente asociado con activos no corrientes clasificados como mantenidos para la venta y de actividades interrumpidas".

4 Para elaborar este cuadro se ha eliminado la deuda de las sociedades cotizadas que a su vez se consolidan en otro grupo cotizado español. En la fila de ajustes se incluyen las eliminaciones correspondientes a las filiales cuya matriz pertenece a otro sector.

## Patrimonio de los fondos de inversión versus depósitos en E. Crédito

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV y Banco de España.

OSR: Otros Sectores Residentes.

Los últimos datos correspondientes al cuarto trimestre de 2007 confirman el sustancial estancamiento del patrimonio de los fondos de inversión, como consecuencia de los

elevados reembolsos efectuados. Las cifras de rentabilidad, aunque menor que en otros ejercicios pasados, no parecen justificar este comportamiento que más bien respondería a otros factores como pueden ser el cambio de la fiscalidad del ahorro, el incremento de los tipos de interés (que aumenta el atractivo de los depósitos bancarios), la incertidumbre generada por la crisis hipotecaria y financiera internacional y, más recientemente, la competencia por el pasivo efectuada por las entidades financieras para paliar las mayores dificultades que encuentran para realizar emisiones de deuda en los mercados internacionales (ver epígrafe 4).

*...en detrimento de las inversiones en fondos de inversión, que en 2007 sufrieron las mayores salidas de recursos de la década.*

### Suscripciones y reembolsos de los FI (millones de euros)

CUADRO 5

Categoría	Suscripciones				Reembolsos			
	1T07	2T07	3T07	4T07	1T07	2T07	3T07	4T07
Rta. fija <sup>1</sup>	31.679	27.498	30.581	26.566	32.087	28.502	28.983	32.606
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	2.322	1.440	1.142	956	1.967	1.664	2.050	2.128
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	909	753	635	452	1.023	894	999	1.107
Rta. vble. ncal.	1.985	992	483	943	1.750	1.861	1.429	1.683
Rta. vble. interncal <sup>4</sup>	5.519	4.925	3.215	2.971	4.987	4.011	5.242	5.834
Gar. rta. fija	2.074	1.915	2.191	2.981	1.452	1.369	1.897	1.712
Gar. rta. vble.	1.800	1.858	1.316	3.096	2.785	2.238	2.142	4.437
Fondos globales	6.474	4.681	3.046	3.543	6.515	4.624	5.906	6.942
IIC de IL	47	29	32	243	0	0	0	2
IIC de IIC de IL	9	614	233	215	0	2	11	53
<b>TOTAL</b>	<b>52.817</b>	<b>44.705</b>	<b>42.875</b>	<b>41.967</b>	<b>52.567</b>	<b>45.165</b>	<b>48.659</b>	<b>56.504</b>

Fuente: CNMV

1 Incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, renta fija internacional y monetarios.

2 Incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional.

3 Incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional.

4 Incluye: Renta variable euro, Renta variable internacional Europa, Renta variable internacional Japón, Renta variable internacional EEUU, Renta variable internacional emergentes y Renta variable internacional otros.

## 2.3 Perspectivas

Algunas características de este episodio de turbulencias financieras han sido similares a los de otras crisis anteriores (*crack* bursátil de 1987, el *default* ruso y el colapso de fondo *Long Term Capital Management* en 1998, el pinchazo de las empresas denominadas como “punto.com” en 2000 o los atentados terroristas de 2001). Como en episodios anteriores, se ha producido un incremento generalizado de la percepción y valoración del riesgo que se ha traducido en aumentos de la volatilidad de los mercados financieros internacionales y en huidas hacia la calidad en las inversiones.

*Este periodo de turbulencias, con algunos puntos en común respecto a crisis anteriores...*

El principal elemento diferenciador de la situación actual es posiblemente la ausencia de liquidez en determinados mercados mayoristas que ha ocasionado una reducción en los canales disponibles de financiación para las entidades bancarias y que denota implícitamente un problema extendido de confianza. La situación de incertidumbre se prolongará previsiblemente hasta que no emerjan todos los efectos de la crisis *subprime* sobre los balances corporativos, para lo que aún será necesario conocer las cuentas de resultados de las entidades correspondientes a la primera mitad de 2008.. Los principales riesgos que se atisban sobre el escenario económico y financiero central tendrían origen en: (i) la aparición de pérdidas abultadas en los balances de entidades cotizadas, (ii) la prolongación de los problemas de liquidez en los mercados financieros que propicie una contracción

*... y algunos elementos propios, sólo se superará con la recuperación de la confianza de los agentes.*

severa del crédito a empresas y familias, y (iii) como consecuencia de los anteriores, una corrección más intensa de lo previsto de la demanda interna.

*La economía española está sometida a riesgos generales y particulares, pero dispone de elementos de fortaleza.*

La economía española está sometida, como las demás, a estos riesgos generales. Su elevada exposición a la evolución del sector inmobiliario constituye, quizás, su principal factor de vulnerabilidad. No obstante, dispone de algunos elementos de fortaleza: en particular, la solidez patrimonial de las entidades financieras y el amplio margen de maniobra de la política fiscal, habida cuenta del superávit sostenido de las Administraciones Públicas.

## 3 La evolución de los mercados nacionales

### 3.1 Los mercados bursátiles

*La renta variable nacional, que mostró ganancias apreciables en 2007, experimentó descensos pronunciados de los precios en los primeros meses de 2008....*

El comportamiento de los precios de la renta variable nacional ha sido muy errático desde que comenzó la crisis hipotecaria y financiera internacional. A pesar del fuerte incremento de la volatilidad en los mercados, el principal índice de referencia (Ibex-35) finalizó el ejercicio 2007 con una ganancia apreciable (7,3%) superior a la mostrada en otras bolsas de referencia. No obstante, los tres primeros meses de 2008 se han caracterizado por un fuerte descenso de los precios, superior al 10%, y un renovado crecimiento de la volatilidad como consecuencia del aumento del pesimismo de los agentes ante la acumulación de noticias negativas sobre la evolución de la actividad a escala mundial. Las pérdidas del índice español han sido algo inferiores a las de otras plazas europeas (ver cuadro 2).

*... aunque el comportamiento no fue homogéneo entre las sociedades cotizadas.*

Este comportamiento no ha sido generalizado entre las empresas cotizadas ni atendiendo a su sector ni tampoco a su tamaño. Así, por sectores, destaca la penalización de los ligados a la industria inmobiliaria (es decir, construcción y, especialmente, servicios inmobiliarios) y las entidades de crédito, que han sido las más castigadas por las turbulencias financieras. Las empresas de telecomunicaciones parecen haberse configurado como activos refugio en este periodo. Respecto al tamaño, cabe destacar el peor comportamiento de las entidades de mediana y pequeña capitalización cuyos precios descendieron sustancialmente tanto en 2007 como en los primeros meses de 2008, por lo que en términos interanuales las pérdidas quedaron cerca del 30% para ambos tipos de entidades. Incluso dentro de las empresas de gran capitalización que componen el Ibex-35, los resultados han sido dispares. La importancia de la ponderación de las grandes compañías ha condicionado significativamente el movimiento del índice total: así, en el conjunto de 2007 únicamente dos valores fueron responsables del 85% de la variación total del Ibex-35.

*La caída de precios ha situado el PER del Ibex-35 en mínimos históricos...*

El notable descenso del Ibex-35 desde noviembre de 2007 se ha traducido en una caída de la ratio precio-beneficios (PER<sup>16</sup>) hasta niveles algo inferiores a 12, situándolo sustancialmente por debajo de sus niveles medios de los últimos años (16 desde el año 2000). Estas cifras sitúan los precios de mercado de las acciones españolas más cercano al de las empresas europeas que a las norteamericanas, lo que supone una ruptura respecto al patrón observado desde 2005.

<sup>16</sup>El PER se calcula como el cociente entre el precio de una acción (o índice) y el beneficio por acción en una fecha determinada. Se puede tomar el beneficio por acción histórico o esperado. Las cifras que se presentan en este informe toman el beneficio histórico. La fuente de los datos es Thomson Datastream.

## Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español (%)

CUADRO 6

	2004	2005	2006	2007	I 08 (31 de marzo)	
					% s/dic	% interanual
Ibex-35	17,4	18,2	31,8	7,3	-12,6	-9,9
Madrid	18,7	20,6	34,5	5,6	-12,4	-11,8
Ibex Médium Cap	25,1	37,1	42,1	-10,4	-9,8	-28,3
Ibex Small Cap	22,4	42,5	54,4	-5,4	-13,6	-28,9
FTSE Latibex All-Share	31,0	83,9	23,8	57,8	-10,5	32,1
FTSE Latibex Top	28,1	77,9	18,2	33,7	-6,2	17,4

Fuente: Thomson Datastream.

## Rentabilidad sectorial del mercado bursátil español (%)

CUADRO 7

	2004	2005	2006	2007	I 08 (hasta 31 de marzo)	
					% s/dic	% interanual
Acero	25,3	20,7	81,2	-17,5	2,9	-4,3
Agua	31,2	18,1	55,6	-0,8	-13,0	-10,2
Automoción	0,6	21,8	171,1	0,0	-14,8	-27,2
Bebidas	1,3	10,4	14,6	10,8	-4,9	-6,6
Construcción y mat. de construcción	28,5	50,4	61,6	-12,0	-13,2	-28,0
Consumo básico	40,0	19,0	12,9	6,9	0,0	-6,3
Consumo discrecional	33,7	24,8	21,2	-7,7	-16,4	-30,6
Eléctricas	19,6	32,9	46,1	16,9	-9,4	-3,7
Empresas financieras	10,1	22,5	35,5	-10,5	-12,8	-22,1
Hoteles	17,3	41,8	27,9	-25,0	-14,1	-45,3
Inmobiliaria	29,5	58,9	100,4	-42,6	-6,4	-43,3
Papel	30,2	13,7	36,6	-12,4	-12,5	-33,3
Químicas	19,2	176,1	-20,4	-58,4	-6,9	-61,8
Tabaco	49,8	13,7	5,0	21,5	0,0	0,2
Telecomunic. y medios de comunicación	16,7	-0,7	29,4	26,3	-17,2	1,3
Utilities	21,5	27,2	42,0	18,5	-8,8	-2,0

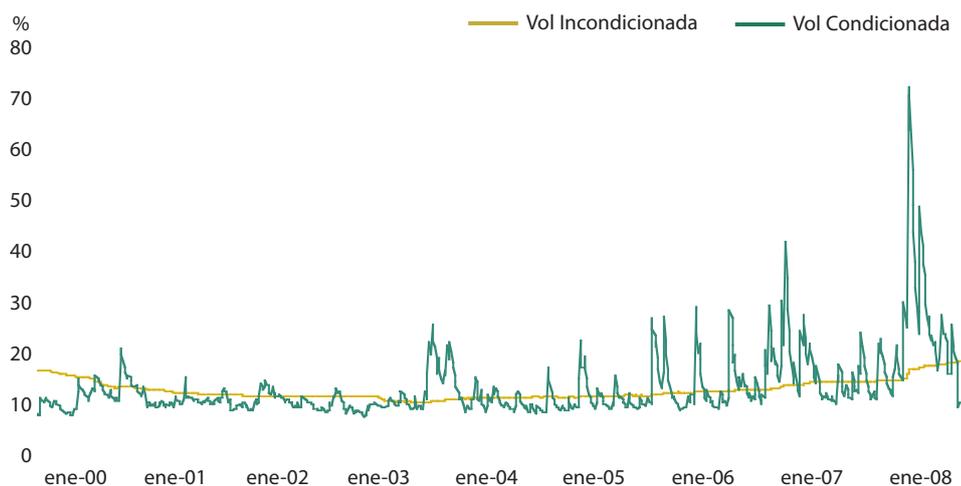
Fuente: Thomson Datastream. Datos mensuales.

También se ha producido una ampliación considerable del exceso de rentabilidad bursátil sobre los tipos de interés a largo plazo (conocido como *earning yield gap*<sup>17</sup>) respecto a los valores previos a la crisis de verano debido al descenso de los precios de las acciones tras la crisis y al descenso de los tipos de interés a largo plazo. El *earning yield gap* ha aumentado significativamente, aunque con un comportamiento algo volátil, hasta alcanzar en marzo un nivel del 4,5%, frente a una media histórica desde 1999 del entorno del 2%.

... y ha producido una ampliación considerable del *earning yield gap*.

## Volatilidad histórica. Ibex 35

GRÁFICO 5

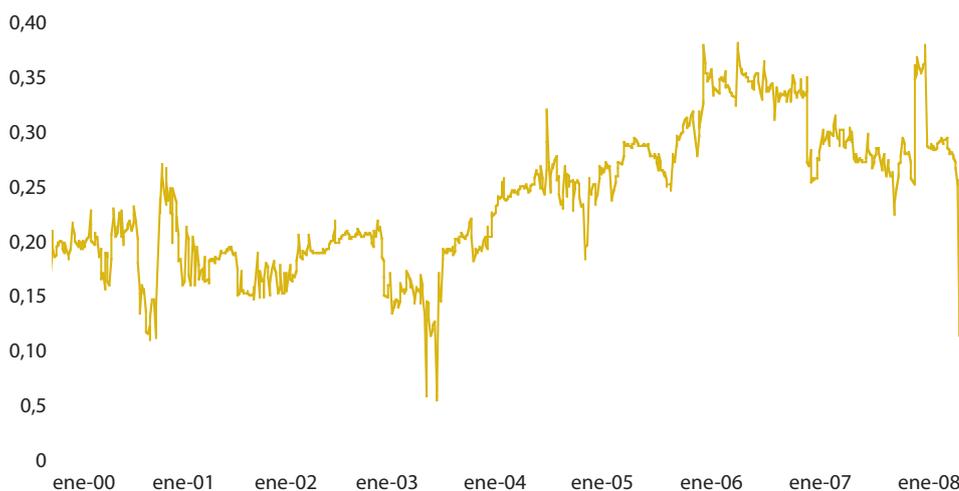


Fuente: Datastream y elaboración propia. Datos a 31 de marzo.

<sup>17</sup>El *earning yield gap* recoge la prima de rentabilidad que es exigible a un activo con mayor riesgo de mercado que la deuda pública. Este indicador se basa en el supuesto de que el precio de una acción, en un determinado momento, es el valor descontado de los flujos futuros de beneficios a los que da derecho dicha acción. El factor de descuento de los flujos incluiría dicha prima. Así pues, su valor se puede aproximar mediante la expresión:  $\rho = \frac{1}{PER} - r$ , donde PER es el ratio precio sobre beneficio y r el tipo de interés de la deuda pública a largo plazo.

## Asimetría de la volatilidad del Ibex 35

GRÁFICO 6



Fuente: *Datastream* y elaboración propia. Datos a 31 de marzo. Se representa el parámetro que mide, en un modelo *GARCH* asimétrico(\*), la sensibilidad de la volatilidad condicional a sorpresas negativas en los rendimientos.

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

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

## Media aritmética de los coeficientes de correlación de acciones del Ibex 35

GRÁFICO 7



Fuente: *Datastream* y elaboración propia. Datos a 31 de marzo.

*La incertidumbre de los mercados se ha traducido en un fuerte aumento de la volatilidad y en un crecimiento de la sensibilidad a los descensos del índice...*

La incertidumbre de los mercados se tradujo en un fuerte aumento de la volatilidad histórica del índice en el mes de enero, superando los últimos máximos alcanzados en 2002, si bien se produjo un cierto descenso de la misma a lo largo de los dos meses posteriores (gráfico 5). Es preciso destacar el crecimiento significativo de la asimetría de la distribución de rendimientos diarios del Ibex-35, lo que denota que la variabilidad de los precios es cada vez más sensible a los descensos del índice. Dicho parámetro se ha reducido ligeramente desde los máximos de verano, pero continúa en niveles elevados (gráfico 6).

El aumento de la correlación entre los rendimientos de los diferentes activos se configura como una posible fuente de vulnerabilidad para los mercados financieros nacionales. En el caso concreto de la renta variable nacional, se observa una elevada correlación de su

rendimiento con el de otros activos financieros, entre los que destaca la renta variable europea, con valores superiores al 80% en los seis últimos meses. También es importante el aumento de la correlación entre las acciones del propio Ibex-35 (supera el 45%). Esto sugiere la presencia de factores comunes que explican la evolución conjunta de los valores de renta variable. Estos podrían estar relacionados con la globalización de la actividad económica y con la mayor liquidez relativa de las acciones cotizadas frente a los valores de renta fija privada en un contexto de especial sensibilidad de los inversores sobre la profundidad de los mercados financieros. De hecho, el análisis de diversas medidas existentes (spread *bid-ask*, lambda de Kyle) revela que la liquidez de los mercados de renta variable nacional se mantiene en niveles elevados.

Aunque la incertidumbre presente en los mercados financieros en el segundo semestre ha podido ralentizar el volumen de las emisiones de renta variable en este periodo, en el conjunto del año, el volumen de emisiones ha sido significativamente superior al registrado en 2006 (casi se han quintuplicado) y 2005 (cuadro 8). Ello es debido al incremento de las ampliaciones de capital, puesto que las ofertas públicas de venta de acciones (OPV) se situaron por debajo de las efectuadas en 2006.

*...que junto al aumento de la correlación entre los rendimientos de los activos se configuran como elementos relevantes de riesgo.*

*Las emisiones de renta variable crecieron notablemente en 2007 a pesar de la incertidumbre gracias al incremento de las ampliaciones de capital.*

### Emisiones de renta variable y OPV<sup>1</sup>

CUADRO 8

millones de euros					2007				2008
	2004	2005	2006	2007	I 07	II 07	III 07	IV 07	I 08
<b>IMPORTES EFECTIVOS<sup>2</sup></b>	<b>21.735,6</b>	<b>2.960,5</b>	<b>5.021,7</b>	<b>23.757,9</b>	<b>803,9</b>	<b>11.218,1</b>	<b>4.337,2</b>	<b>7.398,7</b>	<b>9,5</b>
Ampliaciones de capital	18.748,0	2.803,4	2.562,9	21.689,5	696,1	9.896,5	4.273,8	6.823,1	0,0
De ellas, mediante OPS	1.101,9	0,0	644,9	8.502,7	0,0	334,2	3.485,2	4.683,3	0,0
Tramo nacional	537,9	0,0	303,0	4.821,4	0,0	334,2	2.449,6	2.037,6	0,0
Tramo internacional	564,0	0,0	342,0	3.681,4	0,0	0,0	1.035,6	2.645,8	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.987,6	157,1	2.458,8	2.068,5	107,8	1.321,6	63,4	575,6	9,5
Tramo nacional	1.664,4	54,7	1.568,1	1.517,1	107,8	913,5	63,4	432,4	9,5
Tramo internacional	1.323,2	102,5	890,7	551,4	0,0	408,1	0,0	143,3	0,0
<b>NÚMERO DE EXPEDIENTES<sup>3</sup></b>	<b>42</b>	<b>27</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>6</b>	<b>12</b>	<b>1</b>
Ampliaciones de capital	37	25	21	26	6	8	5	7	0
De ellas, mediante OPS	4	0	8	8	0	2	2	4	0
De ellas, liberadas	15	6	0	0	0	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	7	2	14	12	1	3	1	7	1

Fuente: CNMV.

1 Expedientes de emisión registrados en la CNMV. Expedientes iniciales y ampliaciones de expedientes.

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

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

A pesar de que los factores fundamentales que influyen sobre el comportamiento de la renta variable se mantienen, en general, relativamente firmes, ya que las perspectivas sobre los resultados de las empresas cotizadas son favorables, existe un grado elevado de incertidumbre debido a dos factores: (i) el desconocimiento pleno de los efectos de la crisis hipotecaria y financiera internacional sobre los balances corporativos y (ii) el balance de riesgos sobre el crecimiento de la actividad y el empleo en el conjunto de la economía, que actualmente está sesgado a la baja. En este momento, la combinación de unos resultados corporativos en 2007 inferiores a los esperados y una evolución macroeconómica en EE.UU. más desfavorable de lo que indican la mayor parte de las previsiones configura el escenario de riesgos más relevante para la evolución de las bolsas de valores.

*Los principales riesgos sobre la renta variable están relacionados con el desconocimiento pleno de los efectos de la crisis hipotecaria internacional y con la magnitud de la desaceleración de la economía nacional.*

## Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 9

millones de euros	2004	2005	2006	2007	mar-07	jun-07	sep-07	dic-07	mar-08
<b>Total bolsas</b>	<b>642.109</b>	<b>854.145</b>	<b>1.154.294</b>	<b>1.667.219</b>	<b>418.540</b>	<b>441.725</b>	<b>372.131</b>	<b>434.823</b>	<b>383.254</b>
Mercado continuo	636.527	847.664	1.146.390	1.658.019	415.857	439.664	370.417	432.081	380.935
Corros	5.194	5.899	5.318	1.155	574	209	98	274	44
de los que SICAV <sup>1</sup>	4.541	4.864	3.980	362	258	57	32	15	3
MAB <sup>2</sup>	-	-	1.814	6.985	1.771	1.605	1.369	2.240	1.966
Segundo Mercado	21	26	49	194	122	22	38	12	3
Latibex	366	557	723	868	217	226	209	216	306

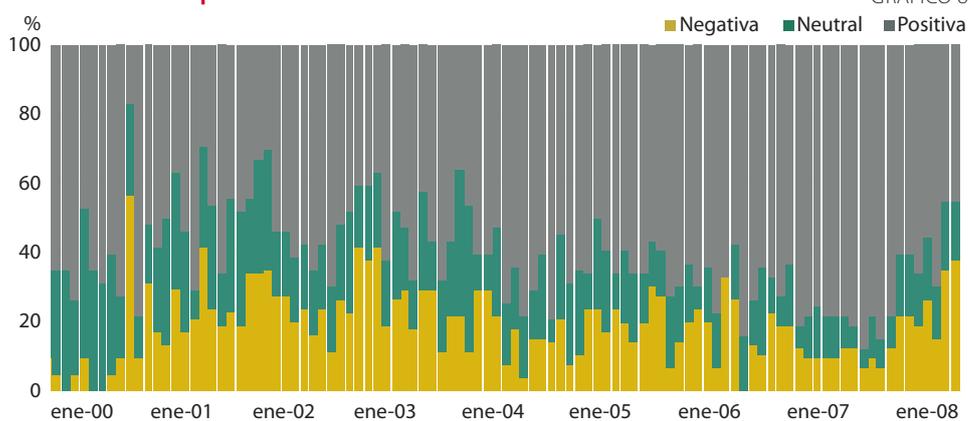
Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> Sociedades de inversión de carácter financiero.

<sup>2</sup> Mercado alternativo bursátil. Datos desde el inicio de su actividad el 29 de mayo de 2006.

## Variaciones en la previsión de beneficios. IBES

GRÁFICO 8



Fuente: Datastream y elaboración propia. Datos a 31 de marzo.

## 3.2 Los mercados de renta fija

*Como en otros mercados internacionales, los mercados españoles de renta fija han iniciado un proceso de huida hacia la calidad, caracterizado por el descenso de los tipos a largo plazo...*

Los mercados españoles de renta fija pública han reaccionado a la crisis internacional de forma similar a otros mercados internacionales de deuda pública. El incremento de la incertidumbre de los inversores tras la crisis hipotecaria y financiera ha propiciado un fenómeno de huida hacia la calidad, que se ha traducido en una reducción de los tipos a largo plazo hacia valores algo superiores al 4,0%, cerca de 40 puntos porcentuales menos que los registrados en los momentos previos a la crisis. En paralelo al descenso de los tipos a largo, se ha producido un cierto incremento del diferencial respecto al bono alemán, un fenómeno que se ha producido de forma relativamente generalizada entre las economías europeas más importantes.

*...y un aumento sustancial de las primas de riesgo de los emisores (según la información de los CDS).*

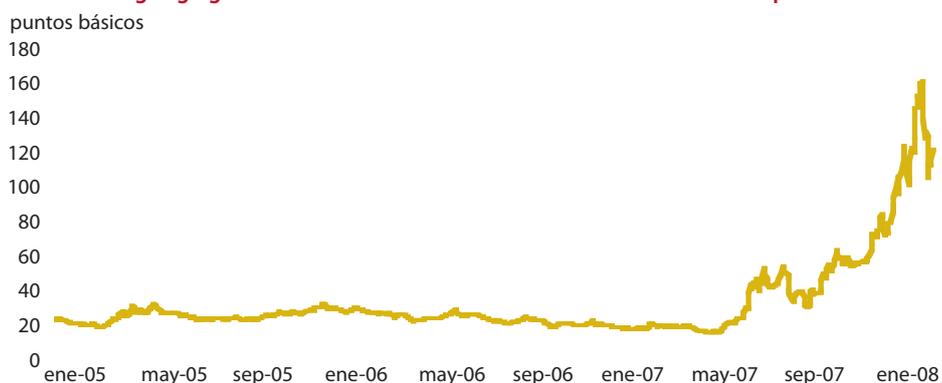
Por lo que respecta a los mercados de deuda privada, y en consonancia con el incremento de la percepción del riesgo, se ha observado un ligero aumento de los *spreads* respecto a la deuda pública o los depósitos interbancarios, si bien las propias características de los mercados de deuda privada y la escasez de operaciones podrían dar lugar a unos precios poco representativos. Por esta razón se ha decidido evaluar la información agregada procedente de los CDS<sup>18</sup> (*credit default swaps*) a cinco años de los emisores españoles más importantes.

<sup>18</sup> El CDS es un derivado de crédito que implica (para el comprador) adquirir un seguro que transfiere el riesgo crediticio del activo subyacente al vendedor del CDS. El comprador de un CDS acuerda el pago de cierta cantidad con cierta periodicidad al vendedor a cambio de tener una protección contra el impago de un bono o un préstamo de una empresa o país. Si se produce el impago (*o default*), el vendedor del CDS paga al comprador una cantidad equivalente a la pérdida. Los precios de los CDS cotizan en puntos básicos. Los pagos periódicos del comprador se calculan multiplicando los puntos básicos por el valor nominal del contrato.

En este análisis se aprecia con mucha más nitidez el aumento de la prima de riesgo de los emisores españoles tras la crisis de los meses de verano. Tras varias semanas de descenso, esta prima de riesgo agregada volvió a retomar una senda ascendente en octubre 2007 que no parece haber finalizado, superando ampliamente los primeros máximos alcanzados tras los meses de verano. Como se observa en el gráfico 9, el indicador que agrega la información de los CDS a cinco años superaba los 100 puntos básicos a finales de marzo, lo que representa un incremento superior a los 90 puntos respecto a los niveles previos a la crisis, algo por encima de los aumentos observados en otras referencias europeas.

Tal y como refleja el cuadro 10, el endurecimiento de las condiciones de financiación de las entidades se ha traducido en una reducción significativa de las emisiones de renta fija en el cuarto trimestre del año, a la espera de una normalización de la situación en los mercados. Únicamente las emisiones de pagarés de empresa y de bonos de titulización se salvan de este comportamiento. Por lo que respecta a los pagarés de empresa, sus emisiones registraron un fuerte aumento en el conjunto de 2007 (442.000 millones de euros en 2007 frente a los 334.000 millones de 2006) y, aunque experimentaron un leve descenso en el cuarto trimestre, continuaron siendo las emisiones más voluminosas en dicho periodo. Por su parte, las emisiones de bonos de titulización mostraron un crecimiento sustancial, tanto en el conjunto del año como en el último trimestre del mismo. Así, en 2007 estas emisiones superaron los 141.600 millones de euros frente a los 91.600 millones de 2006 y, además, en el último trimestre el volumen emitido triplicó las cifras del trimestre precedente. En el primer trimestre de 2008 la estructura de las emisiones de renta fija fue similar si bien los volúmenes registrados fueron notablemente inferiores a los del primer trimestre de 2007. Es importante señalar que una parte importante de las emisiones de bonos de titulización está siendo adquirida por las entidades originadoras con el objetivo de dotarse de activos que puedan eventualmente enajenar o utilizar como garantía de la financiación del banco central. De hecho, ante la situación anormal de los mercados internacionales de renta fija - en especial los ligados al mercado hipotecario- y del mercado interbancario, las entidades españolas han optado por aumentar su recurso a la financiación del Banco de España en el marco de las operaciones de política monetaria del Eurosistema<sup>19</sup>.

#### Prima de riesgo agregada<sup>1</sup> con información de CDS a cinco años de emisores españoles<sup>2</sup> GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 31 de marzo.

1 Se ha ponderado por la capitalización de cada emisor.

2 Desde julio de 2007 se corresponde con datos de once emisores (nueve al principio de la muestra).

<sup>19</sup>El préstamo neto obtenido por las entidades de crédito españolas del BCE se incrementó en el conjunto de 2007 desde niveles que oscilaban en torno a 20.000 millones de euros mensuales entre enero y septiembre (media mensual de datos diarios) hasta más de 44.000 millones de euros en diciembre (en enero de 2008: 39.644 millones de euros y en febrero: 44.067 millones de euros). En porcentaje del total inyectado por el Eurosistema, este comportamiento supone un aumento de la participación de la banca española desde tasas cercanas al 4%-5% hasta el entorno del 10%, cifra que se sitúa en línea con la importancia relativa de nuestra economía en el conjunto de la zona Euro.

Emisiones brutas de renta fija registradas<sup>1</sup> en la CNMVCUADRO 10  
2008

	2004	2005	2006	2007	2007				2008
					I-07	II-07	III-07	IV-07	
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>	<b>257</b>	<b>263</b>	<b>335</b>	<b>334</b>	<b>88</b>	<b>86</b>	<b>76</b>	<b>84</b>	<b>72</b>
Cédulas hipotecarias	17	21	37	32	8	10	9	5	9
Cedulas territoriales	2	3	6	8	2	1	4	1	7
Bonos y obligaciones no convertibles	95	93	115	79	31	25	20	3	7
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	2	4	1	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	48	54	82	101	17	25	19	40	18
Programas de pagarés	62	80	83	106	28	23	20	35	27
De titulización	3	3	3	3	0	2	1	0	0
Resto de pagarés	59	77	80	103	28	21	19	35	27
Otras emisiones de renta fija	5	1	0	3	0	1	2	0	0
Participaciones preferentes	26	7	11	5	2	1	2	0	4
<b>IMPORTE NOMINAL mill. de euros</b>	<b>329.962,3</b>	<b>414.253,9</b>	<b>523.131,4</b>	<b>648.757,0</b>	<b>173.448,3</b>	<b>156.957,4</b>	<b>163.782,9</b>	<b>154.568,4</b>	<b>117.385,3</b>
Cédulas hipotecarias	19.074,0	35.560,0	44.250,0	24.695,5	8.400,0	7.245,5	6.525,0	2.525,0	1.175,0
Cedulas territoriales	1.600,0	1.775,0	5.150,0	5.060,0	1.450,0	1.500,0	2.000,0	110,0	1.020,0
Bonos y obligaciones no convertibles	38.123,6	41.907,1	46.687,5	27.416,0	9.982,0	9.427,0	7.750,0	257,0	604,1
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	67,4	162,8	68,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	50.524,8	69.044,3	91.607,7	141.627,0	39.392,2	31.517,5	17.898,3	52.819,0	28.657,0
Tramo nacional	38.099,5	63.908,3	85.099,9	141.627,0	39.392,2	31.517,5	17.898,3	52.819,0	28.657,0
Tramo internacional	12.425,3	5.136,0	6.507,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pagarés de empresa <sup>2</sup>	214.602,8	264.359,5	334.457,0	442.433,5	114.144,1	106.967,4	122.464,6	98.857,4	85.833,2
De titulización	3.723,6	2.767,5	1.992,7	464,8	156,0	138,8	85,0	85,0	133,0
Resto de pagarés	210.879,2	261.592,0	332.464,3	441.968,7	113.988,1	106.828,6	122.379,6	98.772,4	85.700,2
Otras emisiones de renta fija	428,1	89,3	0,0	7.300,0	0,0	225,0	7.075,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	5.541,5	1.356,0	911,0	225,0	80,0	75,0	70,0	0,0	96,0
<b>Pro memoria:</b>									
Emisiones subordinadas	8.871,2	11.078,5	27.361,5	47.158,3	14.481,7	3.777,6	12.702,1	16.196,9	2.312,5
Emisiones aseguradas	97.791,9	94.368,0	92.213,5	121.608,5	39.392,2	31.616,5	17.898,3	32.701,5	8.215,3

Fuente: CNMV.

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

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

*El aumento de la desconfianza sobre los productos estructurados también ha afectado al mercado de titulizaciones español, a pesar de la elevada calidad de los instrumentos.*

El incremento de la contratación de los bonos de titulización en 2007 tiene su origen fundamentalmente en el aumento de la presencia en las operaciones con el Banco de España, es decir, de las operaciones ligadas a la política monetaria. Del resto de las operaciones, únicamente seis valores concentran más del 50% de dicha contratación en 2007 y menos de una quinta parte de los valores admitidos a negociación registra algo de contratación (cuadro 11). De este modo, el aumento de la desconfianza sobre los productos estructurados a raíz de la crisis hipotecaria también ha afectado al mercado de titulizaciones español, en el que se ha reducido el volumen de emisiones colocadas en el mercado, se mantiene una escasa negociación y se han registrado caídas sensibles en los precios de las referencias más líquidas. En gran medida, estos resultados pueden atribuirse a un efecto contagio de la pérdida de atractivo general de los productos estructurados en todo el mundo. Ello a pesar de que las titulizaciones españolas generan instrumentos de una elevada calidad como consecuencia de la reducida morosidad de los préstamos originales, la práctica ausencia de transferencia de riesgo de crédito, que se mantiene típicamente en el balance de la entidad originadora, y la elevada solvencia de éstas (ver recuadro sobre “Evolución reciente de la titulización” al final de este epígrafe).

**Bonos de titulación : número de valores necesarios para alcanzar el % de contratación (excluidas las operaciones con Banco de España)**

CUADRO 11

	Nº de valores necesarios para alcanzar el % de contratación				% valores que contratan(excluido BE)	Nº de valores vivos
	25%	50%	75%	100%		
ene-07	2	9	26	161	18,15%	887
feb-07	1	4	12	175	19,62%	892
mar-07	1	4	11	186	20,31%	916
abr-07	1	2	9	146	15,82%	923
may-07	1	4	12	152	15,85%	959
jun-07	1	2	8	168	17,32%	970
jul-07	1	6	20	192	18,46%	1.040
ago-07	1	6	27	177	16,48%	1.074
sep-07	1	6	22	236	21,97%	1.074
oct-07	2	5	18	171	15,60%	1.096
nov-07	1	3	9	192	16,89%	1.137
dic-07	4	11	28	218	18,84%	1.157
ene-08	3	9	20	185	15,11%	1.224
feb-08	2	6	21	209	16,98%	1.231
mar-08	1	41	56	244	19,54%	1.249

Fuente: AIAF y elaboración propia.

La evolución futura de los mercados de renta fija privada está fuertemente condicionada por la pauta que siga la restauración de la confianza sobre la situación patrimonial de las empresas emisoras y, en particular, de las entidades financieras.

En principio, cabe esperar que la publicación de estados financieros auditados a lo largo del primer semestre de 2008 debe contribuir a reactivar los mercados interbancarios y a devolver la normalidad al funcionamiento del sistema de precios como mecanismo discriminador de la calidad de las emisiones y, de este modo, a reanudar la pauta habitual de emisiones de bonos corporativos y otros instrumentos de renta fija. La normalización de las condiciones del mercado no implica necesariamente una vuelta atrás en la valoración del riesgo de los agentes sino, de modo más probable, una re-evaluación del riesgo de los instrumentos financieros, que dé lugar a un precio del riesgo mayor que en la etapa precedente a la crisis.

En todo caso, la crisis hipotecaria internacional ha abierto ya una reflexión en diversos foros nacionales e internacionales sobre las lecciones que cabe extraer de los acontecimientos recientes. Entre los temas suscitados cabe destacar los siguientes<sup>20</sup>:

- **Agencias de rating:** Se ha cuestionado en los últimos meses el papel de estas instituciones en la crisis hipotecaria y financiera internacional. La problemática relacionada con estas entidades gira en torno a dos ejes. El primero de ellos es la posibilidad de existencia de conflictos de interés en el desarrollo de su actividad como consecuencia del papel de las agencias como asesoras de las empresas emisoras y la remuneración por éstas –y no por los inversores- de los trabajos de valoración realizados. El segundo tipo de cuestiones gira en torno a la metodología empleada. En particular, se ha señalado una cierta falta de transparencia sobre los criterios de valoración seguidos a pesar de las mejoras producidas en los últimos años y se ha cuestionado la utilidad de los modelos utilizados –basados en regularidades históricas- en un contexto macroeconómico y financiero sometido a mutación constante. En todo caso,

*La normalización de las condiciones de financiación en los mercados de renta fija requiere restaurar la confianza sobre la situación de las empresas emisoras.*

*La crisis internacional ha abierto diversos foros de debate entre los que destacan el papel de las agencias de rating, ...*

<sup>20</sup> Estos temas, junto con otros, han sido señalados como lecciones de la crisis en los informes del *Financial Stability Forum (Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience)* y del *International Monetary Fund (Global Financial Stability Report)*, ambos publicados en abril de 2008.

los *rating* actuales resultan insuficientes para recoger el conjunto de los riesgos que conllevan los instrumentos valorados. Debe tenerse en cuenta, en este sentido, que las agencias tratan de aproximar el concepto de “pérdida esperada” y, de este modo, pueden no incorporar suficientemente los riesgos derivados de sucesos que ocurren con poca probabilidad pero que, al tener un impacto potencial muy significativo sobre el rendimiento de los activos (*tail risk*) inciden sobre las decisiones de inversión. Finalmente, los *ratings* no recogen ninguna valoración de la liquidez de los instrumentos, un concepto que ha cobrado gran importancia en la crisis reciente.

En este contexto, en el ámbito internacional permanece abierto un debate sobre la posibilidad de regulación de este sector, siguiendo los pasos de EE.UU. En estos momentos, la atención se está centrando en reformar el código de conducta elaborado por IOSCO para las agencias de *rating*. Este código puede servir de base tanto para perfeccionar los mecanismos de autorregulación del sector como para la imposición de normas de conducta que puedan ser verificadas por un organismo supervisor.

- **Transparencia de los mercados:** Una de las causas principales que ha estado en el origen de la crisis en los mercados de crédito ha sido la dificultad para conocer la exposición real de las entidades financieras a determinado tipo de riesgos. Ello es la consecuencia de los nuevos mecanismos existentes para la transmisión del crédito, la complejidad que han alcanzado los productos estructurados y la escasa información existente sobre la naturaleza y evolución de los activos subyacentes a esos productos. Asimismo, algunos mercados –típicamente de renta fija- carecen de mecanismos adecuados de información sobre variables relevantes antes y después de la contratación. Todas estas deficiencias invitan al diseño de reformas regulatorias que permitan reducir las carencias en la información de que disponen los inversores.
- **Necesidad de estandarización:** Las dificultades que se han puesto de manifiesto en los mercados de productos complejos justifican al menos una reflexión sobre la posibilidad de alcanzar un grado mayor de estandarización de los instrumentos disponibles de inversión y financiación. La propia industria puede encontrar acertado proponer categorías de productos estructurados que puedan ser valorados de forma precisa y sobre los que puedan desarrollarse mercados con un grado suficiente de liquidez.

... los problemas de  
transparencia de los  
mercados ...

... y las dificultades  
para la valoración de  
productos complejos.

### Evolución reciente de la titulización

El amplio desarrollo de este mercado de titulaciones en los últimos años ha puesto de manifiesto cómo las operaciones de titulización se han convertido en una práctica ampliamente extendida entre las entidades financieras. Las necesidades de financiación de estas entidades para mantener el ritmo de expansión del crédito hipotecario hicieron que desde principios de la década los bancos y las cajas de ahorro fueran los cedentes de entre el 94% y el 97% de las emisiones totales de titulización. El panorama de 2007 apunta algunas novedades respecto al año precedente. En particular, las titulaciones de las cajas siguieron siendo las más voluminosas (más de 64.000 millones de euros), pero destaca el gran crecimiento de las titulaciones que tienen a los bancos como cedente (72%), que dejó el nivel de estas emisiones en niveles superiores a los 59.000 millones de euros al final del

año. Este comportamiento respondería, al menos parcialmente, a la posibilidad que otorgan los productos titulizados para obtener financiación del BCE ya comentado. Asimismo, se aprecia un incremento del protagonismo como cedente de otras instituciones como el ICO. Finalmente, aunque la participación de las sociedades no financieras es creciente, sigue representando un porcentaje minúsculo del total. Lo más previsible es que, a medida que se produzca una normalización de las condiciones de financiación en los mercados, el protagonismo de entidades no financieras crezca, por las posibilidades que este instrumento otorga como fuente de financiación alternativa o como herramienta de gestión de riesgos.

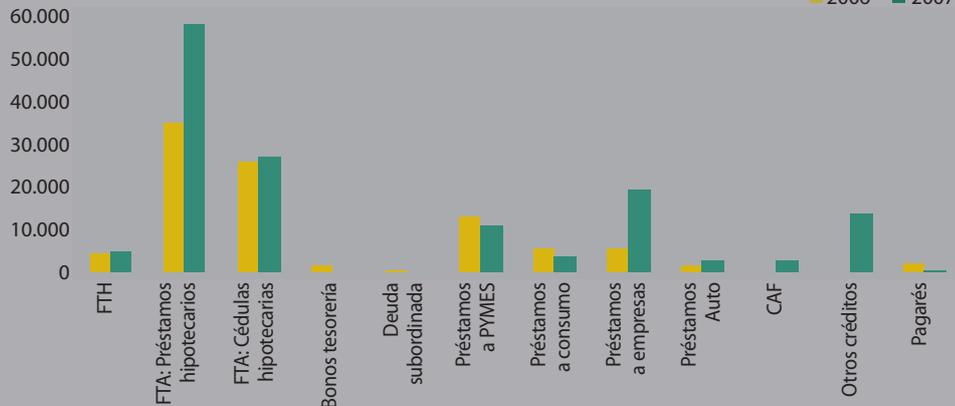
De forma simultánea al incremento en el número y naturaleza de las entidades implicadas de forma recurrente en operaciones de titulización, las carteras de activos que se incorporan a los fondos también se han ido diversificando con el paso del tiempo. A pesar de que la titulización de activos hipotecarios (que se puede hacer mediante FTH<sup>21</sup> o FTA<sup>22</sup> respaldados por préstamos hipotecarios, por cédulas hipotecarias o por préstamos a promotores) sigue ocupando una posición predominante respecto al total de activos titulizados, en el último año ha disminuido su peso relativo al concentrar el 63% de las titulizaciones frente al 69% de 2006. La reducida morosidad de los préstamos hipotecarios para la adquisición de vivienda, aunque en ligero aumento, permite deducir una elevada calidad sobre estos activos titulizados. El incremento del protagonismo de otros activos financieros se observa principalmente en la evolución de las titulizaciones asociadas a préstamos a empresas en general y también el de otros créditos.

Por lo que respecta a los inversores en productos derivados de la titulización, se pueden resaltar varios aspectos. En primer lugar, se trata de una actividad puramente institucional. La compleja estructura financiera de estos productos y la dificultad para valorar la magnitud del riesgo financiero de esta alternativa de inversión ha motivado su colocación básicamente entre inversores cualificados. En segundo lugar, el hecho de que las entidades financieras nacionales estén adquiriendo mayoritariamente estos productos para obtener financiación ha elevado el peso relativo de estas instituciones hasta el 66% del total de las suscripciones, cuando los valores de casi toda esta década han oscilado en torno al 30%. Este mismo hecho, junto a la pérdida de actividad de los mercados internacionales tras la crisis, explica la notoria pérdida de la cuota atribuible a los inversores no residentes, que pasa del 66% en 2006 al 34% en 2007.

### Titulización en España por tipología del activo: bonos y pagarés

GRÁFICO 10

millones de euros



Fuente: CNMV.

CAF: Contrato de Arrendamiento Financiero.

<sup>21</sup>Fondos de Titulización Hipotecaria.

<sup>22</sup>Fondos de Titulización de Activos.

Por lo que respecta a los inversores en productos derivados de la titulización, se pueden resaltar varios aspectos. En primer lugar, se trata de una actividad puramente institucional. La compleja estructura financiera de estos productos y la dificultad para valorar la magnitud del riesgo financiero de esta alternativa de inversión ha motivado su colocación básicamente entre inversores cualificados. En segundo lugar, el hecho de que las entidades financieras nacionales estén adquiriendo mayoritariamente estos productos para obtener financiación ha elevado el peso relativo de estas instituciones hasta el 66% del total de las suscripciones, cuando los valores de casi toda esta década han oscilado en torno al 30%. Este mismo hecho, junto a la pérdida de actividad de los mercados internacionales tras la crisis, explica la notoria pérdida de la cuota atribuible a los inversores no residentes, que pasa del 66% en 2006 al 34% en 2007.

**Titulización en España 2007: sector del suscriptor y rating de la emisión** CUADRO 12

millones de euros	AAA	GRUPO A <sup>1</sup>	GRUPO B <sup>2</sup>	GRUPO C <sup>3</sup>	TOTAL	% respecto al total
Instituciones Financieras	87.375	2.744	2.415	820	93.353	66
<b>Banco de España</b>						
Entidades de crédito	83.303	2.640	2.259	787	88.989	63
Residentes españolas	81.654	2.610	2.224	787	87.274	62
Residentes extranjeras	1.650	30	36	0	1.715	1
Otras Instituciones Financieras	4.072	104	156	33	4.364	3
Entidades de Inversión	3.513	68	80	5	3.665	3
Auxiliares Financieros	559	36	76	28	700	0
Empresas de seguros	667	1	18	0	686	0
Administración Pública	10	0	0	0	10	0
Empresas no Financieras					0	0
Familias					0	0
Empresas no Financieras					0	0
<b>Total Mercado Español</b>	<b>88.052</b>	<b>2.745</b>	<b>2.433</b>	<b>820</b>	<b>94.049</b>	<b>66</b>
Instituciones Financieras	41.302	743	395	8	42.448	30
Resto	4.715	268	148	0	5.131	4
<b>Total Mercado Extranjero</b>	<b>46.017</b>	<b>1.011</b>	<b>542</b>	<b>8</b>	<b>47.578</b>	<b>34</b>
<b>Total suscrito</b>	<b>134.069</b>	<b>3.755</b>	<b>2.975</b>	<b>827</b>	<b>141.627</b>	<b>100</b>

Fuente: CNMV.

1 Bonos con calificaciones crediticias que están en el intervalo [AA+,A-] en la clasificación de Standard and Poor's.

2 Bonos con calificaciones crediticias que están en el intervalo [BBB+,B-] en la clasificación de Standard and Poor's.

3 Bonos con calificaciones crediticias menores de B- en la clasificación de Standard and Poor's.

El cuadro 12 muestra, además, cómo el peso de las entidades de crédito domésticas en el total suscrito aumenta a medida que el *rating* de los tramos es menor, acercándose al 100% en los tramos más arriesgados (*equity*). Ello es expresivo de una característica genuina del mercado español: las entidades de crédito domésticas son las que soportan la práctica totalidad de los riesgos de crédito de los activos titulizados por lo que, en España, no predomina el modelo "originar para distribuir" que está en estos momentos siendo analizado como posible fuente de algunos de los factores que han desencadenado la crisis del mercado hipotecario en EE.UU. La permanencia del riesgo en los balances bancarios implica que las emisiones españolas en los mercados son, en general, de una elevada calidad: no sólo los activos subyacentes mantienen una baja tasa de morosidad sino que, en todo caso, están de facto garantizados por las entidades originadoras que gozan, además, de una holgada posición de solvencia.

## 4 Los agentes de los mercados

### 4.1 Vehículos de inversión

#### IIC de carácter financiero<sup>23</sup>

La industria de fondos de inversión viene registrando desde finales de 2006 reembolsos netos como consecuencia de los cambios en la fiscalidad del ahorro, que han reducido la ventaja relativa de los fondos de inversión frente a los depósitos, y de las pérdidas de capital ocasionadas por el incremento de los tipos de interés. Esta tendencia se vio acentuada en el último tercio de 2007 ante la incertidumbre creada por la crisis hipotecaria y financiera internacional. La salida de recursos de los fondos de inversión en el conjunto del año superó los 20 mil millones de euros, alcanzando máximos de la última década<sup>24</sup>. Todas las categorías de fondos<sup>25</sup> mostraron reembolsos netos considerables con las únicas excepciones de los fondos garantizados de renta fija y las IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre. Entre las categorías más afectadas por el volumen de reembolsos destacan los fondos globales, los fondos de renta fija a corto plazo y los fondos de renta variable.

El elevado volumen de reembolsos superó con creces el rendimiento obtenido por la cartera de los fondos lo que propició un descenso sustancial en el patrimonio agregado de los fondos de inversión, que finalizó 2007 en 255 mil millones de euros (un 5,7% menos que en 2006). En todas las categorías de fondos el patrimonio descendió respecto a los niveles de 2006, salvo en los garantizados de renta fija que se beneficiaron del incremento de la incertidumbre del último trimestre del año. La rentabilidad agregada del conjunto de fondos de inversión quedó en el 2,7% en 2007, notablemente inferior a la de 2006 (cerca al 6%) como consecuencia de las pérdidas experimentadas en los mercados de renta variable internacional en la segunda mitad de 2007. Los fondos de renta variable nacional mostraron por el contrario una rentabilidad anual del 8%, la más elevada de las categorías expuestas el cuadro 13, pues obtuvieron rendimientos notables en todos los trimestres de 2007 salvo el tercero.

Las IIC españolas de carácter financiero se caracterizan por su perfil de bajo riesgo (más de dos terceras partes del patrimonio de los fondos corresponde a las categorías de renta fija y garantizados) y su elevada liquidez, si bien se observa en los últimos ejercicios un ligero aumento de las inversiones más arriesgadas que se manifiesta en el moderado aumento de la importancia relativa de la cartera de renta variable (desde el 22% en 2004 hasta el entorno del 25% en 2007<sup>26</sup>) y en la recomposición de la cartera de renta fija a favor de la renta fija privada en detrimento de la renta fija pública<sup>27</sup>. En todo caso, el carácter conservador de las IIC españolas las ha situado en una posición relativamente confortable para afrontar las recientes turbulencias en los mercados financieros.

*El patrimonio de los fondos de inversión experimentó en 2007 un descenso significativo debido al récord de reembolsos netos producidos...*

*...como consecuencia del cambio de fiscalidad y del aumento de la incertidumbre de los inversores.*

<sup>23</sup>Aunque esta clasificación incluye las IIC de inversión libre y las IIC de IIC de inversión libre no se realiza una alusión especial sobre estas instituciones debido a la existencia de un sub-epígrafe específico para ellas.

<sup>24</sup>Más del 70% de los reembolsos netos se produjeron en el último trimestre del año.

<sup>25</sup>Según la agrupación expuesta en el cuadro 13.

<sup>26</sup>Acompañado de un descenso de la importancia de la cartera de renta fija desde un 74% del patrimonio hasta un 67% en el mismo periodo. El resto hasta el 100% del patrimonio corresponde a: warrants y opciones, cartera no cotizada, liquidez y saldo deudor-acreedor.

<sup>27</sup>En la cartera interior, el peso de la cartera de renta fija privada se ha incrementado desde el 14% del patrimonio en 2004 hasta el 24% en 2007, mientras que el de la cartera de renta fija pública ha descendido desde el 23% hasta el 16% en el mismo periodo.

## Principales magnitudes de los fondos de inversión<sup>1</sup>

CUADRO 13

Número	2007					
	2006	2007	I	II	III	IV
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>2.822</b>	<b>2.926</b>	<b>2.872</b>	<b>2.919</b>	<b>2.920</b>	<b>2.926</b>
Renta fija <sup>2</sup>	606	600	609	606	604	600
Renta fija mixta <sup>3</sup>	212	204	207	211	203	204
Renta variable mixta <sup>4</sup>	222	207	215	216	216	207
Renta variable nacional	118	123	118	118	121	123
Renta variable internacional <sup>5</sup>	467	481	480	488	485	481
Garantizado renta fija	220	251	232	237	241	251
Garantizado renta variable	559	590	577	586	589	590
Fondos globales	418	470	434	457	461	470
<b>Patrimonio (millones de euros)</b>						
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>270.406,3</b>	<b>255.040,9</b>	<b>273.412,8</b>	<b>276.600,4</b>	<b>269.907,1</b>	<b>255.040,9</b>
Renta fija <sup>2</sup>	116.511,9	113.234,1	116.963,0	116.344,7	118.489,4	113.234,1
Renta fija mixta <sup>3</sup>	15.314,5	13.011,9	15.755,0	15.329,1	14.142,3	13.011,9
Renta variable mixta <sup>4</sup>	10.149,2	8.848,0	10.090,7	10.289,1	9.753,4	8.848,0
Renta variable nacional	10.416,4	7.839,4	11.238,3	9.523,4	8.353,3	7.839,4
Renta variable internacional <sup>5</sup>	24.799,6	22.698,4	25.759,1	29.428,3	26.453,8	22.698,4
Garantizado renta fija	14.484,8	17.674,4	15.179,1	15.810,4	16.291,2	17.674,4
Garantizado renta variable	44.796,6	42.042,1	43.998,9	44.140,0	43.365,6	42.042,1
Fondos globales	33.933,3	29.692,6	34.428,9	35.735,4	33.058,2	29.692,6
<b>Participes</b>						
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>8.637.781</b>	<b>8.053.049</b>	<b>8.740.972</b>	<b>8.755.921</b>	<b>8.467.203</b>	<b>8.053.049</b>
Renta fija <sup>2</sup>	2.960.879	2.763.442	2.933.505	2.881.128	2.869.191	2.763.442
Renta fija mixta <sup>3</sup>	524.827	493.786	551.786	539.799	511.811	493.786
Renta variable mixta <sup>4</sup>	357.013	331.214	374.508	376.559	359.667	331.214
Renta variable nacional	317.386	288.210	341.396	363.017	343.208	288.210
Renta variable internacional <sup>5</sup>	1.258.426	1.089.868	1.274.138	1.263.619	1.184.871	1.089.868
Garantizado renta fija	497.540	549.108	518.940	541.442	540.637	549.108
Garantizado renta variable	1.783.867	1.715.144	1.771.469	1.766.834	1.754.596	1.715.144
Fondos globales	937.843	822.277	975.230	1.023.523	903.222	822.277
<b>Rentabilidad<sup>6</sup> (%)</b>						
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>5,59</b>	<b>2,73</b>	<b>1,11</b>	<b>1,65</b>	<b>-0,15</b>	<b>0,10</b>
Renta fija <sup>2</sup>	1,95	2,71	0,72	0,65	0,63	0,68
Renta fija mixta <sup>3</sup>	4,18	1,93	0,94	0,96	-0,16	0,18
Renta variable mixta <sup>4</sup>	10,34	2,69	1,71	2,57	-1,17	-0,40
Renta variable nacional	33,25	8,02	5,78	2,07	-2,42	2,53
Renta variable internacional <sup>5</sup>	14,98	2,13	2,12	6,38	-2,80	-3,28
Garantizado renta fija	0,83	2,78	0,59	0,29	1,03	0,84
Garantizado renta variable	4,66	2,44	0,56	1,62	0,13	0,12
Fondos globales	4,01	1,47	0,99	1,57	-0,70	-0,38

Fuente: CNMV.

1 Los datos referentes a suscripciones, y reembolsos están disponibles en el cuadro 5.

2 Incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, renta fija internacional y monetarios.

3 Incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional.

4 Incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional.

5 Incluye: Renta variable euro, Renta variable internacional Europa, Renta variable internacional Japón, Renta variable internacional EEUU, Renta variable internacional emergentes y Renta variable internacional otros.

6 Rentabilidad anual para 2006 y 2007 y rentabilidad trimestral no anualizada para los trimestres de 2007.

Para evaluar con más detalle la exposición de las IIC españolas a la crisis hipotecaria y financiera internacional conviene, en primer lugar, estimar las tenencias de activos relacionados con hipotecas *subprime*, cuya pérdida drástica de valor constituyó el desencadenante de la crisis. Asimismo, puesto que uno de los principales efectos de la crisis ha sido la reducción de la liquidez de algunos mercados de renta fija y de productos estructurados, el análisis del impacto de la crisis sobre el patrimonio de los fondos debe considerar su exposición a aquellos activos con mayores dificultades para ser enajenados en el mercado.

En lo que respecta a la exposición directa, tal y como publicó la CNMV en nota de prensa del 23 de agosto de 2007, únicamente 14 productos de inversión colectiva (nueve fondos de inversión y cinco SICAV) tenían en su cartera activos afectados por la crisis hipotecaria americana. El valor total de estos vehículos representaba el 0,0162% del patrimonio total de IIC. Estos fondos tenían inversiones en tres instituciones francesas en las que los reembolsos fueron suspendidos transitoriamente al poseer en cartera bonos respaldados por hipotecas de alto riesgo. De las IIC españolas afectadas, sólo una se vio obligada a realizar reembolsos parciales en los términos establecidos por el artículo 48.7 del Reglamento de IIC (RIIC) –al tener invertido más del 5% del patrimonio en una IIC extranjera que suspendió las suscripciones y reembolsos-. En los casos en los que la inversión era inferior al 5%, la CNMV instó a las SGIIC a que publicase un hecho relevante<sup>28</sup>, garantizando la máxima transparencia a los partícipes, actuales y potenciales.

*La exposición directa de las IIC españolas a los productos afectados por la crisis hipotecaria americana es prácticamente marginal.*

Un segundo tipo de análisis recomienda cuantificar las inversiones en productos de reducida liquidez. La medición del concepto de liquidez de una cartera de instrumentos financieros no es tarea sencilla al no existir indicadores inequívocos de la facilidad con la que un determinado activo puede ser enajenado en el mercado. Uno de los indicadores que puede ser utilizado es la frecuencia con la que un difusor de precios proporciona oferta de compra o venta para ese activo. La aplicación de este indicador a la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión, que es donde el volumen de productos potencialmente menos líquidos es mayor, revela –con las cautelas derivadas de las limitaciones de la herramienta utilizada- que el porcentaje de patrimonio con escasa liquidez es relativamente modesto.

*El análisis de la liquidez de las inversiones de las IIC revela que sólo un 6% de los instrumentos de la cartera podrían ser catalogados como de reducida liquidez...*

Así, según se aprecia en el cuadro 14, la renta fija privada (incluyendo instrumentos procedentes de la titulización de activos bancarios) representa el 40% de la cartera total de los fondos de inversión españoles (diciembre de 2007). De este porcentaje, algo menos de la mitad (15% de la cartera) corresponde a pagarés de empresa, es decir, a valores de corto plazo que los inversores mantienen, típicamente, hasta vencimiento. Descontando los pagarés, tan sólo una cuarta parte de las tenencias de renta fija privada (6,3% de la cartera) carece de referencias en el difusor de precios elegido.

Los instrumentos de titulización, que representan algo más del 21% en el total de renta fija privada de los fondos (8,6% de la cartera), explican algo menos de la mitad de las tenencias de activos poco líquidos (2,3% de la cartera).

*... incluso en el ámbito de las titulizaciones.*

Esta escasa exposición general a instrumentos de difícil transferabilidad, junto con la elevada disponibilidad de activos muy líquidos, como depósitos y repos, que oscilan entre el 15% y el 18% del patrimonio total, sugiere que, en general, las IIC españolas afrontan la situación actual de reducida liquidez general en los mercados de renta fija con suficiente margen de maniobra.

<sup>28</sup>De acuerdo con lo establecido en los artículos 19 de la Ley de IIC y 28.1 del RIIC.

**Tenencias de instrumentos de renta fija privada (dic-07)**

CUADRO 14

**a) Volumen y composición de la cartera de renta fija privada**

Tipo de activo	Volumen (millones de euros)			% Renta Fija Privada		
	Interior	Exterior	Total	Interior	Exterior	Total
Pagarés de empresa	37.579,3	-	37.579,3	37,4	-	37,4
Cédulas hipotecarias	2.466,7	-	2.466,7	2,5	-	2,5
Estructurados	4.161,2	4.176,6	8.337,7	4,1	4,2	8,3
Titulización	11.909,0	9.440,1	21.349,1	11,9	9,4	21,3
Otra renta fija privada	4.228,8	26.467,0	30.695,8	4,2	26,4	30,6
<b>TOTAL</b>	<b>60.344,9</b>	<b>40.083,7</b>	<b>100.428,6</b>	<b>60,1</b>	<b>39,9</b>	<b>100,0</b>

**b) Importancia de los activos con y sin referencia de mercado**

Tipo de activo (% cartera)	Con precios Bloomberg	Sin precios Bloomberg
Cédulas hipotecarias	1,0	-
Estructurados	2,1	1,2
Titulización	6,3	2,3
Otra renta fija privada	9,5	2,8
<b>TOTAL</b>	<b>18,9</b>	<b>6,3</b>

Fuente: CNMV.

*A pesar de la favorable situación es necesario que las gestoras evalúen la profundidad de los mercados en que invierten, mantengan criterios de valoración apropiados y continúen evitando posibles conflictos de interés.*

En todo caso, en la medida en que la etapa actual de anormalidad en algunos mercados se prolongue más de lo esperable, será necesario que las gestoras de IIC continúen evaluando periódicamente la profundidad de los mercados donde se negocian los instrumentos que poseen en sus carteras, en línea con lo que les exige la normativa vigente (artículo 40 del RIIC). Asimismo, deben mantener criterios apropiados de valoración de los instrumentos que carecen de referencia fiable de mercado, para los que se emplean modelos internos. En particular, estos modelos deben incorporar una correcta evaluación de las primas de liquidez, en línea con las que el mercado exige en estos momentos. Finalmente, en un contexto en el que las distintas entidades financieras pueden perseguir el fortalecimiento de su posición de liquidez, las gestoras pertenecientes a grupos bancarios tienen la responsabilidad de mantener el adecuado funcionamiento de los mecanismos existentes para gestionar los posibles conflictos de interés.

**IIC inmobiliarias**

*Las IIC inmobiliarias también sufrieron fuertes reembolsos en 2007, pero su elevada rentabilidad permitió que el patrimonio total de estas instituciones no descendiera.*

La evolución de las IIC inmobiliarias en 2007 responde a la misma tendencia general de estancamiento que el resto de IIC aunque de forma menos acusada. Así, su patrimonio no descendió en el conjunto del año (como ocurrió en los fondos de carácter financiero) y superó los 9.121 millones de euros, casi un 1% más que en 2006. Sin embargo, dicho crecimiento contrasta con las tasas registradas en años anteriores (35% en 2006 y del 50% en 2005). Además, en el caso de los fondos de inversión inmobiliaria la variación del patrimonio tuvo origen exclusivamente en la revalorización de la cartera ya que los significativos reembolsos del tercer y, sobre todo, cuarto trimestre de 2007 compensaron con creces a las entradas de recursos que se produjeron en el primer semestre del año. Este comportamiento representa una ruptura clara respecto a los patrones observados en los ejercicios precedentes. La rentabilidad conjunta de estos fondos en 2007 (5,3%) fue ligeramente menor que la registrada en 2006 (6,0%). El número de partícipes (fondos y sociedades) superó ligeramente los 146.000, un 3,1% menos que al finalizar 2006.

## Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 15

	2004	2005	2006	2007	2007			
					I	II	III	IV
<b>FONDOS</b>								
Número	7	7	9	9	9	9	10	9
Participes	86.369	118.857	150.304	145.510	152.902	153.630	151.916	145.510
Patrimonio (millones de euros)	4.377,9	6.476,9	8.595,9	8.608,5	8.781,7	8.929,4	8.905	8.608,5
Rentabilidad (%)	6,65	5,35	6,12	5,30	1,31	1,1	1,53	1,26
<b>SOCIEDADES</b>								
Número	2	6	8	9	8	8	9	9
Participes	121	256	749	843	754	769	661	843
Patrimonio (millones de euros)	56,4	213,9	456,1	512,9	459,2	487,4	504,3	512,9

Fuente: CNMV.

A pesar de que el tamaño conjunto de estas entidades es reducido (concentran el 3,1% del patrimonio total de las IIC comercializadas en España<sup>29</sup>) sus riesgos han aumentado al verse expuestos a la eventualidad de que la desaceleración del mercado inmobiliario español acabe siendo más intensa de lo previsto. En los últimos trimestres esta exposición se ha incrementado algo al crecer el peso de la inversión en inmuebles de estos fondos en el patrimonio total<sup>30</sup>.

*Sus riesgos han aumentado al verse expuestos a la posibilidad de una desaceleración más pronunciada del mercado inmobiliario.*

### IIC de inversión libre

El segmento de IIC de inversión libre ha tenido una evolución satisfactoria en su corto periodo de vida (de apenas un año), incluso en los momentos de mayor incertidumbre en los mercados financieros, si bien su tamaño todavía es modesto en comparación con el conjunto de la industria de fondos de inversión. Al finalizar diciembre estaban registrados en la CNMV 31 IIC de inversión libre y 21 IIC de inversión libres. El patrimonio agregado de estas instituciones superaba los 1.446 millones de euros en la misma fecha (0,5% del patrimonio total de las IIC) y el número de participes era superior a los 5.000 (0,1% del total de los participes). La filosofía de estos fondos es la de obtener rentabilidades positivas con independencia del comportamiento del mercado. Su corta historia impide valorar las estrategias de estos fondos. En todo caso, los resultados del tercer trimestre han sido peores que en el resto de trimestres, como en casi todas las categorías de fondos de inversión.

*La evolución de las IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre ha sido satisfactoria en su primer año completo de vida.*

La buena acogida de estos fondos se puede observar a través de la evolución de sus suscripciones que han sido cuantiosas desde el segundo trimestre del año, especialmente en los fondos de fondos. Las perspectivas para estas IIC no están sujetas a los mismos condicionantes que para el resto de instituciones de inversión, dada su libertad de elección de estrategia inversora. Así, por ejemplo, en un contexto en el que se produjeran descensos significativos en los precios de la renta variable, las IIC tradicionales con sus posiciones largas experimentarían pérdidas mientras que las IIC de inversión libre que hubieran tomado las posiciones cortas apropiadas podrían mostrar rentabilidades positivas significativas. El resultado final de la estrategia de estas instituciones también

*Sus perspectivas no están sujetas a los mismos condicionantes que para el resto de instituciones.*

<sup>29</sup>Sin incluir las IIC extranjeras comercializadas en España de las que no se disponía de información para 2007(IV) en la fecha de elaboración del informe.

<sup>30</sup>De forma agregada, la inversión en inmuebles respecto al patrimonio total de los fondos inmobiliarios ha aumentado desde el 72,5% en 2005 hasta el 84,4% en 2007.

depende de otros factores como la liquidez de los mercados, que les puede permitir hacer y deshacer posiciones con relativa rapidez y sin pérdidas, y de la facilidad con que obtengan financiación para poder desarrollar algunas estrategias<sup>31</sup>. En este último factor radica el principal elemento de riesgo del sector. En un contexto en el que perduraran las turbulencias de los mercados en los que las entidades de crédito obtienen financiación, las IIC de inversión libre podrían tener dificultades para encontrar los fondos necesarios para optimizar sus estrategias de inversión apalancada, lo que podría perjudicar su cuenta de resultados.

### Principales magnitudes de las IIC de inversión libre

CUADRO 16

	2006		2007		
	IV	I	II	III	IV
<b>IIC de inversión libre</b>					
Número	2	2	22	30	31
Participes	2	26	1.456	3.142	3.880
Patrimonio (millones de euros)	0,6	9,5	600,2	829,2	1.000
Rentabilidad <sup>1</sup> (%)	ns	-0,55	1,08	-2,14	0,67
<b>IIC de inversión libre</b>					
Número	5	6	9	17	21
Participes	21	108	183	251	1.127
Patrimonio (millones de euros)	24,4	119,9	152,0	210,2	445,8
Rentabilidad <sup>1</sup> (%)	ns	1,26	3,18	-2,20	-0,39

Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> Rentabilidad trimestral no anualizada.

ns: Dato no significativo.

## 4.2 Empresas de servicios de inversión

*Las empresas de servicios de inversión, que ejercen diversas funciones relacionadas con los mercados de valores, ...*

Las empresas de servicios de inversión (ESI) ejercen diversas funciones relacionadas con los mercados de valores (ver recuadro inferior sobre la prestación de servicios de inversión en España). Las más habituales tienen que ver con la canalización de las órdenes de clientes o con la gestión de sus inversiones. Se trata de las sociedades de valores (SV, que también tienen capacidad para operar por cuenta propia), las agencias de valores (AV) y las sociedades gestoras de cartera (SGC). En otro sub-epígrafe de este apartado se comenta la evolución de otros intermediarios financieros no bancarios como las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) o las entidades de capital riesgo (ECR).

*... se caracterizan por ser notablemente heterogéneas en tamaño, resultados y estructura de negocio.*

El conjunto de empresas de servicios de inversión españolas se caracteriza por una fuerte heterogeneidad. Las entidades no sólo difieren en su tamaño o en los resultados obtenidos, sino también en la estructura de comisiones que perciben. Así, las SV están más especializadas en la tramitación de órdenes ya que más del 64% de las comisiones percibidas por estas entidades en 2007 estuvieron asociadas a este concepto. Las AV también muestran una fuerte dependencia de la tramitación de órdenes (42% de las comisiones totales) pero existen más entidades especializadas en otros conceptos (24% en concepto de suscripción y reembolso de IIC y un 9% por gestión de carteras).

<sup>31</sup>Recordemos que en la legislación española estas instituciones pueden apalancarse hasta cinco veces.

En 2007 tanto las SV como las AV y las SGC experimentaron un aumento de sus resultados. Las SV mostraron un fuerte aumento de los ingresos que perciben tanto por la actividad por cuenta de terceros como por la actividad por cuenta propia. Este comportamiento, unido a un crecimiento de los gastos de explotación modesto, les ha permitido mejorar sustancialmente su eficiencia y mantener su rentabilidad en niveles elevados. Así, el margen ordinario<sup>32</sup> agregado de las SV<sup>33</sup> superó los 1.021 millones de euros en 2007, un 24% más que en 2006. El dinamismo bursátil continúa impulsando el crecimiento de las comisiones más importantes para estas entidades (“tramitación y ejecución de órdenes”), un 24% en términos anuales, mientras que las segundas comisiones en importancia (“suscripción y reembolso de IIC”) fueron ligeramente inferiores a las percibidas en 2006 (-0,8%) en línea con el estancamiento de la demanda de fondos. Destaca el fuerte aumento de las comisiones percibidas por “diseño y asesoramiento”, que quedaron cerca del tercer tipo de comisiones en importancia; las obtenidas por “colocación y aseguramiento de emisiones”, mostraron un descenso anual del 15%, en línea con la atonía de los mercados primarios en la segunda mitad del año.

*Los resultados de todos los tipos de ESI aumentaron en 2007, aunque de forma más sólida en el caso de las sociedades de valores por el dinamismo de la actividad por cuenta propia y de terceros...*

En el caso de las AV se produjo un relativo estancamiento de los principales ingresos que perciben (comisiones) y de sus gastos de explotación por lo que casi la totalidad del incremento del resultado tuvo origen en las actividades no recurrentes. Así, el margen ordinario agregado de las AV quedó en 247 millones de euros, que representa un crecimiento anual del 1,9%. Los ingresos netos por comisiones crecieron un 5,5% en conjunto, ya que los incrementos en unos tipos de comisiones (“tramitación y ejecución de órdenes”, 18%, “suscripción y reembolso de IIC”, 10,4%) superaron tanto los descensos de los ingresos por otras comisiones (“gestión de carteras”, -6%) como el fuerte incremento de las comisiones satisfechas (17,6%).

*...mientras que en las AV casi todo el incremento tuvo origen en las actividades no recurrentes...*

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada	CUADRO 17			
	Sociedades de valores		Agencias de valores	
Importes en miles de euros	2006	2007	2006	2007
I. MARGEN FINANCIERO	92.820	124.946	12.548	14.008
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	54.611	115.584	2.277	610
III. COMISIONES NETAS	675.708	780.958	227.278	232.122
Comisiones percibidas (=1 a 9)	892.542	1.063.826	289.756	305.601
1. Tramitación y ejecución de órdenes	550.658	684.530	108.329	127.876
2. Colocación y aseguramiento de emisiones	73.261	62.145	3.158	2.477
3. Depósito y anotación de valores	21.069	25.112	1.490	1.680
4. Gestión de carteras	22.472	29.649	29.093	27.353
5. Diseño y asesoramiento	34.339	52.645	2.217	2.224
6. Búsqueda y colocación de paquetes	0	9	0	0
7. Operaciones de crédito al mercado	32	23	0	0
8. Suscripción y reembolso en IIC	137.035	135.979	66.985	73.928
9. Otras	53.676	73.734	78.484	70.063
Comisiones satisfechas	216.834	282.868	62.478	73.479
IV. MARGEN ORDINARIO (=I+II+III)	823.139	1.021.488	242.103	246.740
10. Gastos de explotación	376.089	415.309	149.953	152.540
V. MARGEN DE EXPLOTACIÓN (=IV-10)	447.050	606.179	92.150	94.200
11. Amortizaciones y otras dotaciones	16.798	87.182	9.011	12.558
12. Otras ganancias y pérdidas	131.153	171.655	7.550	31.413
VI. RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (=V-11+12)	561.405	690.652	90.689	113.055
VII. RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS	388.190	484.355	61.333	81.832

Fuente: CNMV.

<sup>32</sup>Incluye tres conceptos: el margen financiero y los beneficios netos en valores (ambas actividades por cuenta propia) y las comisiones netas (actividad por cuenta de terceros).

<sup>33</sup>Se prescinde de los datos de una sociedad de valores, que contabiliza parte de su operativa por cuenta propia como “Otras pérdidas y ganancias”, distorsionando gravemente agregados como “beneficios netos en valores”, y por tanto, “margen ordinario” o “margen de explotación”.

Las SGC mostraron un margen ordinario conjunto superior a los 16,6 millones de euros frente a 15,8 en 2006 gracias al crecimiento del margen financiero y de su actividad típica (gestión de cartera) si bien es notable el crecimiento de otras comisiones como las de “suscripción y reembolso de IIC”.

*...permitiendo en ambos casos que la rentabilidad sobre activos o sobre recursos propios permaneciera en niveles elevados.*

El buen comportamiento de los ingresos de las SV permitió que la rentabilidad anualizada permaneciera en niveles elevados: en relación a los activos (ROA) aquella quedó cerca del 6%, un punto menos que a finales de 2006 y, en relación a los recursos propios (ROE), quedó cerca del 44% frente al 43% de 2006. En el caso de las AV, las cifras de rentabilidad también son notables: sobre el volumen de activos ésta quedó en el 10,2% prácticamente igual que en 2006 (10%), y sobre los recursos propios quedó cerca del 45%, desde el 36% en el ejercicio anterior. El número de entidades con un ROE inferior a la revalorización del Ibex-35 en el último año ha descendido desde 66 en 2006 a 31 en 2007.

En los gráficos 11 y 12 se expone la descomposición de la variación del ROE<sup>34</sup> para las SV y AV desde el año 2000 en sus principales componentes: apalancamiento, productividad de los activos, eficiencia, impuestos y dotaciones y otros. Los principales resultados que arroja el análisis son los siguientes:

- En el caso de las SV, el fuerte crecimiento del ROE en 2006 tuvo un gran componente extraordinario (ingresos derivados de la venta de BME), pero también fue impulsado por ganancias de eficiencia y productividad. En 2007, por el contrario, el crecimiento del ROE, mucho más modesto, tiene origen en el incremento del apalancamiento de estas entidades y en mejoras de eficiencia. La productividad de los activos habría contribuido negativamente a la rentabilidad.
- En el caso de las AV se puede observar que el incremento del ROE en 2006 fue bastante equilibrado al tener origen en la contribución positiva de casi todos los factores considerados. Sin embargo, el aumento del ROE en 2007 (similar al de 2006) tiene origen casi exclusivamente en el factor de dotaciones y resultados extraordinarios, como se comentó en el epígrafe anterior, y en el apalancamiento. La contribución de la productividad de los activos a la rentabilidad fue negativa y la de la eficiencia prácticamente nula.

*Además, el número de entidades en pérdidas y el volumen de dichas pérdidas registró un nuevo descenso en 2007.*

La favorable evolución de las ESI también se mostró en el nuevo descenso registrado en el número de entidades en pérdidas, lo que supone la continuidad de la tendencia iniciada en 2003. Así, el número total de ESI con resultados negativos al finalizar el ejercicio 2007 representa algo más del 8% de las entidades. Los porcentajes de entidades en pérdidas más elevados se observan en las AV no miembros de bolsa (13,6%) y en las SGC (9,1%). En todo caso, el volumen de pérdidas que acumulan estas entidades es reducido, apenas un 1,2% de los resultados agregados de las ESI.

### Descomposición del ROE

La rentabilidad de los recursos propios (ROE) de una entidad resume el saldo final de los efectos de un conjunto de variables de gestión que tienen que ver con la eficiencia productiva, la fortaleza competitiva, la exposición al riesgo y la estructura financiera entre

<sup>34</sup> Ver recuadro.

otros factores. Así, un aumento en el ROE tiene lecturas diferentes cuando tiene origen en una mejora de la fortaleza competitiva que cuando tiene origen en una mayor exposición al riesgo (mediante un mayor apalancamiento). A continuación se representa una descomposición algebraica del ROE que permite aislar el efecto de cambios en factores de diferente naturaleza sobre la variación en el tiempo de la rentabilidad. Dicha descomposición permite identificar los incrementos en la rentabilidad que están más relacionados con la eficiencia y la creación de riqueza.

$$ROE = \frac{Rdo\_neto}{RRPP(tier1)} = \frac{Rdo\_neto}{ME} * \frac{ME}{MO} * \frac{MO}{A} * \frac{A}{RRPP} * 100$$

o lo que es lo mismo,  $ROE = (1 - \frac{I}{RAI}) * \frac{RAI}{ME} * \frac{ME}{MO} * \frac{MO}{A} * \frac{A}{RRPP} * 100$ ; donde:

I: Impuesto de sociedades

RAI: Resultados antes de Impuestos

ME: Margen de explotación

MO: Margen ordinario

A: Total activo

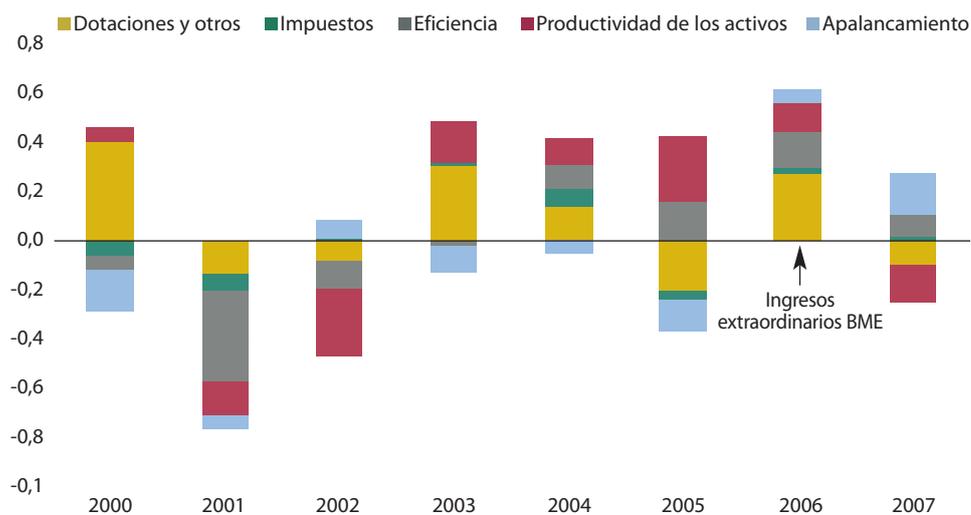
RRPP (o tier 1): Recursos propios de mayor calidad

El cálculo muestra la variación del ROE como la suma de las variaciones (diferencias logarítmicas) de cada uno de los factores considerados para el conjunto de las sociedades de valores y de las agencias de valores. Veamos cómo se pueden interpretar cada uno de los seis términos del producto:

- 1) Indicador impositivo (1-I/RAI). El primero puede interpretarse como un indicador impositivo. El incremento de este indicador señalaría el menor pago de impuestos para un mismo resultado.
- 2) Indicador de dotaciones y extraordinarios (RAI/ME). El segundo puede ser interpretado como un indicador de la fortaleza económica y financiera de la entidad puesto que un aumento de esta ratio indicaría una menor detracción de resultados por cobertura de los diferentes riesgos o por quebrantos extraordinarios. Sin embargo, hay que precisar que también es posible un aumento por resultados extraordinarios, por lo que los aumentos del ROE asociados a éstos no serían sostenibles en el tiempo.
- 3) Indicador de eficiencia (ME/MO). El tercero se puede escribir como (1-Ratio de eficiencia(1)) por lo que un aumento de la eficiencia (aumento de 1-RE) implicaría un aumento del ROE basado en la mejora de la gestión de los recursos de la entidad.
- 4) Indicador de productividad de los activos (MO/A). Una mejora del ROE de la entidad por un incremento de este indicador se podría interpretar como consecuencia de una mejora del valor añadido generado por cada euro del activo.
- 5) Indicador de apalancamiento o endeudamiento (A/RRPP). Como se indicó con anterioridad, el incremento del apalancamiento sólo producirá incrementos en el ROE si la ROA es superior al coste de la financiación ajena. En cualquier caso, un incremento excesivo del apalancamiento implica más riesgo de insolvencia o quiebra, lo que perjudica a la estabilidad de la entidad.

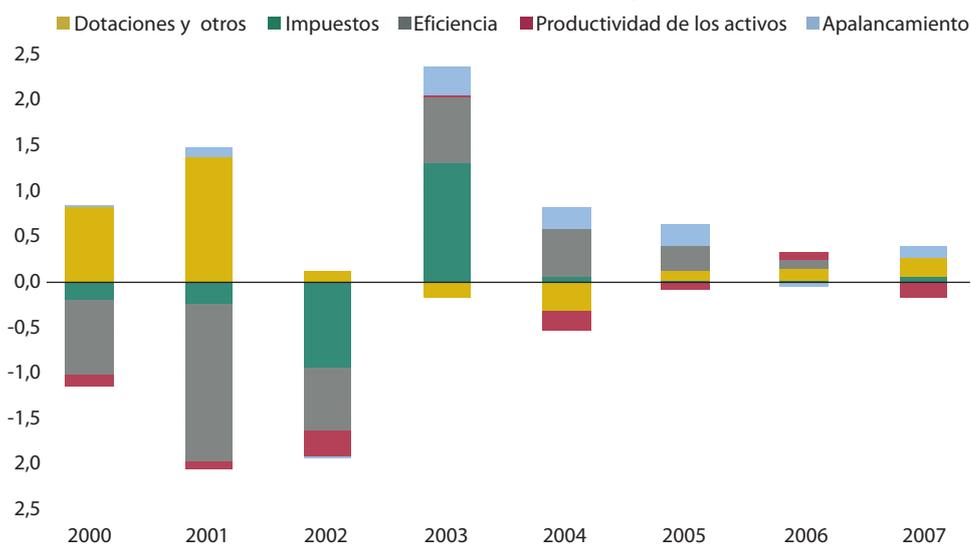
Propuestas similares para la descomposición algebraica del ROE se pueden encontrar en el Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España de junio de 2004 y en el *Financial Stability Review* del Banco de Inglaterra de diciembre de 2003.

**Descomposición factorial de la variación interanual del ROE: sociedades de valores** GRÁFICO 11



Fuente: CNMV y elaboración propia.

**Descomposición factorial de la variación interanual del ROE: agencias de valores** GRÁFICO 12

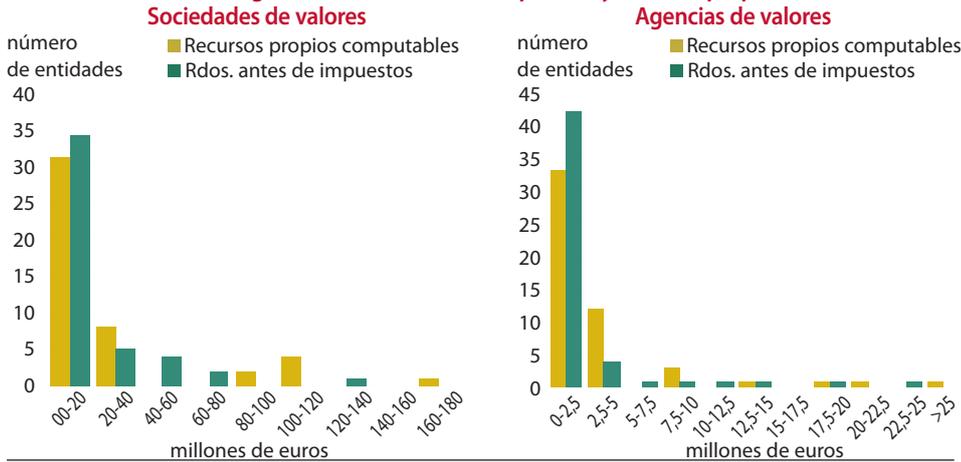


Fuente: CNMV y elaboración propia.

*Los márgenes de solvencia de las ESI son en general muy holgados, especialmente en el caso de las sociedades de valores.*

La solvencia de las ESI en general es muy holgada. El superávit de recursos propios de 2007 prácticamente se ha mantenido en los mismos niveles de 2006. En el caso de las SV, este superávit fue 4,2 veces superior a los recursos propios exigibles (idéntica cifra en 2006) y en el caso de las sociedades de valores el superávit fue 2 veces superior al requerido (2,1 veces en 2006). Las SGC presentan un superávit más ajustado (0,6 veces superior respecto a los recursos exigibles frente a 0,8 veces en 2006). Si consideramos las entidades con un margen de solvencia más ajustado (inferior al 50% de los recursos exigibles), se observa la holgura de las SV puesto que hay dos entidades en este rango, y un mayor ajuste en AV (nueve entidades) y en SGC (tres entidades).

Distribución de las ESI según resultados antes de impuestos y recursos propios, 2007 GRÁFICO 13



Fuente: CNMV. Resultados de 2007. Recursos propios computables a 31/12/07.

Las empresas de servicios de inversión no se han visto afectadas de forma directa por la crisis de las hipotecas *subprime* debido a la inexistencia de inversiones de estas entidades en instrumentos financieros ligados a dichas hipotecas en su cartera de financiación, es decir, en su actividad por cuenta propia. Su actividad más característica continúa siendo la prestación de servicios de inversión (es decir, actividad por cuenta ajena) y, por el momento, las comisiones asociadas a la tramitación de órdenes, principal fuente de ingresos, no se han resentido a raíz de las turbulencias financieras. De hecho algunas entidades se han beneficiado del incremento de contratación que suele ir aparejado con el aumento de la incertidumbre de los mercados.

Por otra parte, el incremento de negocio que han experimentado en los últimos años las ESI ha supuesto un reto para el adecuado funcionamiento de los sistemas de control de la actividad desarrollada. De hecho, una entidad se ha visto directamente afectada por la insolvencia de clientes ordenantes de operaciones con derivados OTC.

En términos generales, las entidades seguirán previsiblemente mostrando en el futuro cercano una situación satisfactoria en términos de rentabilidad, y especialmente de solvencia, que puede ser compatible con un cierto ajuste a la baja de las cifras de negocio. En este contexto, cobra especial relevancia la supervisión de los sistemas de control de riesgos de las empresas que prestan servicios de inversión, en especial de los riesgos de crédito y de liquidez como consecuencia de la operativa de sus clientes. Otro de los retos a los que se enfrentan a corto plazo las empresas que prestan servicios de inversión se deriva de su adaptación a los requerimientos de la nueva Ley del Mercado de Valores, que transpone la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros<sup>35</sup> (MiFID). Este cambio normativo supone la adopción de requisitos organizativos y de relación con la clientela<sup>36</sup> que puede modificar de modo sensible la operativa de las entidades. Asimismo, el cambio regulatorio potencia la competencia en el seno del mercado europeo de servicios de inversión cuyos efectos sobre la industria nacional empiezan ya a percibirse. El continuado aumento de eficiencia de las empresas que prestan servicios de inversión junto con el reforzamiento de su capacidad para ofrecer a los clientes nacionales servicios completos de inversión en toda Europa constituirán las vías más importantes para hacer frente a este aumento de competencia.

*La crisis hipotecaria y financiera internacional no parece haber repercutido negativamente en el negocio de estas entidades...*

*... pero persisten retos importantes en el ámbito de los sistemas de control de riesgos, la necesidad de adaptación a los requerimientos de la MiFID y el aumento de competencia en el mercado europeo de servicios de inversión.*

<sup>35</sup>Para una información más detallada ver epígrafe 5 del informe que trata sobre los cambios en la estructura de los mercados de valores que dedica un sub-epígrafe a la implantación de la MiFID.

<sup>36</sup>Ver recuadro sobre "Test de idoneidad y test de conveniencia de la MiFID" del epígrafe 5.

## La prestación de servicios de inversión en España: el papel de las entidades de crédito

La prestación de servicios de inversión está recogida en la Ley del Mercado de Valores<sup>37</sup> que detalla qué se considera servicio de inversión y qué entidades pueden desarrollar dicha actividad. La Ley recoge en el artículo 63 un listado de los distintos tipos de servicios de inversión entre los que se encuentran la recepción, transmisión y ejecución de órdenes de clientes, la gestión de carteras, la colocación de instrumentos financieros, el aseguramiento de emisiones y el asesoramiento en materia de inversión<sup>38</sup>. También contempla un conjunto de servicios auxiliares entre los que destaca la administración y custodia de valores, sometido al mismo régimen que los anteriores. La actividad de prestación de servicios de inversión queda reservada a las empresas de servicios de inversión (sociedades de valores, agencias de valores, sociedades gestoras de cartera y empresas de asesoramiento financiero) y a las entidades de crédito. Estas últimas podrán prestar todos los servicios contemplados en la Ley siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica les habiliten para ello. Tanto las entidades de crédito como las sociedades de valores pueden operar profesionalmente, tanto por cuenta ajena como por cuenta propia; y realizar todos los servicios de inversión y servicios auxiliares previstos en la Ley. Las agencias de valores sólo pueden operar por cuenta ajena, con representación o sin ella, y pueden realizar todos los servicios de inversión salvo la concesión de créditos o préstamos a inversores. Las sociedades gestoras de cartera y las empresas de asesoramiento financiero son las que tienen una actividad más restringida: las primeras sólo pueden realizar servicios de gestión de carteras y de asesoramiento, mientras que las segundas sólo pueden realizar labores de asesoramiento en materia de inversión. Las empresas de servicios de inversión son autorizadas y supervisadas íntegramente por la CNMV. La prestación de servicios de inversión por parte de las entidades de crédito también está sujeta a supervisión de la CNMV manteniéndose los aspectos prudenciales bajo la vigilancia del Banco de España.

El análisis de la estructura del sector de servicios de inversión (ver gráficos inferiores) revela el elevado protagonismo de las entidades de crédito. Así, en los últimos cinco años la cuota relativa de estas entidades ha oscilado entre el 73% y el 77% de las comisiones totales: Las sociedades de valores y las agencias de valores se sitúan en unos rangos del 17%-21% y del 5%-6% respectivamente. Al mismo tiempo, las entidades de crédito desempeñan la práctica totalidad de la actividad de administración y depósito de valores<sup>39</sup> (96% de los ingresos totales por este concepto) y de la comercialización de participaciones de IIC (92% de los ingresos) gracias a las posibilidades de distribución de sus redes. Por su parte, la actividad de compraventa de valores, aunque mucho menos concentrada, es más habitual en las sociedades de valores con el 51% de los ingresos del sector. La actividad de gestión de cartera es una de las más diversificada entre entidades.

<sup>37</sup>Título V.

<sup>38</sup>La reciente publicación de la Ley 47/2007 que, entre otras cuestiones, aborda la transposición de la MiFID amplió el catálogo de servicios de inversión con el asesoramiento en materia de inversión y la gestión de los sistemas multilaterales de negociación y, además, creó un nuevo tipo de empresa de servicios de inversión, las "empresas de asesoramiento financiero" que están autorizadas para realizar exclusivamente el servicio de asesoramiento en materia de inversión.

<sup>39</sup>En relación con esta actividad, cabe destacar la importante diferencia entre el valor de mercado de los valores depositados en entidades de crédito que, a 30 de junio de 2007, era de 2.188 millardos de euros, frente a los 92 millardos de euros depositados en sociedades y agencias de valores (éstos a 31 de diciembre).

Comisiones percibidas por prestación de servicios de inversión (millones de euros)

GRÁFICO 14

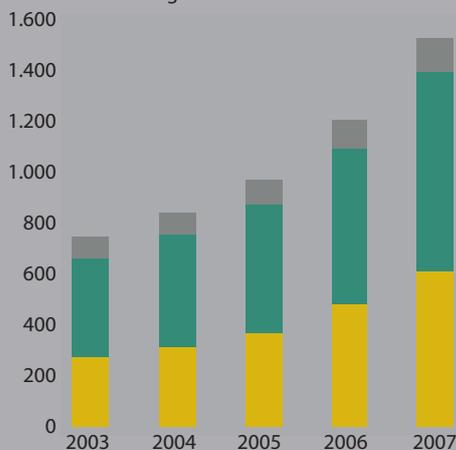
**Comercialización IIC**

- Entidades de crédito
- Sociedades de valores
- Agencias de valores



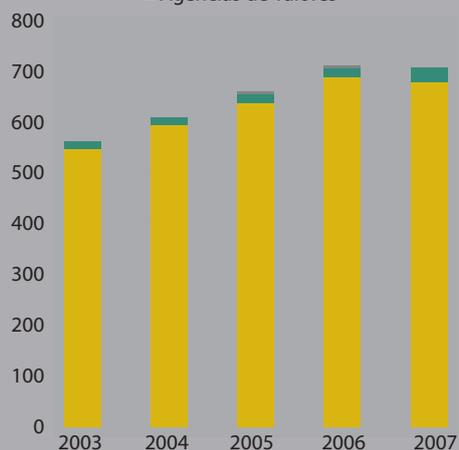
**Compraventa de valores**

- Entidades de crédito
- Sociedades de valores
- Agencias de valores



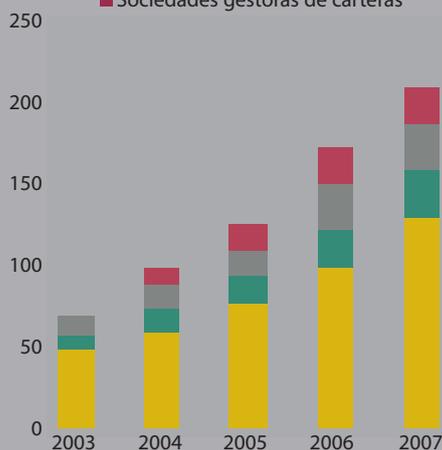
**Administración y custodia**

- Entidades de crédito
- Sociedades de valores
- Agencias de valores



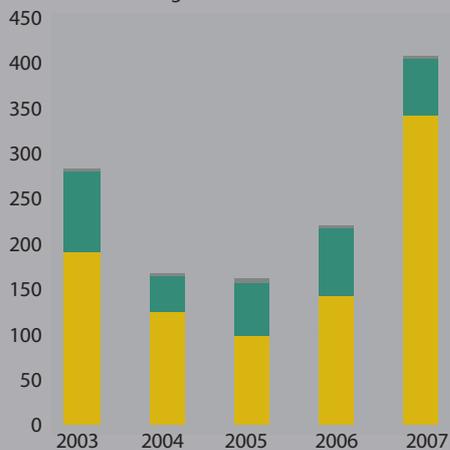
**Gestión de patrimonio**

- Entidades de crédito
- Sociedades de valores
- Agencias de valores
- Sociedades gestoras de carteras



**Aseguramiento y colocación de emisiones**

- Entidades de crédito
- Sociedades de valores
- Agencias de valores



Fuente: CNMV y Banco de España.

### 4.3 Sociedades gestoras de IIC

*La situación de las gestoras de IIC empeoró ligeramente en 2007 en línea con la atonía del sector...*

*... aunque siguen mostrando rentabilidades históricamente elevadas.*

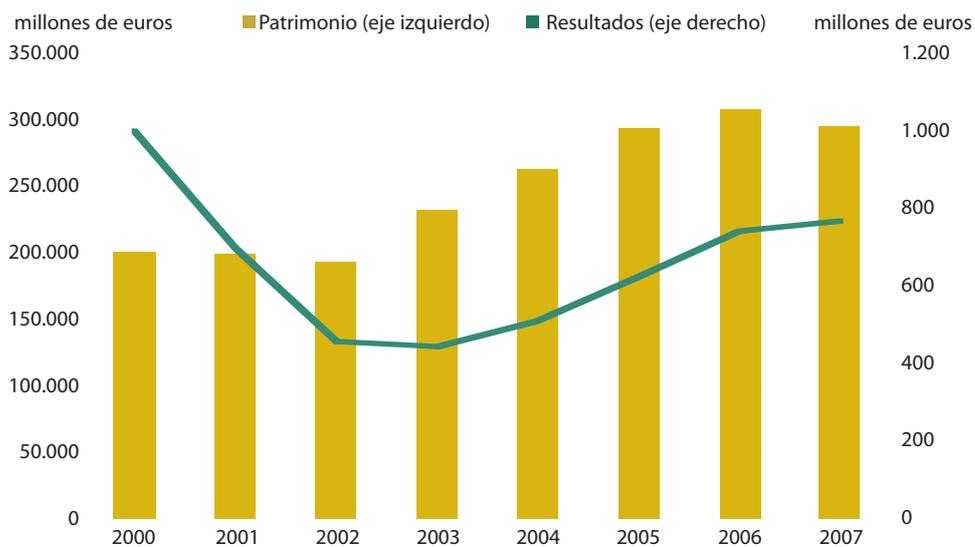
*A corto plazo seguirá la fuerte competencia entre ellas para captar recursos ante la mayor demanda de depósitos bancarios.*

Por lo que respecta a las SGIIC, su situación se puede calificar de favorable, si bien ha empeorado ligeramente a lo largo de 2007. El número de SGIIC en pérdidas alcanzó las 19 (de 120 SGIIC registradas), siete más que en 2006. Este aumento se debe en parte al incremento de las altas producidas en el registro como consecuencia de la puesta en marcha de las IIC de inversión libre y las IIC de inversión libre. En particular, ocho de las 19 gestoras en pérdidas se dieron de alta en 2007 o finales de 2006. De las restantes 11 entidades, cinco mostraban pérdidas de forma persistente al menos desde 2005<sup>40</sup> y seis tenían pérdidas en varios ejercicios precedentes de forma irregular o sólo en los dos últimos ejercicios.

La rentabilidad sobre fondos propios (ROE) descendió en el primer semestre del año hasta el 61% desde el 69% en diciembre de 2006 si bien se mantiene en niveles históricamente elevados. La moderación del ROE agregado obedece a: (i) la estabilización en el crecimiento de los beneficios de las SGIIC y (ii) un aumento significativo de los fondos propios, el 18,0%.

La ralentización en el crecimiento de los beneficios de las SGIIC revela la erosión que está teniendo el sector de la inversión colectiva en 2007 como consecuencia del cambio de fiscalidad y, más recientemente, por el aumento de la agresividad de las entidades de crédito en la captación de depósitos. Asimismo, las gestoras están compitiendo de forma más intensa con otras gestoras y también con entidades de crédito ofreciendo productos a mejores precios con el fin de mantener el mayor número de clientes y patrimonio posible. Las perspectivas sobre el negocio y los resultados para las SGIIC en los próximos meses seguirán viéndose afectadas por la crisis financiera internacional que, en principio, no favorece la entrada de recursos en estos instrumentos financieros por la incertidumbre originada y la elevada remuneración de los depósitos bancarios.

#### Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado y resultados antes de impuestos GRÁFICO 15



Fuente: CNMV y elaboración propia.

<sup>40</sup>En el grupo de entidades con pérdidas persistentes destaca una entidad desde 2001 y otra desde 2004.

## Sociedades gestoras de IIC: resultados antes de impuestos y ROE

CUADRO 18

Importes en millones de euros	Resultados antes de impuestos	ROE antes de impuestos
2000	1.005,8	84
2001	701,7	63
2002	457,1	44
2003	445,3	44
2004	512,3	49
2005	622,8	53
2006	744,0	69
2007	790,6	61

Fuente: CNMV.

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

CUADRO 19

Importes en millones de euros	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media (%) de gestión de IIC	Ratio de comisiones (%) <sup>1</sup>
2000	200.832	2.869	1,429	63,46
2001	199.427	2.465	1,236	65,78
2002	192.982	2.259	1,171	72,70
2003	232.915	2.304	0,989	73,78
2004	263.369	2.672	1,015	73,58
2005	294.372	2.976	1,011	72,17
2006	308.476	3.281	1,063	71,55
2007	295.907	3.206	1,084	70,22

Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> Relación entre los gastos por comisiones de comercialización de fondos y los ingresos por comisiones de gestión de IIC.

## 4.4 Otros intermediarios: capital riesgo

Según el registro de entidades de capital riesgo (ECR), a lo largo de 2007 se registraron 61 nuevas entidades de capital riesgo. De estas entidades, 33 fueron sociedades de capital riesgo, 16 fueron fondos y 12 fueron sociedades gestoras de ECR. En mismo periodo del año 2006 el número de ECR registradas en la CNMV creció en 60, de las cuales 27 fueron sociedades (SCR), 22 fueron fondos y 11 sociedades gestoras<sup>41</sup>.

Los datos facilitados por la asociación española de capital riesgo (ASCRI) muestran que la inversión de la compañías de capital riesgo en España alcanzó en 2007 los 4.298 millones de euros, un 44,4 % más que en 2006. Esta cifra supera el máximo histórico alcanzado en 2005 de 4.198 millones de euros. El número de operaciones (776) también mostró un crecimiento sustancial, un 26,7% respecto a 2006. En cuanto a las desinversiones, se alcanzó un volumen de 1.547 millones de euros, lo que supone un aumento del 18,8%. El número operaciones de desinversión fue de 331, 9 menos que en 2006<sup>42</sup>.

*Los registros de la CNMV muestran un nuevo aumento de las entidades de capital riesgo en 2007.*

*La inversión y el número de operaciones alcanzaron máximos históricos en 2007...*

<sup>41</sup> Parte de este incremento se debe a la promulgación de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las ERC y sus sociedades gestoras. Esta Ley introdujo incentivos para que las sociedades y fondos que se dedican al capital riesgo se inscribieran en el registro de la CNMV. Hasta la introducción la Ley 25/2005 había un número significativo de entidades que se dedicaban a actividades de capital riesgo que no estaban inscritas en el registro de entidades de capital riesgo. Esta Ley introdujo la posibilidad de crear ECR de régimen simplificado. Estas entidades son un vehículo de inversión más flexible y menos proteccionista para inversores cualificados. La Ley también permitió flexibilizar las reglas de inversión de las ECR. Actualmente las ECR pueden invertir en empresas que coticen con el objetivo de excluirlas de cotización y en otras ECR. Esta última posibilidad de inversión ha permitido que se constituyan fondos de capital riesgo que invierten en otras ECR y que están dirigidas principalmente a un público minorista.

<sup>42</sup> En 2007 destacaron dos operaciones de desinversión realizadas mediante salidas a bolsa: Clínica Baviera y Fluidra.

## Altas y bajas en el registro de ECR en 2007

CUADRO 20

	Situación a 31/12/2006	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2007
<b>Entidades</b>	<b>221</b>	<b>61</b>	<b>6</b>	<b>276</b>
Fondos de capital-riesgo	64	16	4	76
Sociedades de capital-riesgo	102	33	1	134
Sociedades gestoras de ECR	55	12	1	66

Fuente: CNMV.

*... aunque la crisis  
financiera se está  
traduciendo en un menor  
tamaño de las inversiones.*

Si bien la marcha del sector durante el conjunto del año se puede calificar como muy favorable, en el último trimestre de 2007 se produjeron algunos cambios respecto a trimestres anteriores, como por ejemplo el descenso de la inversión (910 millones de euros frente a 1.096 millones de media en los tres primeros trimestres del año) o el aumento del número de operaciones (225 operaciones frente a 135 de media en los tres primeros trimestres). Las tensiones en los mercados de crédito de los últimos meses del año ya anticipaban un menor tamaño de las operaciones de inversión.

Las dos grandes operaciones sobre las empresas Iberia y Altadis, que tenían previsto realizar entidades de capital riesgo europeas durante 2007, finalmente no se llevaron a cabo. Estas operaciones son un reflejo de la pérdida de dinamismo en las operaciones apalancadas (LBO), que suelen ser las de mayor tamaño. Estas operaciones supusieron el 55% del volumen de la inversión en el año.

*A pesar de la previsible  
moderación en el  
volumen de la inversión  
de las entidades  
nacionales, su  
comportamiento podría  
seguir siendo más  
favorable que las de otros  
países europeos.*

En el futuro próximo es previsible una cierta moderación en el volumen de inversión. En comparación con sus homónimas europeas, se prevé que las entidades de capital riesgo españolas tenga un comportamiento relativo más favorable. Esto obedece a tres razones: (i) las operaciones de LBO que deberían verse más afectadas por el ajuste de la oferta de crédito bancario deberían ser las de elevado volumen, que no son las que predominan en España, (ii) el trato fiscal favorable que tienen las entidades de capital riesgo en España, lo que permite a las ECR captar con relativa facilidad fondos de inversores<sup>43</sup> y (iii) el excelente comportamiento de las ECR españolas en la captación de nuevos fondos durante 2007. Se estima que la cifra alcanzó los 3.049 millones de euros<sup>44</sup>. Asimismo, es probable una moderación del tamaño de las desinversiones y una menor frecuencia de las salidas a bolsa en comparación con años precedentes, como consecuencia de un entorno económico-financiero menos propicio. De hecho, ya en el segundo semestre de 2007 algunas ECR no pudieron sacar a bolsa determinadas empresas sobre las que tenían intención de hacerlo<sup>45</sup>.

43La Ley 25/2005 establece en su artículo 35 que el 99 por ciento de las rentas que obtengan las entidades de capital riesgo de sus inversiones están exentas fiscalmente.

44Destacan el cierre de los vehículos lanzados por Magnum (850 millones de euros), N+1 (500 millones), Artá Capital (500 millones, aportados al 50% por Corporación Financiera Alba y Mercapital), Nazca (150 millones), Realza Capital (120 millones), N+1 Capital Empresarial (120 millones) y Miura (60 millones).

45Por ejemplo, las dueñas de Eolia y High Tech.

## 5 Cambios en la estructura de los mercados de valores

La actual coyuntura internacional, cuyos rasgos se han señalado en los epígrafes anteriores, coincide con un momento en el que las entidades españolas deben abordar cambios importantes para responder a las exigencias derivadas del proceso de integración financiera<sup>46</sup>. Son reseñables dos retos a abordar en un futuro próximo. En primer lugar, la entrada en vigor de la MiFID en noviembre de 2007 obliga a las entidades que prestan servicios de inversión<sup>47</sup> a adaptar sus requisitos organizativos y sus normas de conductas a las nuevas exigencias recogidas en la norma. En segundo lugar, también debido a modificaciones normativas así como a otras iniciativas institucionales europeas, las infraestructuras de post-contratación españolas podrían tener que abordar algunos cambios respecto a su situación actual.

*La coyuntura actual coincide con un periodo en que las entidades deben abordar cambios estructurales ...*

### 5.1 La implantación de la MiFID

Con la publicación de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, se produce un importante avance en el proceso necesario para trasponer al ordenamiento jurídico español la MiFID. Aunque la nueva normativa exigirá desarrollos normativos posteriores, que especificarán más los nuevos requisitos a adoptar por las entidades, ya la Ley introduce numerosas novedades que, con mayor o menor intensidad, afectan a las entidades que prestan servicios de inversión en España.

*... derivados de la entrada en vigor de la MiFID.*

La normativa vigente en España con anterioridad a la MiFID ya recogía diversas obligaciones organizativas para las empresas que prestan servicios de inversión que en el ámbito europeo han sido introducidas por la nueva Directiva<sup>48</sup>. Parte de los requisitos nuevos recogidos en la MiFID se refieren a la obligación de tener planes de continuidad de negocio y, en general, de planes para cubrir los riesgos operativos, entre los que se incluye el riesgo de incumplimiento de las obligaciones legales. Un elemento a vigilar es la dependencia de sus planes de continuidad de un conjunto limitado de entidades que les proporcionen servicios de *back up*.

Entre las novedades de la Directiva se encuentra, además, la necesidad de categorizar a los clientes de una forma estandarizada y de realizar los test de adecuación o de idoneidad de los servicios que se les ofrecen (ver recuadro inferior sobre “Test de idoneidad y test de conveniencia de la MiFID”). Por otro lado, la obligación de tener establecida una política definida para garantizar la mejor ejecución de las órdenes de los clientes también exige cambios en la operativa de las empresas que prestan servicios de inversión. Esta política puede ser diferente dependiendo de la naturaleza profesional o minorista de los clientes. Una posible consecuencia es que

*La nueva directiva puede incentivar cambios estructurales a medio plazo en un contexto europeo de mayor competencia.*

<sup>46</sup>Estas exigencias vienen contenidas en las medidas incluidas en el Plan de Acción de Servicios Financieros de la Comisión Europea o también en iniciativas de mercado, como es el Código de Conducta firmado por las entidades de post-contratación en noviembre de 2006.

<sup>47</sup>Empresas de servicios de inversión y entidades de crédito.

<sup>48</sup>Por ejemplo, los requisitos organizativos especialmente vinculados al control de las actividades que las ESI desarrollan estaban recogidos en la Circular 1/98, de 10 de junio, de la CNMV, sobre sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos. También la normativa española contemplaba normas de conducta para las empresas que prestan servicios de inversión en el Real Decreto 629/1993, de 3 de marzo sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, y en sus desarrollos.

algunas empresas que prestan servicios de inversión opten por diferenciar más su especialización por tipo de clientela.

Por último, un posible cambio de gran trascendencia para la estructura de los mercados sería la decisión de alguna empresa que presta servicios de inversión nacional o extranjera de gestionar un SMN<sup>49</sup> de acciones admitidas a cotización en la bolsa española. Según establece la MiFID, las empresas que prestan servicios de inversión también pueden constituirse en internalizadores sistemáticos<sup>50</sup> (IS) y ofrecer servicios de negociación de valores. Esta posibilidad puede aprovecharse por alguna entidad, especialmente si ya cuenta con una cartera de clientes institucionales importante. En todo caso, las obligaciones de transparencia que la MiFID establece para los SMN y para los IS podrían contribuir a que cualquier iniciativa en este ámbito se demorara algún tiempo.

*La CNMV ha llevado a cabo diferentes iniciativas en 2007 para facilitar la adaptación de las empresas que prestan servicios de inversión a la MiFID.*

La conveniencia de que el proceso transcurra de la manera más fluida posible ha llevado a la CNMV a incrementar sus labores divulgativas. Las actuaciones llevadas a cabo por la CNMV para dar a conocer las novedades normativas y favorecer una rápida adaptación de las empresas que prestan servicios de inversión al nuevo entorno normativo han sido múltiples, si bien, cabe destacar dos:

- Mediante escrito remitido a las entidades financieras en julio de 2006 se puso en marcha un proceso para conocer los planes de adaptación que cada entidad a las nuevas condiciones de funcionamiento. Numerosas reuniones mantenidas por los equipos de la CNMV con las principales entidades financieras han permitido estimar el grado de adaptación de cada entidad, las principales dificultades que se estaban encontrando en ese proceso así como las soluciones que cada una de ellas había adoptado. En esas reuniones se puso de manifiesto la importante labor que las entidades financieras y sus asociaciones estaban desarrollando de cara a una implantación efectiva de la MiFID.
- Asimismo, en el año 2006 se creó un foro de dialogo en el que participaron, además de la CNMV y el Banco de España, las principales asociaciones que agrupan los intereses de las entidades financieras. Las labores del grupo de expertos en intermediarios financieros (GEIF) han permitido conocer y, en la medida de lo posible, resolver las principales cuestiones que, en ese proceso de adaptación se han suscitado. Como resultado de estas reuniones se han puesto a consulta pública una relación de las preguntas más relevantes a efectos de la implantación de la Directiva y sus respectivas respuestas.

Por otro lado, la CNMV ha establecido un periodo amplio de adaptación de las empresas que prestan servicios de inversión al marco de la MiFID y ha simplificado los trámites de autorización administrativa necesarios. Con ello se espera que las entidades minimicen los problemas que supone el ajuste a los nuevos requisitos.

---

<sup>49</sup>Sistemas Multilaterales de Negociación.

<sup>50</sup>Bajo la denominación de internalizadores sistemáticos se encuentran las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito que ejecuten, al margen de un mercado regulado o de un sistema multilateral, por cuenta propia, las órdenes de clientes sobre acciones admitidas a negociación en mercados regulados, de forma organizada, frecuente y sistemática.

## Test de idoneidad y test de conveniencia de la MiFID

Uno de los principales cambios que incorpora la MiFID y su normativa de desarrollo para las entidades incluidas en su ámbito de aplicación, es la regulación de la obligación de elaborar un **test de idoneidad** en determinados supuestos con el objetivo de aumentar la protección de los inversores y de establecer una serie de criterios para que los servicios de inversión prestados al cliente se adecuen a sus necesidades.

El test de idoneidad se regula en el apartado 4 del artículo 19 de la Directiva 2004/39/CE y se desarrolla en los artículos 35 y 37 de la Directiva 2006/72/CE. Si bien la obtención y gestión de la información asociada al test supone un esfuerzo de adaptación importante para las entidades, se trata de uno de los requerimientos que se traducirá en un mayor valor añadido para los clientes. Los servicios de inversión para los que una empresa que presta servicios de inversión<sup>51</sup> debe evaluar la idoneidad del cliente son el asesoramiento en materia de inversión y la gestión discrecional de carteras de inversión. La información que se debe obtener del cliente para evaluar la idoneidad y poder recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan es la siguiente:

- 1 Los conocimientos del cliente respecto del tipo concreto de producto o servicio.
- 2 Su experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio (tipos de productos con que está familiarizado, naturaleza y volumen de las operaciones, frecuencia, periodo, nivel de formación, profesión).
- 3 Su situación financiera (fuente y nivel de ingresos, activos, compromisos financieros periódicos).
- 4 Sus objetivos de inversión (horizonte temporal, perfil de riesgo, finalidad de la inversión).

La información relacionada con los conocimientos y experiencia del cliente en el ámbito de la inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio se puede modular atendiendo a la naturaleza del cliente, la naturaleza y el nivel del servicio y el tipo de producto u operación previstos (principio de proporcionalidad). Además, también existen diferencias previstas en el contenido del test de idoneidad aplicable a clientes profesionales.

Únicamente cuando se puede concluir que existe idoneidad, es decir, cuando: (i) responda a los objetivos de inversión del cliente, (ii) éste pueda asumir cualquier riesgo de inversión relacionado coherente con sus objetivos y (iii) el cliente cuente con la experiencia y conocimientos necesarios para comprender los riesgos que implica la operación o la gestión de su cartera, la empresa que presta servicios de inversión podrá emitir la recomendación o prestar el servicio de gestión de cartera. Si dicha empresa no puede obtener la información necesaria, no podrá

<sup>51</sup>Empresas de inversión, según la definición establecida por la propia Directiva 2004/39/CE y entidades de crédito autorizadas con arreglo a la Directiva 2000/12/CE cuando presten servicios o actividades de inversión, según el artículo 1.2 de la Directiva 2004/39/CE.

emitir la recomendación o realizar el servicio de gestión de cartera. En este último caso, además, se considera que no es suficiente evaluar la idoneidad una única vez al comenzar el servicio sino que se re-evaluará cada vez que se produzca una recomendación, petición o consejo de un gestor de cartera a un cliente con el propósito de que éste de al gestor un mandato que defina su margen discrecional o que modifique tal mandato.

La Directiva también establece la necesidad de que la empresa que presta servicios de inversión mantenga un registro de la información obtenida por la entidad para evaluar la idoneidad. En el trabajo llevado a cabo en el ámbito del nivel 3 de CESR, en relación con los registros mínimos obligatorios, se hace también referencia a este registro.

El **test de conveniencia** es otro de los requerimientos de la MiFID<sup>52</sup>, que tiene como fin evaluar el conocimiento y experiencia del cliente o posible cliente en relación con el producto o servicio de inversión ofrecido o demandado. La empresa que presta servicios de inversión no estará obligada a realizar este test si se cumplen las siguientes condiciones: (i) se trata de instrumentos financieros no complejos, (ii) el servicio se presta a iniciativa del cliente, (iii) se ha informado al cliente de que la empresa que presta servicios de inversión no está obligada a evaluar la conveniencia del instrumento ofrecido o servicio prestado y que, por tanto, el cliente no goza de la correspondiente protección de las normas de conducta pertinentes y (iv) la empresa que presta servicios de inversión cumple con sus obligaciones en materia de conflictos de interés. El contenido orientativo de este test es similar al de los puntos 1 y 2 del test de idoneidad comentado con anterioridad. También en este test se puede aplicar el principio de proporcionalidad y existe la obligación por parte de la empresa que presta servicios de inversión de llevar un registro de la información. Respecto a los clientes profesionales, si dicha empresa asume que el cliente tiene la experiencia y conocimientos necesarios para comprender los riesgos de los productos, operaciones y servicios para los que está clasificado como profesional, no tendrá la obligación de realizar el test de conveniencia. También, bajo determinadas circunstancias se puede admitir que la experiencia y conocimiento sobre el producto o servicio se desprende de la previa inversión del cliente en instrumentos similares.

En el caso de que la empresa que presta servicios de inversión considere que una operación/producto/servicio no es adecuado para el cliente, puede realizar la operación o prestar el servicio de inversión, pero deberá efectuar una advertencia al cliente de su opinión. Por otra parte, si dicha empresa no puede evaluar la conveniencia porque no ha recibido la información apropiada aún podrá prestar el servicio de inversión, pero avisando al cliente de que no ha podido determinar si el producto o servicio es adecuado para él.

Finalmente, un breve comentario sobre la relación entre test de idoneidad y de conveniencia. Como se ha indicado, el primero se realiza sobre productos o servicios respecto los que se esté prestando el servicio de asesoramiento o de gestión de carteras. Si una empresa va a prestar un servicio de inversión distinto de los anteriores pero sobre los mismos productos o servicios para los que haya realizado ya un test de idoneidad, no deberá hacer un test de conveniencia. En otro supuesto, sí se estima necesario.

---

<sup>52</sup>Recogida en los artículos 19.5 y 19.6 de la Directiva 2004/39/CE.

## 5.2 Desarrollos en el ámbito de la post-contratación

El sistema español de compensación, liquidación y registro (el Sistema) tiene que afrontar de manera inmediata la adaptación de sus procedimientos a los cambios legales derivados de la MiFID y traspuestos en la Ley 47/2007, de 19 de diciembre de 2007, y a los compromisos que voluntariamente ha asumido al suscribir el Código de Conducta (CdC<sup>53</sup>). En particular, deberá atender las posibles solicitudes de acceso al Sistema por parte de empresas de inversión no residentes, incluso sin presencia física en España, que quieran liquidar directamente operaciones en valores españoles realizadas al margen de los mercados regulados españoles y a las potenciales solicitudes de acceso e interoperabilidad que podrían presentar otros sistemas de compensación y liquidación o entidades de contrapartida central europeos.

*El sistema de compensación y liquidación español tiene que adaptarse a las iniciativas europeas.*

Las adaptaciones necesarias supondrán modificaciones significativas en los procedimientos operativos, que deberán incluir nuevos canales de comunicación directa con las empresas de inversión<sup>54</sup> para que éstas puedan compensar y liquidar las operaciones que realicen al margen de los mercados, y la revisión de los procedimientos actuales de case, validación, compensación y liquidación de estas operaciones y de su registro, incluyendo la actualización diaria de los registros de los emisores de valores nominativos y la revisión de los controles de saldos de las emisiones, los cuadros de valores y, donde ello sea de aplicación, la adecuación de los procedimientos de aportación de garantías colectivas y complementarias

Las modificaciones deberán ser puestas en marcha en paralelo con las mejoras en curso, ya acordadas por el consejo de administración del Sistema, consistentes en la nueva facilidad de provisión de liquidez (préstamo finalista) y la solución de los problemas derivados del reconocimiento de la liquidación de todas las compras.

Los desarrollos que se precisen para atender a todo lo anterior deberían acometerse procurando la máxima coherencia posible con las prácticas y estándares de liquidación de uso común en la mayoría de los países de la Unión Europea, para facilitar al Sistema su homologación y adaptación a las exigencias de la creciente integración y reforzar sus capacidades para atraer el negocio internacional y mantener el existente, en un contexto de aumento de la competencia.

A medio plazo, el Sistema deberá ser capaz de aprovechar al máximo las posibilidades que la implantación del sistema de liquidación de valores Target-2 Securities ofrecerá en el futuro a las Centrales Depositarias de Valores y a sus participantes para liquidar transacciones de valores en dinero del banco central en toda el área del euro. Para conseguir este objetivo será necesario identificar aquellas especificaciones de las plataformas de liquidación que pueda ser conveniente modificar, analizar los cambios pertinentes en la normativa y en los

<sup>53</sup>El Código de Conducta se publicó el 7 de noviembre de 2006 con el objetivo de conseguir una mayor transparencia y comparabilidad en los precios de los procesos de post contratación, facilitar el acceso entre mercados, depositarios de valores y entidades de contrapartida, y elaborar contabilidades separadas de los servicios ofrecidos. Nació a impulsos de la iniciativa del comisario de la D.G de Mercado Interno Mc Creevy y fue adoptado voluntariamente por gran parte de la industria.

<sup>54</sup>Desde su entrada en vigor, la MiFID respalda legalmente la posibilidad de contratar los valores cotizados en los mercados regulados al margen de éstos. En el caso bursátil, por ejemplo, ya no es obligatorio canalizar las operaciones a través de las bolsas. Sin embargo, actualmente el Sistema no dispone de procedimientos para que le sean comunicadas directamente las compraventas de valores sin pasar por el mercado, debido a que éste es el único facultado para asignar las referencias de registro a las operaciones de compra y los códigos a las operaciones de venta de cara a su posterior liquidación y registro.

procedimientos de actuación y establecer un calendario realista para su puesta a punto. Entre las peculiaridades más notables, cuya permanencia debe estudiarse, se encuentra el sistema relativamente rígido de registro de las operaciones, la firmeza de la operación en el momento de la contratación en lugar de en el de la liquidación (más habitual en el ámbito internacional) y la ausencia una entidad de contrapartida central que pueda dar servicio a las operaciones de contado de bolsa y de los mercados de renta fija.

## 6 Conclusiones

La evolución de los mercados de valores nacionales desde el verano de 2007 ha estado fuertemente influenciada por los efectos de las turbulencias ocasionadas por la crisis de las hipotecas de alto riesgo en EEUU, que han deteriorado las perspectivas macroeconómicas globales, reducido la liquidez en los mercados interbancarios y de renta fija privada y ocasionado una sensible revisión del precio del riesgo en los mercados mundiales.

Los mercados españoles han seguido, en general, la misma tendencia que los de las principales economías mundiales. Así, se ha producido una corrección apreciable de las cotizaciones bursátiles –aunque algo inferior a las de otros mercados-, las primas de riesgo se han ampliado y ha disminuido de modo notorio la liquidez en los mercados de renta fija, incluido el de instrumentos ligados a la titulización de activos bancarios. En particular, la crisis ha ocasionado una pérdida de confianza de los inversores en instrumentos bancarios emitidos en los mercados internacionales y una reducción de su capacidad de discriminación entre emisiones de calidad objetivamente dispar.

En general, la posición con la que los mercados y la industria financiera nacional afrontan esta etapa de incertidumbre es satisfactoria, como consecuencia del dinamismo general de la economía –a pesar de la desaceleración- y de la solidez patrimonial de los principales intermediarios financieros. Al mismo tiempo, tanto los precios como la actividad en los mercados se verán afectados por la forma en que se resuelvan los principales factores de incertidumbre. Estos son, en primer lugar, los ligados al alcance de la pérdida de vigor de la economía española e internacional y, en segundo lugar, el ritmo que siga la normalización de las condiciones en los mercados financieros y, en particular, la restauración del adecuado funcionamiento del mecanismo de formación de precios en los mercados de titulización y, en general, de renta fija privada.

En principio, para la mayor parte de los agentes participantes en los mercados españoles, no cabe esperar un efecto adverso pronunciado de la crisis sobre su cuenta de resultados y, mucho menos, sobre su solvencia. Es posible, no obstante, que algunas figuras de inversión colectiva, como los fondos de inversión, deban afrontar retos relevantes, sobre todo como consecuencia de la creciente competencia de los depósitos bancarios ante la mayor dificultad de las entidades de crédito para obtener financiación en los mercados. Asimismo, las sociedades

gestoras de IIC pertenecientes a entidades de crédito deberán asegurar el adecuado funcionamiento de los mecanismos existentes para la protección de los partícipes ante la aparición de potenciales conflictos de interés entre gestoras y entidades matriz. Finalmente, ante la situación prevaleciente en los mercados y, aunque el conjunto del sector de IIC mantiene posiciones muy amplias de activos fácilmente transferibles, los gestores deberán mantener la vigilancia de la liquidez de los mercados donde cotizan los instrumentos financieros que poseen en su activo.

Asimismo, los problemas de liquidez de algunos mercados amplían potencialmente la necesidad de utilizar modelos internos para valorar las posiciones en los instrumentos financieros afectados e introduce complejidad en su aplicación práctica. Por ello las empresas cotizadas, los intermediarios y los vehículos de inversión deben hacer un esfuerzo de transparencia y rigor, tal y como exigen las normas de contabilidad vigentes, con objeto de que no se produzcan desfases entre los estados financieros publicados y la realidad económica subyacente.

Por su parte, aunque el negocio de las empresas que prestan servicios de inversión es moderadamente sensible a la situación coyuntural de los mercados, estas entidades deben reforzar sus sistemas de control de riesgos y hacer frente de manera inmediata a los requisitos operativos que impone la nueva Ley del Mercado de Valores, que transpone la Directiva MiFID. Más a medio plazo, la competitividad de las empresas que prestan servicios de inversión españolas, hasta ahora satisfactoria se pondrá a prueba por la consolidación de un marco de competencia paneuropea que la Directiva promueve.

Este nuevo entorno normativo afectará también a las infraestructuras de los mercados regulados nacionales cuya actividad se verá sometida potencialmente a la concurrencia de plataformas alternativas de negociación, como los SMN y los internalizadores sistemáticos. Además, los nuevos avances normativos y operativos en el ámbito de los servicios de post-contratación han generado una dinámica inequívoca hacia la integración a la que sólo cabe responder facilitando la plena participación de las infraestructuras nacionales. Ello exige reconsiderar las peculiaridades del sistema de liquidación español y reflexionar sobre la conveniencia de adaptarlo cuanto antes al modelo prevaleciente en la mayor parte de los países avanzados.



## II Informes y análisis



# Crisis *subprime* y mercados de renta fija

Francisco de Oña Navarro y Gonzalo Gómez Retuerto (\*)

(\*) Francisco de Oña Navarro y Gonzalo Gómez Retuerto son, respectivamente, Presidente y Subdirector General de AIAF Mercado de Renta Fija. Las opiniones recogidas en este artículo lo son a título personal y no reflejan necesariamente las de la entidad a la que pertenecen.



# 1 Introducción

La crisis *subprime* ha repercutido, no sólo en la totalidad de los mercados financieros sino también en la actividad económica mundial, que se ha visto contagiada mediante la transmisión que ha supuesto la caída, en términos globales, de un índice, por otra parte difícil de medir, como es el de la “confianza de los agentes económicos”.

Aunque esta crisis tiene un alcance económico global, el objeto de este artículo se circunscribe a los efectos en los mercados de renta fija<sup>1</sup>, mercados cada vez más extensos en instrumentos y fundamentales en la financiación económica.

A través de estas páginas, y sin ánimo exhaustivo, se analiza el origen y desarrollo de la crisis *subprime*, el impacto en los mercados financieros, la ampliación de los diferenciales de crédito, los efectos sobre el mercado primario y las dificultades de valoración de los activos. Una de las conclusiones principales del análisis es que la falta de transparencia es el elemento que más ha contribuido a la extensión de la crisis de confianza y a los desequilibrios que se han producido en los mercados de financiación.

La coincidencia en el tiempo con un proceso global de reforma de la normativa de los mercados por parte de los reguladores y supervisores que, en el caso europeo, se manifiesta fundamentalmente a través de la MiFID, podría permitir efectuar modificaciones en el funcionamiento de estos mercados que den respuesta al déficit de información detectado. De ahí que las propuestas que contiene este trabajo se refieran muy directamente a la necesidad de incrementar la transparencia como vía para recuperar la normalidad y la eficiencia en los mercados de renta fija.

El artículo aborda en la sección segunda el nacimiento y desarrollo de la crisis, en la tercera se analizan las consecuencias y, finalmente, en la cuarta se ofrecen unas conclusiones.

## 2 Orígenes y desarrollo de la crisis *subprime*

La crisis hipotecaria *subprime* supone la finalización del ciclo económico expansivo más importante que ha vivido la economía estadounidense durante las últimas décadas.

---

<sup>1</sup> La denominación “mercado de renta fija” debe ser extendida a los “mercados de financiación” o “mercados de capitales” en donde se emiten y negocian productos de diferente naturaleza (excluidas las acciones y sus derivados).

Después del tremendo impacto, económico y emocional, que supusieron los atentados del 11 de septiembre de 2001 en Nueva York, las autoridades económicas norteamericanas adoptaron medidas tendentes a potenciar el crecimiento económico nacional con una política de tipos de interés bajos, mediante la cual se buscaba mantener una alta inyección de dinero barato en la economía. Hoy, Estados Unidos se encuentra viviendo una importante crisis hipotecaria que tiene su origen en las dificultades encontradas por las instituciones financieras norteamericanas para cobrar los créditos hipotecarios de alto riesgo comprometidos con familias y empresas de ese país que, como consecuencia del cambio de ciclo vivido por la economía a finales de 2006 y durante 2007, se han visto incapaces de hacer frente al pago de sus deudas.

Esta crisis ha tenido como resultado directo el cierre y quiebra de diferentes instituciones relacionadas con el sector inmobiliario americano y se ha esparcido por el sistema financiero internacional donde los bancos centrales y autoridades monetarias se han visto obligados a inyectar miles de millones de euros, o de dólares, en forma de préstamos al conjunto de entidades financieras.

Además, la crisis está afectando a los emisores de valores que ven cómo se han endurecido las condiciones de acceso a los mercados de financiación, lo que puede derivar en una crisis de financiación de consecuencias potencialmente mayores.

## 2.1 Los orígenes del fenómeno *subprime*

La concesión de créditos *subprime*, o sub-óptimos, constituye una modalidad crediticia típica del sector financiero estadounidense, que está caracterizada por presentar un nivel de riesgo de insolvencia del tomador del crédito superior a la media que muestran los otros créditos que conceden las entidades financieras en ese país. Este mayor riesgo de crédito se compensa mediante unos tipos de interés superiores y comisiones más elevadas. Aunque la calificación *subprime* puede referirse a cualquier tipo de préstamo concedido por una institución financiera, los que tienen origen hipotecario constituyen la parte más importante dentro de este grupo.

El procedimiento de concesión de créditos en Estados Unidos está soportado por un sistema de *scoring*, o evaluación del solicitante del crédito, de forma que, en aquellos casos en los que la puntuación obtenida por el particular o empresa se encuentra entre los 700 y 850 puntos, el prestatario queda clasificado dentro del Grupo A, con menor riesgo de crédito, y puede acceder a unas condiciones preferenciales con un tipo de interés bajo y amplias ventajas. Por debajo, se encuentran los solicitantes denominados Alts –As, que tienen una evaluación entre 620 y 700 puntos y no disponen de toda la documentación necesaria para ser incluidos en el grupo más alto. Los prestatarios con problemas crediticios, historial de crédito limitado o garantías aportadas por el colateral insuficientes, constituyen el denominado segmento *subprime*, grupos B, C o D, y sus calificaciones se encuentran generalmente por debajo de los 620 puntos.

## Origenación de hipotecas en EEUU

CUADRO 1

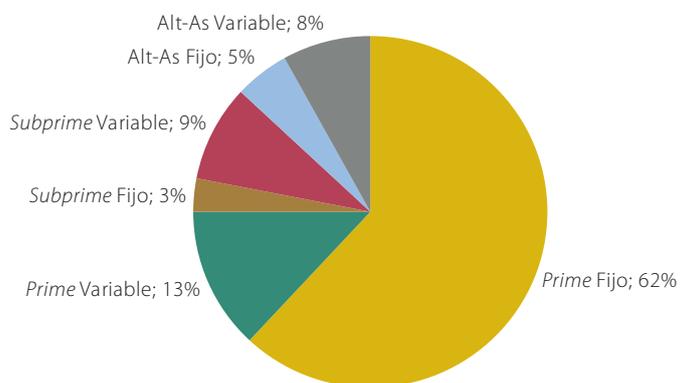
Miles de millones de dólares	Nuevas Hipotecas		Subprime.
Año	Subprime	Total nuevas Hipotecas	Porcentaje del total
1994	35,0	773,1	4,5
1995	65,0	635,8	10,2
1996	96,5	785,3	12,3
1997	125,0	859,1	14,5
1998	150,0	1.430,0	10,5
1999	160,0	1.275,0	12,5
2000	138,0	1.048,0	13,2
2001	173,0	2.100,0	8,2
2002	241,0	2.780,0	8,7
2003	335,0	3.945,0	8,5
2004	540,0	2.920,0	18,5
2005	625,0	3.120,0	20,0
2006	600,0	2.980,0	20,1
Media crecimiento anual (%)	25,0	17,6	--

Fuente: *Inside Mortgage Finance y 2007 Mortgage Statistical Annual.*

El segmento hipotecario *subprime* se desarrolló a partir de mediados de la década de los 90 en Estados Unidos (EEUU) para atender las necesidades de financiación para la adquisición de viviendas que presentaba una parte de la población norteamericana con calificaciones de riesgo de insolvencia altas. Este colectivo, para acceder a la compra de una vivienda en propiedad u obtener un crédito con la garantía de dicha vivienda, necesitaban, o bien destinar una parte importante de sus ingresos totales al pago de sus deudas, con ratios superiores al 75% de deuda respecto a ingresos, o hipotecarse por una cantidad elevada en relación con el valor de tasación de la vivienda que estaba siendo adquirida, en porcentajes por encima del 90% de *loan to value*.

## Distribución de la deuda hipotecaria en EEUU

GRÁFICO 1



Fuente: *Mortgage Bankers Association.*

Adicionalmente, durante la expansión crediticia un grupo importante de préstamos *subprime* empezaron a concederse a tipos de interés variable, los conocidos como *adjustable rates mortgages* o ARMs, este sub segmento dentro del ámbito *subprime*, de deudores de elevado riesgo crediticio, comenzó a ser muy popular en la medida que permitía al intermediario conceder unas condiciones al prestamista comercialmente más favorables para los primeros años de su hipoteca, préstamos con intereses comparativamente más bajos que luego se ajustaban. El formato, conocido como 2/28, tiene unos tipos de interés bajos durante los dos primeros años de la hipoteca, que pasan a ser variables a partir del tercero y durante el resto de la vida del préstamo.

Este esquema de flujos, como el tiempo demostraría más adelante, abrió un importante riesgo de tipos de interés en una gran parte de los deudores que hizo que fuesen incapaces de hacer frente al subida de cuotas que supuso la tendencia alcista de los tipos de interés de referencia.

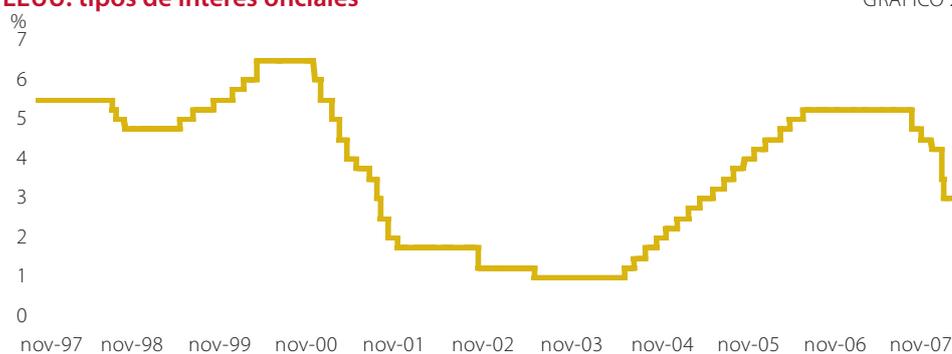
## 2.2 Los desencadenantes de la crisis y su estallido

Con la entrada del nuevo siglo, el panorama económico internacional cambió sustancialmente. Como consecuencia de la caída de de las empresas tecnológicas, fenómeno conocido como “punto com”, durante el 2000 y, muy especialmente, debido al impacto que supusieron los ataques terroristas contra el *World Trade Center* de septiembre de 2001, los Bancos Centrales de las principales economías del mundo trataron de estimular el crecimiento a través de una reducción sustancial de los tipos de interés en sus áreas económicas de influencia.

Como ejemplo de esta política expansiva, desde 2000 hasta 2004 la Reserva Federal (FED) redujo sus tipos de interés directores desde el 6,5% hasta dejarlos en el 1%, nivel que supone el tipo de interés más bajo aplicado por esta autoridad en las últimas décadas. Esta medida logró impulsar la economía y conseguir altos niveles de crecimiento. Entre los años 2002 y 2007 el PIB norteamericano osciló en una horquilla del 2% al 3,5%.

EEUU: tipos de interés oficiales

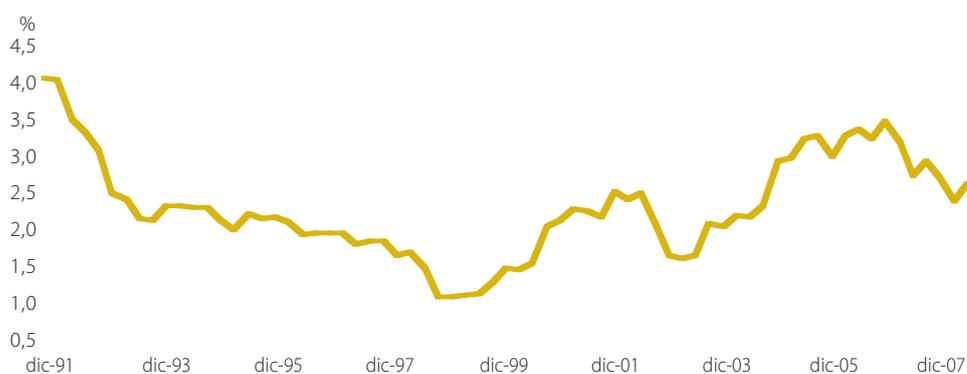
GRÁFICO 2



Fuente: *Federal Reserve*.

EEUU: crecimiento del PIB

GRÁFICO 3



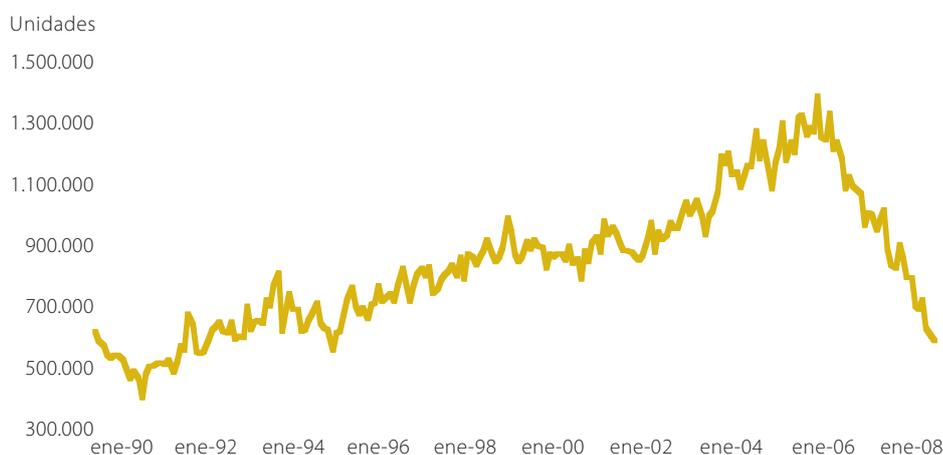
Fuente: Reuters.

Un componente importante de la recuperación económica fue la alta actividad que presentó el sector inmobiliario en EEUU. Los bajos niveles de tipos de interés de referencia, un exceso de liquidez en el sistema bancario estadounidense, la aparición de nuevos participantes y el aumento del número de intermediarios dedicados a este sector, la creación de productos financieros que permitían diversificar y distribuir el riesgo de crédito, etc. repercutieron directamente en una reducción del costo de financiación de la adquisición de la vivienda y en el aumento de la demanda. El incremento del stock de la deuda hipotecaria en las carteras del sector financiero creció a tasas superiores al 10% anual acumulativo en el quinquenio 2001-2006.

De la misma forma, la abundancia de crédito hipotecario y la alta demanda de vivienda en propiedad alimentaron un rápido crecimiento de la construcción, las ventas de viviendas se dispararon y el crecimiento de los precios de los inmuebles llegó a alcanzar tasas anuales superiores al 10%.

#### EEUU: venta de viviendas nuevas

GRÁFICO 4



Fuente: Reuters.

Diversos estudios han mostrado a posteriori que los problemas en el mercado hipotecario *subprime* son resultado en gran medida de la relajación de las condiciones de concesión de los préstamos hipotecarios. Por ejemplo, las hipotecas denominadas *low doc*, que se caracterizaban por requerir escasa o ninguna verificación de ingresos y activos, pasaron de suponer un 23% del total de hipotecas *subprime* en 2000 a más de un 40% en 2006.

Adicionalmente, en la medida que las posibilidades de acceso a la vivienda se endurecieron para los ciudadanos más desfavorecidos, el encarecimiento de la vivienda también multiplicó la concesión de hipotecas de peor calidad. Las hipotecas *subprime* pasaron de representar el 8,5% del total de hipotecas concedidas en 2003, al 20,1% en 2006.

Esta situación se mantuvo hasta el cambio de ciclo económico. Los esfuerzos de la FED para disminuir la creciente inflación que presentaba la economía en EEUU, en parte debida al bajo costo del dinero y al exceso de liquidez circulante, provocaron un cambio de política monetaria en esta autoridad que llevó aparejada

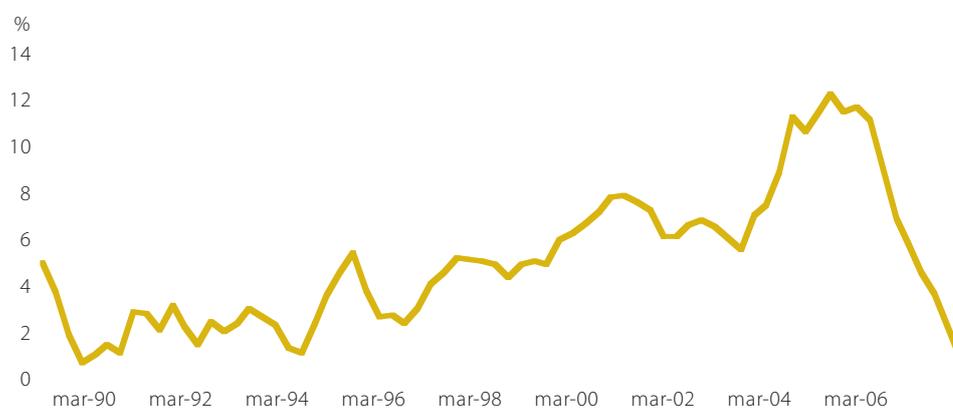
una serie de subidas del tipo de los *fed funds* de referencia para situarlos en un máximo del 5,25% en el verano del 2006.

En estas nuevas condiciones numerosos prestatarios empezaron a experimentar dificultades para pagar sus préstamos hipotecarios, especialmente en el conjunto de clientes con mayor riesgo de crédito y las tasas de morosidad comenzaron a crecer por encima del 14% en el segmento *subprime*.

A principios de 2007 esta situación se volvió crítica y comenzaron a encadenarse una serie de *defaults*, incumplimientos, masivos en los préstamos *subprime*. Estos *defaults* hundieron el valor de los créditos hipotecarios que se encontraban en el activo de los bancos. Como medida de protección algunas instituciones financieras que participaban en el sector cerraron sus divisiones de préstamos *subprime* de alto riesgo y restringieron la oferta de créditos, situación que hizo que la crisis se multiplicase.

### EEUU: crecimiento trimestral del precio de la vivienda

GRÁFICO 5



Fuente: *Mortgage Bankers Association*.

### 2.3 Transmisión de la crisis a la generalidad del sector financiero

La crisis *subprime* tiene un origen financiero, ya que, como hemos comentado anteriormente, nace de la inadecuada valoración de los riesgos por determinados agentes financieros e intermediarios en el proceso de concesión de préstamos hipotecarios a prestamistas con un nivel elevado de riesgo de crédito. Pero, aun estando en el sector financiero su origen, algunas de las preguntas que surgen alrededor de los acontecimientos que se han vivido en los últimos meses son del tipo, ¿por qué se ha transmitido la crisis tan rápidamente desde los agentes implicados en su génesis hacia el conjunto del sector financiero?, incluso más allá de su ámbito geográfico inicial para llegar a ser una crisis con importantes ramificaciones internacionales; ¿cómo ha podido llegar el problema surgido a raíz de las hipotecas *subprime* a poner en cuestión algunos de los pilares básicos sobre los que tradicionalmente se ha asentado la teoría de finanzas?; ¿cómo es el análisis del riesgo de crédito, la valoración de los activos en riesgo?; etc..

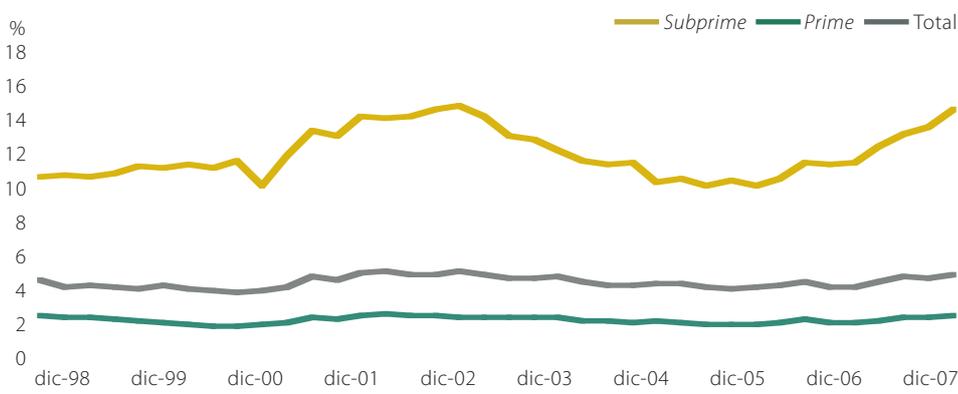
Desde tiempo antes del estallido definitivo de la crisis hipotecaria, en el verano de 2007, algunos analistas financieros y cierta prensa económica especializada

venían avisando esporádicamente y publicando informes y artículos especializados acerca de la situación del mercado *subprime*. Particularmente estos análisis hacían especial hincapié en la situación derivada de la alta competitividad que el mercado hipotecario norteamericano había alcanzado, en donde la agresividad comercial de muchos prestamistas e intermediarios llevaba aparejada la concesión de créditos con gran facilidad a solicitantes cuya capacidad de pago era dudosa.

Sin embargo, a pesar de esta situación, por aquel momento se esperaba que, en caso de producirse una quiebra del sistema, ésta derivase en una crisis del sector inmobiliario, por extensión del hipotecario, y sus efectos se limitasen a los participantes en este segmento de la economía, no llegando a afectar de manera importante al crecimiento del conjunto de la economía americana y menos aún globalmente.

EEUU: tasa de mora<sup>1</sup>

GRÁFICO 6



<sup>1</sup> Promedio de 30, 60 y 90 días.

Fuente: Mortgage Bankers Association.

La percepción de crisis se fue agudizando a finales del primer cuatrimestre de 2007 (ver cronología en cuadro 2), a medida que se dieron a conocer casos de instituciones ligadas directamente, de una forma u otra, al sector hipotecario americano que mostraban problemas. No obstante, no se tuvo plena conciencia del alcance real de la crisis hipotecaria *subprime* y de su contagio al resto de los mercados internacionales hasta el verano de 2007, cuando nuevos jugadores, en principio ajenos geográficamente y por actividad de negocio al sector hipotecario norteamericano, vieron impactados sus resultados por la tenencia de activos vinculados a hipotecas *subprime* en sus balances, trasladándose una crisis puramente doméstica en EEUU a entidades financieras en otros países.

Pero, ¿cómo llegaron estos instrumentos financieros a estar en manos de otras instituciones no vinculadas al sector hipotecario americano? El contagio se produjo mediante el uso incorrecto de las herramientas proporcionadas por la estructuración y distribución del riesgo asociado a la morosidad de esas carteras de créditos, ya de dudoso cobro en origen, a través de la emisión de valores respaldados por los préstamos hipotecarios *subprime* y, adicionalmente, al efecto multiplicador que tuvo en todo este proceso la participación de sociedades/vehículos remotos de inversión estructurada, *Structured Investment Vehicles* o SIVs, y sus primos hermanos los SIVs-lites, que actuaron como redistribuidores de esos riesgos hacia nuevos tipos de inversores.

Por otro lado, además de perjudicar a los inversores, estos vehículos devolvieron parte del riesgo de insolvencia a los cedentes a través de las líneas de liquidez que los SIVs tenían firmadas con las entidades financieras promotoras y que podían ser consumidas y utilizadas por ellos para devolver el efectivo a los inversores que tomaban los activos emitidos por estos vehículos en situaciones de estrés.

Mediante la estructuración de las carteras de créditos hipotecarios *subprime* y su transformación en títulos las entidades financieras americanas sacaban de sus balances el riesgo asociado a la concesión de los préstamos y los transferían a vehículos que, a su vez, emitían bonos que se colocaban en los mercados financieros internacionales.

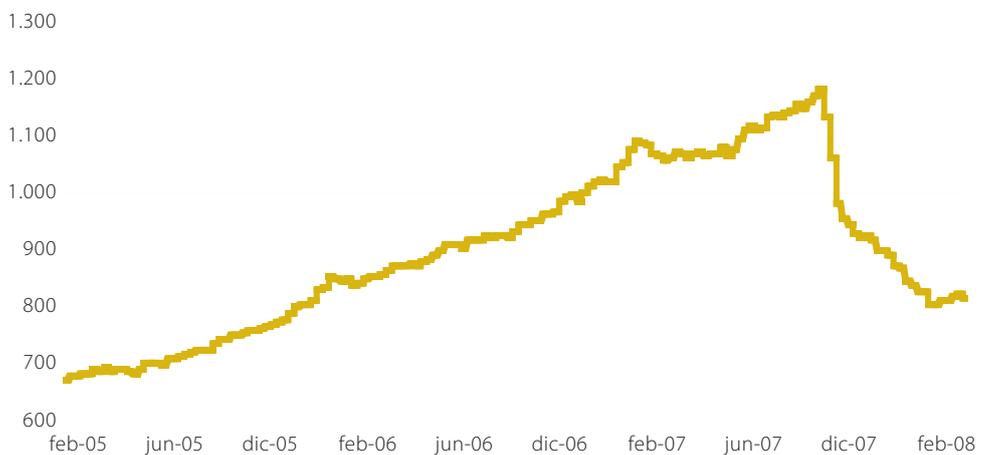
Con esta transformación de activos, los inversores de cualquier parte del mundo tenían acceso y exposición a instrumentos respaldados por hipotecas *subprime* americanas, que, además, debido a las especiales condiciones que presentaba este mercado, cada vez gozaban de peor calidad crediticia. Por su parte, los originadores de las hipotecas podían redistribuir el riesgo de sus carteras hipotecarias a terceros, liberando sus balances y, adicionalmente, obtener la liquidez para conceder de nuevo préstamos a nuevos solicitantes.

De esta manera el proceso se autoalimentaba generando un crecimiento exponencial del sector. No obstante, como se ha comentado, los problemas estaban en el origen del sistema de concesión del préstamo y la exigua supervisión que se realizaba en el momento de la originación de la hipoteca.

#### EEUU: volumen emitido ABCP

GRÁFICO 7

Miles de millones de dólares



Fuente: Bloomberg.

Por otro lado, desde 2002 comenzaron a surgir vehículos de emisión SIVs que trataban de arbitrar el *gap* de rentabilidades que ofrecía la pendiente positiva de la curva de tipos de interés de mercado. Los SIVs tenían un alto apalancamiento e invertían en instrumentos financieros a largo plazo, con mayores rentabilidades, financiando sus adquisiciones mediante la emisión de títulos a corto plazo, con un menor coste de financiación.

Para la captación de fondos utilizaban papel comercial garantizado, *asset-backed commercial paper* o ABCPs, y compraban para su activo en numerosas ocasiones valores ligados al mercado hipotecario americano. De igual forma, los SIVs-lites constituían la versión más arriesgada de este tipo de vehículos, ya que adquirirían recurrentemente activos con colateral vinculado a carteras *subprime*.

La primera estructura que se declaró en problemas fue *Rhineland Funding*, un vehículo de ABCP promovido y administrado por *IKB -Deutsche Industriebank AG*. El fondo tenía una línea de liquidez renovable firmada, además de con IKB, con una serie de entidades financieras. Fue precisamente esta fórmula de liquidez la que trasladó el problema directamente a los bancos proveedores ya que, a mediados de julio, como consecuencia del empeoramiento del mercado *subprime* norteamericano, los inversores se negaron a refinanciar los vencimientos del saldo de papel ABCP en circulación que el fondo tenía y *Rhineland Funding* tuvo que recurrir a los contratos firmados con IKB y los otros bancos.

A partir de ese momento empezaron a circular en el mercado rumores acerca de la solvencia de IKB. Finalmente, preocupado porque la crisis de confianza pudiera extenderse al propio IKB, *Kreditanstalt für Wiederaufbau*. *KfW Bankengruppe*, accionista principal de IKB, intervino para dar soporte al banco y asumió las obligaciones derivadas de los más de 12.000 millones de euros comprometidos con la línea de liquidez contraída por IKB. Además anunció su intención de cubrir las posibles pérdidas que esta operativa a través de vehículos de estructuración pudiera provocar.

Paralelamente en EEUU continuó la sangría de entidades financieras contagiadas por la epidemia *subprime*, extendiéndose a gran parte del sector financiero de ese país.

8 de marzo de 2007	<b>New Century Financial:</b> segundo mayor originador de hipotecas <i>subprime</i> americano, anuncia que deja de proporcionar créditos debido a los problemas de liquidez que encuentra para financiarse.
13 de marzo de 2007	<b>New Century Financial:</b> las acciones de esta compañía hipotecaria <i>subprime</i> son excluidas de cotización de la bolsa de Nueva York, NYSE.
2 de abril de 2007	<b>New Century Financial:</b> se declara en quiebra.
14 de junio de 2007	<b>Bearn Stearns:</b> dos <i>hedge funds</i> promovidos por Bearn Stearns que invierten en hipotecas <i>subprime</i> se desploman.
Semana del 16 de julio de 2007	<b>S&amp;P:</b> rebaja la calificación de varias operaciones de CDOs y RMBS por su exposición al <i>subprime</i> .
11 de julio de 2007	<b>Moody's:</b> pone en revisión, de cara a una posible rebaja de su calificación, cerca de 200 CDOs por incluir tramos garantizados por hipotecas. Durante los días posteriores, las principales agencias anuncian nuevas revisiones y rebajas de calificación.
31 de julio de 2007	<b>KFW:</b> la crisis se extiende a Europa, la entidad anuncia que asumirá todas las obligaciones derivadas de la exposición de IKB en Rhineland Funding.
6 de agosto de 2007	<b>American Home Mortgage:</b> décimo banco hipotecario en EEUU declara su quiebra.
9 de agosto de 2007	<b>BNP Paribas:</b> congela la liquidez de tres de sus fondos ligados con el sector <i>subprime</i> , por US\$ 2.200 millones, ante la imposibilidad de obtener una valoración adecuada de los activos incluidos en ellos.
10 de agosto de 2007	<b>Contrywide:</b> Anuncia que la situación de los mercados de crédito tendrá un impacto directo en sus resultados. Se ve forzado a utilizar las líneas de liquidez que tiene con varias entidades financieras.
2ª semana de agosto	La crisis se traslada a las bolsas que presentan importantes recortes.
14 de agosto de 2007	<b>Sentinel Management Group:</b> solicita a la SEC la paralización de la liquidez en varios de sus fondos.
Del 11 al 19 de agosto de 2007	Acción concertada por la FED, BCE, BCJ y Banco Central de Canadá para inyectar liquidez en el mercado.
21 de agosto de 2007	<b>HBOS:</b> anuncia que utilizará las líneas de liquidez de su programa de ABCP Gramplan. Por aquel momento Gramplan era el programa de ABCP de mayor tamaño existente en el mundo con más de US \$ 36.000 millones de saldo vivo.
24 de agosto de 2007	<b>Industrial &amp; Commercial Bank of China, China Construction Bank y Bank of China:</b> declaran que tienen comprometidos activos relacionados con el mercado <i>subprime</i> . La crisis estalla en Asia.
13 de septiembre 2007	<b>Notern Rock:</b> El banco hipotecario británico sufre un gran retiro de depósitos. El Banco de Inglaterra anuncia rescate por US\$ 45.000 millones.
A partir de esta fecha	Se generalizan los <i>write-offs</i> y resultados negativos en la presentación de cuentas de los principales bancos norteamericanos; <b>Citigroup, Morgan Stanley, Merrill Lynch</b> , etc. y algunos europeos; <b>Sachsen LB, UBS, Barclays PLC</b> , se ven afectados por la crisis.

Fuente: Elaboración propia.

### 3 Consecuencias de la crisis en los mercados financieros

2007 ha sido un año muy complejo para los mercados financieros, con dos mitades claramente diferenciadas. En la primera parte del año, el mercado siguió con la tendencia que había presentado en los últimos ejercicios: rentabilidades de los activos financieros estables, en niveles similares a años anteriores, bolsas con tendencia alcista y diferenciales de crédito en mínimos históricos. Sin embargo, a partir de finales del primer cuatrimestre del año, se desencadena la crisis *subprime*

que, finalmente, acaba derivando en una gran crisis crediticia, se producen bruscas ampliaciones de spreads, reflejando una desconfianza total del inversor hacia los productos relacionados con hipotecas, y con el crédito estructurado en particular, y, por extensión, hacia cualquier activo que incorpore riesgo de crédito.

Anteriormente se ha comentado el origen de la crisis y cómo se produjo el contagio desde el “ámbito” *subprime* a los mercados financieros internacionales. A partir de aquí analizaremos cuales han sido algunas de las principales repercusiones que la crisis nos deja y, por lo que estamos viendo en lo que llevamos de año 2008, con las que tendremos que convivir durante tiempo.

### **3.1 Falta de transparencia. Crisis de confianza y crisis de liquidez**

Una de las conclusiones más relevantes de esta crisis es la capacidad que ha mostrado para poner en entredicho algunas de las bases sobre las que se han desarrollado los mercados financieros en los últimos años.

Gran parte de los productos que se emitieron utilizando las carteras hipotecarias *subprime* americanas tenía una calificación crediticia muy elevada, en muchas ocasiones AAA, máximo nivel otorgado por las agencias internacionales de *rating* que evalúan el riesgo de insolvencia de emisores y de los instrumentos financieros que estos emiten, e igual a la calificación que tienen los emisores públicos de los principales países desarrollados del mundo; como el propio Tesoro americano, el alemán, español, etc.

Los inversores institucionales, que tradicionalmente han establecido políticas de inversión en función del *rating* del valor, se vieron atraídos rápidamente por estos instrumentos financieros que, a priori, gozaban de una alta solvencia y que les permitían diversificar sus carteras además de ofrecer, por las propias características de menor liquidez y riesgo absoluto comparado, un *pick-up* de rentabilidad que los hacía especialmente interesantes desde un punto de vista económico en un entorno de tipos de interés en mínimos. ¿Tenía sentido el nivel de riesgo asignado a estos productos en aquel entonces? La experiencia ha demostrado que no y la puesta en valor de las carteras que constituían su activo produjo una fuerte caída en su precio.

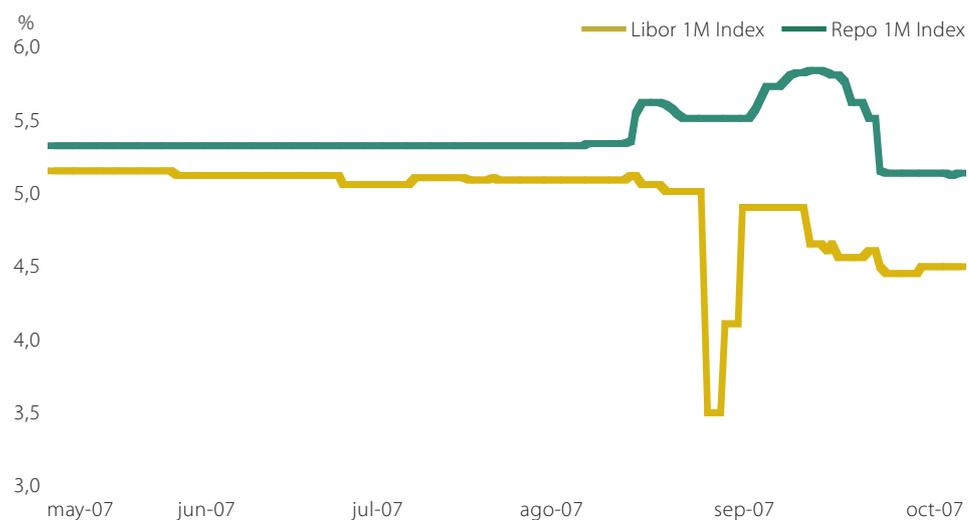
Por otro lado, la mayoría de los productos emitidos con garantía *subprime* no cotizaban en los mercados y, por tanto, no tenían precios transparentes de referencia para su valoración. En ausencia de precios reales, los inversores utilizaban complejos modelos matemáticos, *mark to model*, para obtener sus valoraciones y estimar cual sería su teórica cotización de compraventa. Estos modelos de valoración incluían entre sus *inputs* factores como los ratios de morosidad hipotecaria. En el momento en que se produjeron aumentos radicales de la misma, se vieron sometidos a unas condiciones de estrés que hicieron que los resultados que proporcionaban resultasen poco fiables, forzando a los inversores a deshacer posiciones.

Además, como se ha señalado anteriormente, estos paquetes de hipotecas *subprime* fueron comprados principalmente por inversores institucionales. En un primer

momento por *hedge funds*, o fondos de inversión alternativa y, en un segundo escalón, por otros fondos de inversión tradicionales, planes de pensiones, fondos de fondos, etc. que compraron participaciones de esos *hedge funds* o de los primeros fondos que tomaron posiciones en estos productos, redistribuyendo y atomizando el riesgo *subprime* por las carteras de numerosos inversores institucionales que se vieron contaminadas. Esta situación complicó aun en mayor medida conocer el alcance real del impacto económico que la crisis tenía y quién estaba realmente afectado.

### EEUU: tipos del mercado monetario

GRÁFICO 8



Fuente: Bloomberg.

La incertidumbre sobre el valor real de estos activos, y sobre el quebranto económico que potencialmente podía producir en sus tenedores, hasta el límite de no poderse determinar con claridad las instituciones perjudicadas por el *subprime*, desató una crisis generalizada de confianza en el sector financiero a nivel mundial. De esta manera, las entidades de crédito, en un primer momento y hasta tener una idea clara de la situación, decidieron cerrar sus líneas de préstamo y optaron por no ceder dinero en el mercado interbancario o, en todo caso, cederlo a plazos muy cortos, produciéndose un tensionamiento de los tipos de interés y un estrangulamiento de la liquidez.

A partir de entonces, la incertidumbre y la volatilidad se apoderaron de los mercados financieros internacionales en lo que ha dado en llamarse la crisis de liquidez que, por extensión, está afectando a instituciones financieras que se encuentran al margen del fenómeno *subprime* y cuyas consecuencias pueden amplificarlo hasta llegar a producir efectos mucho mayores y más perjudiciales en la economía financiera y en la economía real.

### 3.2 Ampliación de los diferenciales de crédito

Un resultado directo de la crisis *subprime*, que conforma el nuevo escenario de crédito, es la severa corrección que los activos financieros que incorporan

riesgo de crédito han vivido durante los meses pasados en sus primas de riesgo y que ha afectado a todo tipo de instrumentos de deuda y emisores, con independencia de su calificación crediticia. Los *spreads* de crédito se han disparado en un proceso de *repricing* por parte de los inversores que obedece a un cambio de la actitud, hacia posiciones más conservadoras a la hora de asumir riesgos, respecto del riesgo de crédito.

Esta situación ha quedado meridianamente clara a través del típico movimiento de huida hacia la calidad, *flight to quality*, que se ha visto en los últimos meses. Los inversores se han refugiado y protegido de la crisis tomando posiciones en valores de deuda pública a corto plazo emitidos por los Tesoros de los principales países desarrollados que, tradicionalmente, están considerados como libres de riesgo. Este movimiento ha producido un trasvase de las carteras a corto hacia *treasury bills* u otros activos financieros emitidos por el sector público. Además, el movimiento se ha visto potenciado por la no renovación de gran parte de los saldos que estaban situados en *asset-backed commercial paper* (ABCPs).

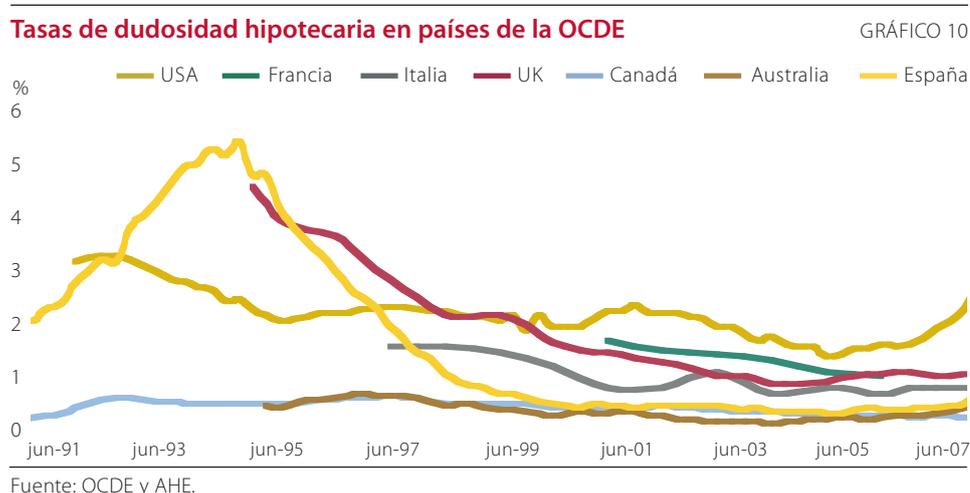
En definitiva, como primera consecuencia de la crisis, el análisis crediticio del riesgo asociado a los valores se ha sofisticado y los inversores van a “hilar mucho más fino” a la hora de analizar el *rating* del emisor, el sector al que pertenece, el plazo de los títulos o los *covenants* y grado de subordinación que incorporan. Se va a prestar una mayor atención al perfil financiero y empresarial del emisor y a aquellas características en su actividad que lo diferencian del resto. En la práctica, esto supondrá acabar con la uniformidad de *spreads* de crédito que ha caracterizado el mercado en los últimos años, en el que nos habíamos acostumbrado a la utilización de unas curvas genéricas definidas, básicamente, en función de *rating* y la liquidez de los valores.



En febrero de 2008, tras la corrección vivida por los mercados financieros internacionales, los bonos del Tesoro español han visto cómo sus diferenciales frente a sus homólogos alemanes se han ido por encima de los 20 puntos básicos,

mientras que las cédulas hipotecarias han doblado sus *spreads* hasta tener que pagar más de 60 puntos sobre el *benchmark* alemán.

En un periodo de cambio de ciclo económico y de desaceleración es normal que se produzca un retraimiento de la demanda y se amplíen los diferenciales existentes entre los distintos bonos gubernamentales. En el caso de los valores con garantías hipotecarias emitidos en España no se ha visto un empeoramiento exagerado de las carteras hipotecarias en poder de las entidades financieras. La ampliación de los diferenciales se explica, fundamentalmente, por la incertidumbre existente entre los inversores sobre factores como la tendencia alcista de los tipos de interés y el impacto que estas futuras subidas tendrán en el endeudamiento familiar. Hasta qué punto esta situación afectará al mercado hipotecario y si la tendencia creciente de la morosidad, normal en estos casos, llegará a impactar significativamente en los resultados de las instituciones financieras, son cuestiones que, unidas al importante crecimiento que el sector inmobiliario español ha vivido en los últimos años, provocan la actitud cautelosa de los inversores.

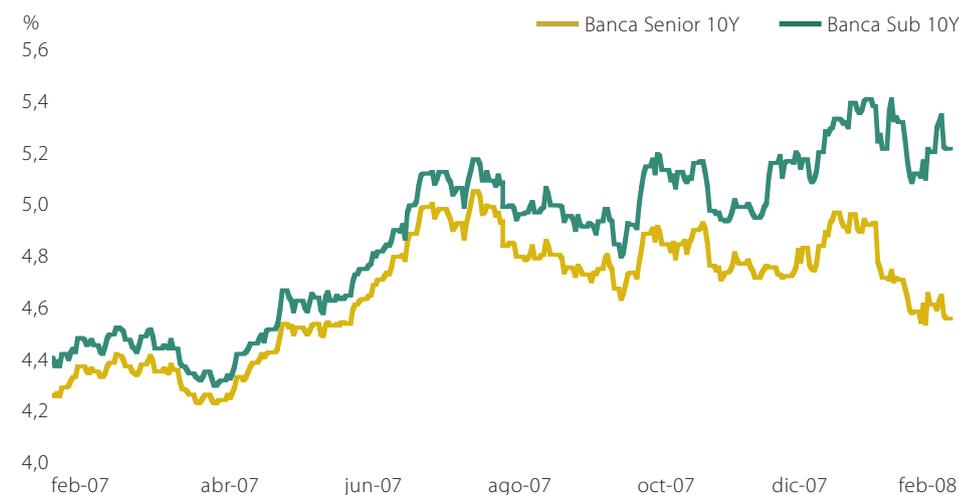


En este sentido, en muchas ocasiones se intentan establecer paralelismos entre la situación vivida en EEUU en los últimos meses con la posible evolución del mercado español. Es innegable que la desaceleración económica está suponiendo un empeoramiento de algunos de los ratios considerados clave en los valores con garantía hipotecaria. No obstante, conviene recordar que, en el caso español, estas cifras, como por ejemplo los ratios de morosidad, distan mucho de las existentes en el sector hipotecario americano, no sólo respecto de las hipotecas *subprime*, detonante del problema vivido, sino incluso de las que presenta el sector *prime*, de máxima solvencia y garantía en EEUU.

Adicionalmente, como ya ha sido manifestado en repetidas ocasiones por las autoridades económicas y supervisoras, el sector financiero español es uno de los sectores financieros a nivel mundial que goza de un volumen de provisiones más alto. Esta circunstancia, unida a la nula exposición a activos comprometidos en hipotecas basura estadounidenses, al sistema de negocio y controles existentes en España en la originación de hipotecas y a la propia vigilancia ejercida desde el Banco de España, son las mayores garantías del sector hipotecario español.

## Rentabilidad emisiones a 10 años de emisores financieros

GRÁFICO 11



Fuente: Bloomberg.

Los *spreads* del sector financiero también se han visto ensanchados de forma importante tras la crisis de las hipotecas *subprime*. Un claro ejemplo es la evolución de los diferenciales existentes entre bonos AA emitidos por instituciones financieras en formato *senior* y subordinado que se han disparado en los últimos meses. Un bono *senior* AA emitido, por una entidad financiera a 10 años en enero de 2007, tenía un rendimiento superior al 4,25%. En enero de este año dicho bono ha pasado a cotizar por encima del 4,70%. El mismo plazo, pero en formato subordinado, ha pasado del 4,37% al 5,25%. De esta manera, el coste de financiación, vía márgenes crediticios, entre la deuda *senior* y subordinada, que las entidades financieras tienen que asumir ha pasado de ser 12 puntos básicos a principios del año 2007 a 55 puntos básicos en 2008. Como resultado, va a ser mucho más costoso para las entidades de crédito captar recursos propios que refuercen su estabilidad financiera.

## Spreads corporativos en puntos básicos sobre Swap. Febrero 2008

CUADRO 3

Sector	Activos	Rating	5 Años	10 Años
Financiero	Cédulas	AAA	31	43
	Deuda Senior	AA	92	110
	Lower Tier II	A+	195	225
	Upper Tier II	A-	278	318
	Tier I	A-	323	383
Corporativo	Deuda Senior	AA	79	101
Titulización	RMBS LTV ≤ 80%	AAA	148	
	RMBS LTV > 80%	AAA	182	

Fuente: Elaboración propia.

### 3.3 Efectos sobre el mercado primario

La crisis de liquidez del interbancario rápidamente se extendió a todos los plazos de la curva. De esta manera, a partir del estallido de la crisis *subprime*, se ha vivido una importante caída en los volúmenes emitidos en los mercados de capitales, especialmente por instituciones financieras que acudían regularmente a

financiarse en ellos, y, aunque en datos absolutos las cifras de emisión en el año 2007 son superiores a las del ejercicio 2006, en el segundo semestre se ha visto una sequía de nuevas emisiones.

Este menor volumen de emisión se ha hecho muy patente en el mercado de bonos de titulización donde, según *European Securitisation Forum*, los volúmenes emitidos durante el tercer y cuarto trimestre de 2007 alcanzaron la cifra de 181.000 millones de euros que representan respecto de los casi 300.000 millones de euros registrados en el mismo período de 2006 una caída del 39%. Esta caída ha sido especialmente importante en CDOs y RMBS (ver cuadros 4 y 5).

<b>Emision de titulizaciones en Europa</b>						CUADRO 4
Millardos de euros	Q1	Q2	Q3	Q4	Total	
2000	14,1	16,4	21,4	26,3	78,2	
2001	20,5	43,2	22,7	66,2	152,6	
2002	24,3	42,6	35,7	55,1	157,7	
2003	43,3	51,9	39,7	82,4	217,3	
2004	55,8	59,0	53,2	75,5	243,5	
2005	47,8	94,4	41,5	143,3	327,0	
2006	69,0	114,3	112,8	184,9	481,0	
2007	150,7	164,3	107,8	73,9	496,7	

Fuente: *European Securitisation Forum*.

<b>Emision de titulizaciones en Europa por tipo de colateral</b>						CUADRO 5
Millardos de euros	2006:Q1	2006:Q2	2006:Q3	2006:Q4	2006 Total	
RMBS	37,6	49,3	58,0	99,7	244,6	
CMBS	7,5	9,9	21,8	20,7	59,9	
Préstamos automóvil	0,8	1,0	3,2	6,8	11,8	
CDO	14,3	31,8	20,5	43,5	110,1	
Tarjetas de crédito	1,6	1,0	0,2	0,6	3,4	
Leasing	0,4	1,0	0,3	4,2	5,9	
Préstamos	1,2	5,4	3,0	6,1	15,7	
Recibos	0,6	1,5	3,6	0,4	6,1	
Otros	5,1	13,4	2,2	2,9	23,5	
<b>Total</b>	<b>69,0</b>	<b>114,3</b>	<b>112,8</b>	<b>184,9</b>	<b>481,0</b>	
	2007:Q1	2007:Q2	2007:Q3	2007:Q4	2007 Total	
RMBS	81,8	77,8	52,6	47,5	259,6	
CMBS	11,9	25,0	6,0	4,7	47,6	
Préstamos automóvil	2,2	6,0	2,7	4,0	14,9	
CDO	47,9	40,4	34,4	9,0	131,7	
Tarjetas de crédito	0,1	0,4	0,2		0,7	
Leasing	1,7	2,5		0,3	4,5	
Préstamos	5,1	8,2	7,2	6,7	27,2	
Recibos		2,9	2,5	1,7	7,2	
Otros		1,1	2,2		3,3	
<b>Total</b>	<b>150,7</b>	<b>164,3</b>	<b>107,8</b>	<b>73,9</b>	<b>496,7</b>	

Fuente: *European Securitisation Forum*.

No obstante, es interesante señalar que, a diferencia de lo ocurrido en Europa, en EEUU las empresas se amoldaron a las nuevas circunstancias de mercado desde un principio y, a pesar de que los *spreads* se han multiplicado por tres y cuatro veces en ese país, las compañías han seguido emitiendo papel y los inversores invirtiendo, demostrando que el mercado americano dispone de unas

condiciones de liquidez y profundidad que le dotan de una madurez muy superior a las que presenta el mercado europeo.

Los mercados de capitales han constituido en los últimos años una de las fuentes principales de financiación para las entidades de crédito. En estos momentos, financiarse a través de la emisión de valores resulta una tarea compleja que implica por parte del emisor, por un lado, un mayor esfuerzo de promoción, transparencia y convencimiento de los inversores y, por otro, supone asumir unos mayores costes financieros en la medida en que, como se ha comentado anteriormente, los *spreads* que exigen los inversores actualmente son superiores a los niveles que teníamos con anterioridad a la crisis.

## 4 Conclusiones

Como ha quedado de manifiesto, los efectos de la denominada crisis *subprime* han repercutido, no sólo en la totalidad de los mercados financieros, sino en la actividad económica mundial, todo ello mediante la correa de transmisión que ha supuesto la caída en términos globales de un índice, por otra parte difícil de medir, cual es el de la “confianza de los agentes económicos”.

En lo básico, el origen de esta crisis estriba en las prácticas arriesgadas de facilitar financiación, principalmente inmobiliaria, por parte de agentes financieros en EEUU que, posteriormente, mediante procesos “sui generis” de titulización eran distribuidos, en este caso, por los principales agentes internacionales, a una clientela exigente en rentabilidad y poco rigurosa en el análisis de riesgos.

El efecto directo de esta crisis hubiese podido ser amortiguado por el sistema financiero internacional; sin embargo, la traslación a todo el mercado de financiación a través del efecto “crisis de confianza” nos mantiene en la incertidumbre en relación con la duración e intensidad de la misma.

Nuestra reflexión va dirigida a las enseñanzas que, para el mejor funcionamiento de los mercados de renta fija, se pueden extraer del comportamiento experimentado en estos meses y, en consecuencia, las mejoras que es preciso introducir en el modelo de mercado que existe actualmente.

En este sentido, y sin ánimo exhaustivo, se han analizado en este artículo el origen y desarrollo de la crisis *subprime*, el impacto en los mercados financieros, la ampliación de los diferenciales de crédito, los efectos sobre el mercado primario y las dificultades en la valoración de los activos.

De todo ello se deduce que la falta de transparencia ha constituido el problema fundamental que se ha manifestado en los mercados de renta fija, contribuyendo a la extensión de la crisis de confianza y generando buena parte de las causas de la crisis de liquidez y financiación. Es precisamente esta necesidad de dotar a los

mercados de renta fija de mayor transparencia el referente de las propuestas que se relacionan a continuación.

Esta situación en el mercado de renta fija coincide en el tiempo con un proceso global de promulgación de normas de funcionamiento de los mercados por parte de los reguladores y supervisores, que tiene como última causa el reconocimiento de los mercados financieros como factores decisivos en la globalización de la economía y, por tanto, la necesidad de que su funcionamiento sea eficiente y transparente.

En la Unión Europea la función de ordenamiento de los mercados tiene un enfoque global, alcanzando a todos los ámbitos que afectan a los procesos de regulación. Quizás la pieza legislativa más importante sea la Directiva Europea sobre Mercados de Instrumentos Financieros, MiFID, en la medida en que afronta de modo general casi todos los aspectos de funcionamiento de los mercados.

Dicha Directiva, a los efectos que aquí nos interesan, establece como principio general la transparencia de los mercados. No obstante, si bien lo hace de modo claro y decidido en el mercado de renta variable, probablemente por considerar que es donde se materializa en mayor medida la inversión minorista, se muestra indecisa sobre la extensión de dicha transparencia a los mercados de renta fija, y ello en contradicción con muchos de los principios básicos que la propia Directiva defiende. Precisamente los mercados de renta variable son, por su funcionamiento, los que actualmente presentan mejores niveles de transparencia, salvo quizá en grandes operaciones corporativas que normalmente están también ligadas a operaciones en productos derivados.

Los mercados de financiación a través de la emisión de valores de renta fija constituyen el principal, y más innovador, mercado de activos financieros a nivel mundial, siendo permanentemente generadores de estructuras financieras cada vez más complejas. El modelo vigente es plenamente descentralizado, internalizado y, a efectos de la contratación, realizado fuera de mercados regulados (OTC)<sup>2</sup>. Obviamente, estas características le privan de niveles importantes de transparencia, salvo que se apliquen obligaciones a los operadores de los mercados. El ejemplo de *TRACE* en EEUU es, con sus limitaciones, un camino a recorrer. En este sentido, sorprende la falta de determinación por parte de autoridades económicas europeas y de supervisores a la hora de la aplicación de los criterios básicos de pre y post transparencia en la renta fija, que a su vez son los que pueden garantizar el requisito de mejor ejecución.

Si algo ha enseñado esta crisis, a efectos de la transparencia de mercado, es que los activos precisamente con más riesgo puro, que son las acciones, han mantenido una claridad en sus precios y, consecuentemente, en su liquidez, mientras que los mercados de renta fija se han mantenido en una cierta oscuridad sólo visible con las linternas de los especialistas de este mercado.

Las singularidades de los mercados de renta fija implican un modelo diferente al implantado para la renta variable, sin embargo, ello no supone que los criterios de transparencia no puedan serles plenamente exigibles.

---

<sup>2</sup> En el caso de España se da una situación diferente dada la existencia de un mercado regulado como es AIAF Mercado de Renta Fija.

La transparencia, que es precisamente el “déficit” que se ha manifestado más claramente en el desarrollo de esta crisis, tiene un valor en si misma, independientemente de otros efectos positivos que sobre la liquidez y el desarrollo del mercado comporta. En este sentido, la MiFID contiene elementos suficientes para proceder a la reforma de estos mercados e incorporar la transparencia como factor necesario en la mejora de su funcionamiento.

El tratamiento adecuado de los requisitos MiFID de transparencia pre y post contratación, mejor ejecución y reporte de transacciones, unidas a la diferenciación entre inversores que, en términos de mercado estriba, en lo básico, en inversores mayoristas y minoristas, debería constituir la base de las modificaciones tendentes a incluir mayores niveles de transparencia en el funcionamiento de los mercados de renta fija.

En esencia, son dos las medidas que se proponen:

- Transparencia de las operaciones realizadas como criterio extensible a todas las modalidades de productos.
- Cambio de modelo de mercado para las operaciones destinadas a inversores minoristas.

Con respecto al primer punto, hay que decir que la situación actual es peculiar ya que según MiFID es obligatorio un reporte al supervisor del Mercado de la totalidad de las operaciones realizadas por las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión, ESI, mientras que el requisito de post transparencia no es exigible, salvo decisión expresa de un Estado Miembro. En definitiva, se conocen por el supervisor todas las operaciones realizadas pero no existe publicidad de los datos.

Adicionalmente, dadas las características de estos mercados, se hace necesario un análisis previo de la información recabada para presentar los datos de las operaciones de modo que sean inteligibles y cobre sentido la transparencia más allá de la relación exhaustiva de precios y volúmenes.

Sobre estas bases, la utilización de las prerrogativas por parte de los Estados Miembros en relación al requisito de post-transparencia, junto a fórmulas imaginativas de colaboración entre los agentes del mercado, solventaría el problema de la información y publicidad de los precios y volúmenes de las operaciones realizadas, sin especial necesidad de esfuerzos y costes adicionales por parte de las entidades de crédito y ESI.

Por otra parte, la incorporación de un sistema similar a *TRACE*, que anticipe la comunicación de operaciones, proporcionaría una información más cercana en el tiempo y, por tanto, con mayor valor en términos de transparencia.

Con estas medidas, la información sobre los precios y volúmenes de la mayor parte de los productos de renta fija experimentaría un cambio radical y permitiría, a su vez, una adecuada valoración de las inversiones en cartera de las diferentes entidades; todo ello sin modificar las fórmulas operativas de los mercados de renta fija.

Sin embargo, para los productos destinados a los inversores minoristas, parece conveniente aplicar medidas adicionales. La normativa de folletos de emisión establece las características que reúnen los productos para ser considerados dirigidos a los inversores mayoristas y minoristas. La mayor necesidad de protección de los inversores minoristas hace aconsejable que las emisiones destinadas a esta clientela cuenten con una mayor dosis de pre transparencia, independientemente de la estructura interna del producto.

En este sentido, los mercados regulados deberían proporcionar sistemas flexibles de contratación, que unidos a la existencia de la figura de creadores o cuidadores del valor, que actualmente se exige para determinadas emisiones, modifiquen el actual modelo acercándolo al existente para la renta variable.

En síntesis, e independientemente de otros efectos analizados en este artículo, no cabe duda que la falta de transparencia ha sido el hecho más relevante que se ha manifestado en los mercados de renta fija en el desarrollo de la crisis. El proceso de adaptación a la Directiva MiFID puede permitir efectuar modificaciones en los mercados de financiación que superen este déficit de información detectado. Las medidas propuestas están soportadas en los principios básicos de MiFID y, en nuestra opinión, constituyen el reto para los mercados de renta fija en los próximos meses.

## 5 Bibliografía

Asociación Hipotecaria Española:

- “Informe sobre el comportamiento del mercado hipotecario durante 2007 y previsiones para 2008”. Enero 2008.
- “El mercado hipotecario español y la crisis americana de las *subprime*”, Gregorio Mayayo. Diciembre 2007
- Informes mensuales sobre Actividad Crediticia Hipotecaria.

Banco Central Europeo:

- Boletines Mensuales,
- Informes anuales. Años 2006 y 2007.
- Informes de estabilidad financiera. Junio y Diciembre. Años 2006 y 2007.
- Working papers;
- “The pricing of risk in European credit and corporate bond markets”, Antje Berndt y Iulian Obreja, Agosto 2007,

- “Is the corporate bond market forward looking?”, *Jens Hilscher, Agosto 2007,*
- “Market discipline, financial integration and fiscal rules: what drives spreads in the euro area government bond market?”, *Simone Manganelli y Guido Wolswijk, Abril 2007,*

Goldstein, M.A., Hotchkiss, E.S. y Sirri, E.R. (2007) “Transparency and Liquidity: A Controlled Experiment on Corporate Bonds”, *The Review of Financial Studies Vol. 20, No. 2, pags. 235-273, marzo 2007.*

Laganà Marco, Martin Perina, Isabel von Koppen-Mertes y Avinash Persaud (2006). “Implications for liquidity from innovation and transparency in the European corporate bond market”, *ECB Occasional Paper Series No 50 August.*

Edwards, A.K., Nimalendran; M. y Piwowar, M.S. (2006). “Corporate Bond Market Transparency: Liquidity Concentration, Information Efficiency, and Competition”. *Bank of Canada Conference Paper. Mayo.*

Edwards, A.K., Harris, L.E. y Piwowar, M.S. (2006). “Corporate Bond Market Transaction Costs and Transparency”. *Journal of Finance Vol. 62, No. 3, June 2007, pags. 1421-1451. Junio 2006.*

Edwards, A.K. (2006). “Corporate Bond Market Microstructure and Transparency – the U.S. Experience. in Developing Corporate Bond Markets in Asia”, *BIS Papers No. 26. Febrero 2006.*

European Securitisation Forum. ESF Data Reports. Trimestrales. Años 2006 y 2007.



# La situación actual y los proyectos en curso que inciden en los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa

Rafael Sánchez de la Peña (\*)

(\*) Rafael Sánchez de la Peña pertenece a la Dirección Adjunta a Presidencia de la CNMV. Este artículo recoge los principales elementos de un informe conjunto de la CNMV y el Banco de España, "Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones", que fue publicado por la CNMV en su serie de Estudios en diciembre de 2007.



# 1 Introducción

Los mercados de valores no han sido ajenos al fenómeno de la globalización de la industria financiera. La respuesta en Europa se ha encaminado a abordar su fragmentación y a reducir el elevado número de infraestructuras de negociación y de post-contratación existentes. La introducción del euro, la regulación resultante del Plan de Servicios Financieros y otras iniciativas de la industria han dado lugar a sucesivos procesos de concentración de las infraestructuras de mercado en torno a distintos grupos de mayor tamaño de ámbito nacional y, en algunos casos, también plurinacional, lo que ha permitido reducir la fragmentación existente en la década pasada, si bien en un marco pan-europeo la integración ha sido limitada.

En un nuevo intento de impulso a la integración recientemente han surgido ciertas iniciativas en el seno de las instituciones europeas dirigidas a fomentar mayor competitividad entre infraestructuras de mercado a través de medidas como la libertad de acceso y de elección de infraestructuras por parte de los intermediarios o como la supresión de privilegios históricos de monopolio en la prestación de algunos servicios. Todas estas medidas apuntan a reducir prácticas monopolistas y a fomentar la transparencia.

El objeto de este artículo, basado en un informe conjunto de la CNMV y del Banco de España de diciembre de 2007 sobre los sistemas de post-contratación en Europa, es presentar de forma resumida el contenido y las implicaciones de las recientes iniciativas comunitarias en esta materia. Para ello, el artículo se ha estructurado en cinco apartados, siendo el primero esta breve introducción, al que sigue un segundo apartado que aborda la configuración general de los mercados de valores europeos. El tercer apartado comenta las iniciativas europeas actualmente en curso (el Código de Conducta y el proyecto Target 2-Securities) y los cambios a que pueden dar lugar en la actividad de las infraestructuras de post-contratación europeas en general. El cuarto apartado aborda la situación concreta de la post-contratación españolas, describiendo brevemente sus especificidades y el posible impacto que puedan tener esas iniciativas europeas en curso. El artículo finaliza con un quinto apartado que presenta unas breves conclusiones acerca de algunas de las medidas que podrían adoptarse para apoyar la mejora del contexto en el se prestan estas actividades en Europa y para mantener la operatividad del sistema de compensación y liquidación español en un ámbito más abierto, y previsiblemente bastante más competitivo, que el actual.

## 2 La configuración general de los mercados de valores europeos

Los mercados de valores se configuran en dos grandes familias de infraestructuras, atendiendo a las distintas etapas en las que puede desglosarse el proceso que va desde la búsqueda de contrapartida y case de la oferta y la demanda, hasta que la transacción se ha completado con la transferencia de la propiedad de los valores y la recepción del pago. Estas infraestructuras se pueden agrupar en dos tipos: de negociación y de post-contratación.

Las infraestructuras de negociación son foros físicos o electrónicos donde se encuentran la oferta y la demanda de instrumentos financieros (en adelante valores) y se acuerdan los términos de la contratación: cantidad, precio, comprador y vendedor. Los mercados oficiales o regulados de acciones (bolsas), los de deuda y los de futuros y opciones son las infraestructuras de negociación clásicas, pero también hay otros foros legalmente reconocidos como son las plataformas de “internalización de transacciones” y los sistemas multilaterales de negociación.

Participantes en los mercados de valores

GRÁFICO 1



En las infraestructuras de negociación se casan operaciones pero la contratación se completa y finaliza en las infraestructuras de post-contratación. Éstas gestionan los procesos de entrega de valores a los compradores y el pago a los vendedores y acreditan la titularidad de los valores.

La post-contratación se lleva a cabo a través de tres procesos básicos (*core activities*) de forma consecutiva: (i) la compensación, (ii) la liquidación y (iii) el registro-custodia de valores. Estas tres actividades pueden ser realizadas por una sola entidad o por entidades diferentes especializadas en cada una de ellas.

## 2.1 Las infraestructuras de valores europeas más importantes

Históricamente las infraestructuras de post-contratación de valores han estado estrechamente vinculadas, e incluso unidas, a las de negociación que entendieron la post-contratación como una actividad auxiliar de la negociación. La llegada de nuevas tecnologías obligó a las infraestructuras de los mercados a especializarse para no ser deficitarias lo que llevó a la escisión de la negociación y la post-contratación de valores de contado en infraestructuras diferenciadas.

La concentración de mercados habida en Europa en respuesta a la globalización financiera ha sido, con pocas excepciones, fundamentalmente de ámbito nacional, lo que ha dado lugar a una integración limitada, en el plano pan-europeo, de las infraestructuras de mercado que han seguido dos modelos distintos de consolidación uno de tipo vertical y otro de tipo horizontal.

En el vertical, las infraestructuras de negociación y de post-contratación se integran en un mismo grupo patrimonial bajo una misma sociedad holding. El grupo español BME, junto a los grupos de mercado *Deutsche Börse* y *Borsa Italia*, son ejemplos de grupos integrados verticalmente. En el horizontal, la integración se produce entre entidades que realizan el mismo tipo de actividad, bien sea ésta negociación, bien sea post-contratación. El grupo *London Stock Exchange* (LSE), el grupo *NYSE-Euronext*, el nórdico *OMX* o el suizo *SWX* son ejemplos de grupo horizontales conformados alrededor de infraestructuras de negociación, mientras que grupos como *LCH.Clearnet*, *Euroclear* y *NCSD*, son ejemplos de grupos horizontales formados por infraestructuras de post-contratación.

Por lo general, los grupos integrados verticalmente finalizan la contratación realizada en sus infraestructuras de negociación exclusivamente en las infraestructuras de post-contratación por ellos controladas. Esta relación de exclusividad, o asociación, entre infraestructuras de negociación y post-contratación también se da en los grupos horizontales. Así, el grupo *Euronext* (en la actualidad *NYSE Euronext*) ha venido empleando casi de forma exclusiva al grupo *LCH.Clearnet* como cámara de compensación y al grupo *Euroclear* para la liquidación y la custodia-registro. Estas mismas entidades eran, hasta hace poco tiempo, la referencia de la compensación y la liquidación del grupo *London Stock Exchange*, que sigue utilizando para las acciones como registrador central exclusivo a una filial de *Euroclear* (la antigua *Crest.Co*) y, por su parte, las dos mayores bolsas del grupo *OMX* (Estocolmo y Helsinki) han venido tradicionalmente utilizando como depositario central de valores a la entidad *NCSD*<sup>1</sup>.

El tamaño de los principales grupos de mercado puede verse en los cuatro cuadros comparativos y en el gráfico que se presentan en el Anexo al final del artículo. El liderazgo lo ocupan tres grandes grupos, dos horizontales y uno vertical, *NYSE-Euronext*, *London Stock Exchange* y *Deutsche Börse*, mientras los restantes se sitúan a una distancia relativamente amplia. El grupo español BME ocupa la tercera o

<sup>1</sup> Tanto *NCSD*, como *LCH.Clearnet* y *Euroclear*, a diciembre de 2006, eran entidades o grupos independientes y no estaban controladas patrimonialmente por ninguno de los grupos de mercado a los que prestaban servicios de post-contratación.

cuarta posición, según el parámetro que se analice, prácticamente a la par que *Borsa Italiana*, grupo adquirido en el mes de septiembre 2007 por el grupo *London Stock Exchange* mediante una opa.

Todos los grupos tienen beneficios y rentabilidades sobre los activos y el capital empleado de dos dígitos y es que, hasta la fecha, cada uno ha dispuesto de su porción de mercado propia y además esta poco abierta a la competencia.

## 2.2 La regulación marco a la que están sometidos los mercados de valores

El ámbito de los mercados de valores ha estado fuertemente regulado y sometido a legislaciones específicas nacionales en todas las jurisdicciones. En la actualidad, las normativas nacionales de los años ochenta y de principios de los noventa, de origen autóctono o inspiradas en normas estadounidenses, han sido reemplazadas por los principios de Directivas y Reglamentos que, en gran parte, proceden del Plan de Acción de Servicios Financieros iniciado en 1999.

La normativa europea sobre mercados de valores aborda aspectos diversos de la industria de servicios de inversión y establece diversas obligaciones a las empresas que prestan estos servicios al resto de participantes en los mercados de valores. Sin embargo, las directivas en vigor contienen escasas referencias a la ordenación de las actividades de las infraestructuras de los mercados. En particular, la Directiva 2004/39/CE sobre mercados de instrumentos financieros (MiFID), aborda algunos aspectos parciales de las infraestructuras de mercado. La MiFID tan solo persigue aumentar la competencia en la prestación de servicios entre infraestructuras, sin entrar a regular ni su tipología ni su funcionamiento.

Así, en el ámbito de la negociación la MiFID obliga a facilitar el acceso remoto de los intermediarios a los mercados regulados y elimina el monopolio que esos mercados, en concreto las bolsas, tenían sobre la contratación de las acciones. Por su parte, en el ámbito de la post-contratación la MiFID declara la libertad de los intermediarios para elegir el sistema de compensación.

Aparte de la incursión parcial realizada por la MiFID, los únicos aspectos de la post-contratación abordados en la regulación comunitaria se hallan en la Directiva 98/26/CE sobre Firmeza de la Liquidación en los Sistemas de Pagos y Liquidación de Valores y en la Directiva 2002/47/CE sobre Acuerdos de Garantía Financiera. La regulación europea contenida en estas dos Directivas se centra fundamentalmente en atender las demandas de seguridad jurídica y protección de los participantes en los sistemas de compensación y liquidación pero excluyendo el ámbito del registro de valores.

La regulación de ámbito europeo no ha abordado aún cuestiones claves para la eficiencia y la seguridad de los sistemas de compensación y liquidación y de registro, como pueden ser: la transparencia de precios, los requisitos de participación y acceso a las infraestructuras de post-contratación, los requisitos de organización, los riesgos a asumir, los requisitos de capitalización o la supervisión a realizar por las autoridades competentes.

Las pocas iniciativas armonizadoras sobre aspectos básicos de riesgos en compensación, liquidación, y sobre el entorno jurídico de estos procesos, han sido todas ellas de carácter consultivo no vinculantes, entre las cuales cabe citar la del grupo CESR-ESCB<sup>2</sup>, que inició un cierto camino de armonización mediante la definición de estándares en alguno de estos campos antes de ser aparcada por falta de acuerdo.

En un plano más global, deben mencionarse también las iniciativas legales internacionales en el ámbito de los derechos atribuibles a los valores custodiados por intermediarios financieros, como son el Convenio de La Haya sobre valores mobiliarios - no ratificado aún por los países de la UE, que no parece que vayan a suscribirlo- y el Convenio de *Unidroit* sobre valores mantenidos a través de un intermediario, que está en su recta final y podría ser aprobado en este año 2008.

### 3 Las Iniciativas en curso que inciden sobre la actividad de las infraestructuras de post-contratación europeas

Para paliar algunos de los efectos de la escasa normativa europea y, en gran parte, para seguir impulsando una mayor integración de los mercados europeos y sus infraestructuras, han surgido dos iniciativas no legislativas de alcance notable: el Código de Conducta voluntario promovido por la Comisión Europea (en particular por el Comisario McCreevy) y el proyecto *TARGET2-Securities* (T2S) del Banco Central Europeo. Estas iniciativas podrían llegar a tener una incidencia más relevante sobre la configuración de las infraestructuras de mercado europeas que la propia Directiva MiFID.

#### 3.1 El Código de Conducta impulsado por la Comisión Europea

El Código, publicado en noviembre de 2006<sup>3</sup>, consta de un conjunto de medidas de naturaleza voluntaria y abarca preferentemente las actividades de post-contratación de renta variable, aunque más adelante puede extenderse a otros activos financieros. Este Código atañe a tres tipos de entidades: (1) las que prestan servicios de compensación como las cámaras de contrapartida central (CCP) y algunos depositarios centrales de valores (DCV); (2) las que prestan servicios de liquidación y custodia de valores como los DCV; y (3) las bolsas y demás mercados que prestan servicios de negociación.

Las medidas contempladas en el Código están agrupadas en cuatro pilares con fechas concretas de puesta en marcha: (1) antes del 31 de diciembre de 2006, la

<sup>2</sup> En octubre de 2001 CESR y el ESCB crearon un grupo de trabajo conjunto para desarrollar unos "Estándares para la compensación y liquidación de valores en la Unión Europea". El documento a consulta pública, de septiembre de 2004, elaborado a partir de las recomendaciones definidas por CPSS-IOSCO en 2001, recoge 19 estándares que abarcan, entre otras materias, el marco legal, mecanismos de liquidación, préstamo de valores, gobierno corporativo, protección de los usuarios y enlaces entre sistemas de liquidación. La oposición de un miembro de CESR a las conclusiones de los estándares, que podrían haber facilitado la elaboración de una Directiva, ha impedido de momento su finalización.

<sup>3</sup> "European Code of Conduct for Clearing and Settlement", 7 November 2006.

transparencia de los precios; (2) para el 30 de junio de 2007, las condiciones para el libre acceso e interoperabilidad entre infraestructuras; (3) antes del 1 de enero de 2008, la separación administrativa de servicios ofrecido en los ámbitos de precios y contable; y (4) el seguimiento del cumplimiento del Código, (sin fecha concretada), tanto por las propias organizaciones, con la asistencia de auditores externos, como por la propia CE.

El Código de Conducta ha sido adoptado por la práctica totalidad de los mercados e infraestructuras de post-contratación situadas geográficamente en Europa. Así, se han adherido la gran mayoría de mercados miembros de la Federación Europea de Bolsas (FESE), de cámaras miembros de la Asociación Europea de Cámaras de Compensación de Contrapartida Central (EACH) y de DCV miembros de la Asociación Europea de Depositarios Centrales de Valores (ECSDA).

### 3.2 Impacto del Código de Conducta

EL Código es una medida autorreguladora que necesita de menos tiempo para su puesta en marcha que el de una Directiva. El Código empuja a la industria a la adopción voluntaria de ciertas medidas que permitan eliminar las barreras<sup>4</sup> a la competencia entre las infraestructuras de post-contratación.

Uno de los problemas a los que se ha de enfrentar este Código es que todavía no se ha alcanzado un adecuado *level playing field* entre infraestructuras europeas en la actividad de post-contratación, puesto que las legislaciones nacionales autorizan a éstas prestar servicios no homogéneos y a asumir niveles de riesgos desiguales. Además, los costes de desarrollo de las conexiones entre sistemas, por la asimetría existente, podrían ser dispares, por lo que las infraestructuras podrían demorarse en su desarrollo hasta calibrar si, por sí solas o junto a otras, pueden recuperarlos de forma razonable. Finalmente, el Código no contempla aspectos vinculados al registro y a la tenencia de acciones nacionales que se liquiden en otros DCV ni las implicaciones de los diferentes regímenes legales de reconocimiento y custodia de valores.

En cualquier caso, las distintas medidas contenidas en el Código, como la interoperabilidad, la transparencia y la separación de servicios, son muy positivas pues contribuirán a aumentar la competencia y propiciarán la reducción de precios en una actividad, como es la post-contratación, que funciona como un monopolio natural en los mercados nacionales y que, en parte por ello, se encuentra fragmentada en Europa.

El Código requerirá mayor cooperación entre las autoridades supervisoras de las infraestructuras y de la actividad de los mercados de valores, dado que presumiblemente fomentará la operativa transfronteriza.

### 3.3 La iniciativa del Eurosistema: el proyecto T2S

En el marco de los preparativos para el lanzamiento del nuevo sistema de pagos *Target 2* por el Eurosistema, se puso de manifiesto la necesidad de lograr una

<sup>4</sup> Estas barreras fueron señaladas en los informes de 2001 y 2003 sobre los mecanismos de liquidación de la UE realizados por un grupo de expertos presididos por el profesor Giovannini.

mayor armonización en la liquidación de valores en Europa. En este contexto, surgió en julio de 2006 el proyecto T2S.

Esta plataforma técnica se dedicaría, bajo un sistema único, a la liquidación nacional y transfronteriza de valores en dinero de Banco Central. Sería propiedad y estaría gestionada por el Eurosistema y la adhesión de los DCV conllevaría la cesión a T2S de toda la liquidación (todas las operaciones contra pago y libres de pago) de todos valores de contado cualesquiera que fueran.

La actividad de liquidación de T2S tendría un amplio alcance y se ofrecerían diversos servicios de case de operaciones. Seguiría un modelo optimizado de liquidación de valores y de efectivo por importes brutos (modelo DvP<sup>5</sup>) del Banco Internacional de Pagos, si bien habría mecanismos de optimización y algoritmos para facilitar la liquidación de los valores (gestión de colas, de operaciones encadenadas, neteo técnico, etc) y del efectivo (provisión automática de crédito intradía o auto colateralización).

Los clientes de T2S serían los DCV que voluntariamente se adhieran y los participantes en éstos, si bien éstos últimos se enlazarían a través del DCV adherido que sería el que dispusieran de una conexión directa con la plataforma. No obstante, está previsto que, con el acuerdo y autorización del DCV que corresponda, los participantes de éstos puedan comunicarse directamente con T2S.

Las cuentas y saldos de valores de los DCV que se adhieran deberían aportarse a T2S para integrar la base de datos de valores de la plataforma, que cargará y abonará esas cuentas y actualizará automáticamente sus saldos. Éstos estarán disponibles para los DCV y sus participantes en tiempo real, dado que los DCV adheridos a T2S continuarán siendo legalmente los responsables de la apertura, mantenimiento y cierre de las cuentas de valores, y del registro y custodia de sus saldos.

El estatus legal final de la plataforma T2S, cuya fecha final de puesta en marcha se estima en 2013, está aún pendiente de determinación, y la forma en que se sustente jurídicamente será relevante, pues al adherirse podría contravenirse la legislación nacional por la que se rigen los DCV de distintos países, que atribuye a éstos en exclusiva las funciones de liquidación y registro de los valores en el ámbito doméstico.

El proyecto T2S ha sido promovido por los Bancos Centrales de la zona euro y, hasta la fecha, cuenta con un amplio apoyo por parte de las autoridades europeas y las entidades financieras. La posición de los DCV es, por ahora, de cautela, por el posible impacto de la cesión de la gestión de la liquidación a la plataforma T2S, dado que esta actividad suele ser una de las que ofrece mayores márgenes.

### **3.4 Impacto de T2S en las infraestructuras de post-contratación**

El proyecto T2S consigue la armonización de la liquidación de todos los valores denominados en euros y que liquidan en dinero de Banco Central y

---

<sup>5</sup> Dvp es el acrónimo inglés de *delivery versus payment*, en español, de entrega contra pago, y la terminación 1 es como se identifica a una modelo de liquidación por brutos, en el que las compras y ventas se liquidan una por una sin compensar valores ni efectivo a pagar, esto es, por sus importe brutos.

supondrá un impulso importante a la integración de los mercados de servicios financieros de la eurozona. También busca maximizar las sinergias con otros proyectos, como Target 2 o el futuro modelo de garantías del Eurosistema, lo que permitirá racionalizar la gestión de las garantías en la zona euro y favorecerá una mayor armonización.

El T2S pretende generar las suficientes economías de escala y de alcance que permitan rebajar los costes actuales de liquidación para poder así ofrecer un precio único para toda la operativa de valores, tanto la nacional como la transfronteriza. No obstante, dado que T2S transforma en transfronteriza toda la liquidación de valores, al tratar de igual manera la contratación doméstica y la extranjera, los DCV nacionales que operen localmente con unos costes de liquidación sensiblemente inferiores a los promedios comunitarios percibirán en menor medida esa reducción de costes.

T2S es un proyecto que pretende ser neutral y tratar por igual a todos, independientemente de su tamaño, y ofrece una respuesta a la complejidad de los enlaces entre infraestructuras que promueve el Código de Conducta y a la incertidumbre sobre la recuperación de los costes de desarrollo de esos enlaces. Al centralizar la liquidación en euros en la UE en una sola infraestructura, T2S hace innecesario acometer inversiones para interconectar distintas plataformas de liquidación.

El proyecto T2S también contribuye a aumentar la competencia al permitir que los intermediarios financieros puedan concentrar sus tenencias de valores en los DCV que elijan y coadyuvar así a la libertad de elección de los intermediarios.

Los DCV nacionales podrán ofrecer acceso a todos los valores de la zona euro a través de las conexiones con el resto de las centrales depositarias, pues T2S permite liquidar operaciones contra pago entre participantes de distintos DCV y en dinero de Banco Central, como en las operaciones domésticas. Los DCV nacionales podrían actuar como punto único de acceso para sus clientes a todos los valores de Europa, siempre y cuando ofrezcan los correspondientes servicios de custodia y administración. Esta es una oportunidad que podrán aprovechar los DCV nacionales, que como el español Iberclear, operan en una jurisdicción en la que hay una inversión en valores en el extranjero de cierta importancia.

En sentido contrario, los grandes custodios internacionales, cuyas sucursales y filiales suelen ser miembros liquidadores en el ámbito doméstico de los DCV nacionales, podrían centralizar en otra jurisdicción la custodia de todos sus valores en Europa. Éste podría ser el caso de las sucursales y filiales de los grandes custodios globales internacionales que son muy activas en el negocio de liquidación local, circunstancia que se produce en España y otros países europeos.

Los DCV nacionales que se integren en la plataforma T2S perderán la función de liquidación, pero no se espera que el impacto económico sea necesariamente proporcional a la eventual pérdida por ingresos de liquidación, debido a que los DCV podrán cargar a sus participantes un margen sobre el coste que le facture T2S y podrán reducir costes por reasignación de recursos antes empleados en liquidación a otras actividades.

Por el lado de los supervisores de conducta de los mercados de valores y los de solvencia prudencial, con el fin de evitar el riesgo de pérdida de información en tiempo real para el seguimiento de las operaciones de principio a fin, el proyecto T2S debe asegurar y garantizar que se dispone de mecanismos necesarios para el control y seguimiento de la liquidación.

## **4 La situación de la post-contratación española y su evolución**

### **4.1 La regulación de la post-contratación de valores de contado en España y sus peculiaridades**

Las actividades de post-contratación de la renta fija en España se pueden considerar homogéneas a las existentes en Europa, en la medida que los modelos de negociación dispersos de renta fija en Europa son semejantes. En el caso de la renta variable, los modelos centralizados de negociación en Europa son el resultado de desarrollos históricos particulares de cada país, no siendo, por la misma razón, homogéneos, lo que es extensible a los modelos de post-contratación asociados. Las principales diferencias entre el régimen legal español de compensación, liquidación y registro en renta variable y el de los principales Estados Miembros de la UE son las siguientes:

1. La reglamentación bursátil española establece que la firmeza en las operaciones de bolsa se alcanza con la contratación, de forma que la configuración legal del sistema tiene, como resultado, no permitir la anulación de las operaciones contratadas aún cuando al momento de la liquidación los valores a entregar por el vendedor no aparecieran o el comprador no tuviera dinero para pagar. Los derechos asociados a los valores objeto de la compra (día D) se reconocen en el momento de la contratación a efectos legales, sin esperar a que se lleve a cabo la liquidación (día D+3). El modelo presupone que toda la contratación bursátil de una sesión necesariamente será liquidada y, además, al existir como principio rector que la entrega está asegurada, la interposición de una cámara de contrapartida central se ha considerado históricamente innecesaria y onerosa en renta variable, razón por la que para estos valores el sistema de liquidación español no dispone de este mecanismo de mitigación de riesgos.

En la mayoría de las jurisdicciones, las operaciones pueden ser anuladas si su liquidación no es posible, y la firmeza no se adquiere en la contratación sino en la liquidación.

2. La liquidación de valores bursátiles es multilateral por coherencia con la negociación, que también lo es, y para ser miembro de una bolsa española es obligado ser miembro liquidador de Iberclear, dado que el modelo considera que todo miembro negociador debe ser capaz de

responder del riesgo multilateral introducido en el sistema y de liquidar todo lo contratado. Por ello, han de ser participantes en la liquidación y han de aportar determinadas garantías individualmente, y si estas garantías resultaran insuficientes, dado que el sistema opera de forma multilateral y no bilateral, los otros participantes para cada sesión y de forma transitoria, están obligados a cubrir su fallo. De esta forma, las garantías individuales que han de depositar los participantes en la liquidación, tomadas en su conjunto, se convierten en un afianzamiento general solidario y multilateral de unos a otros, para responder del riesgo monetario por incumplimientos en liquidación. Esta ha sido la alternativa, en ausencia de una CCP, adoptada por el sistema español.

Otros sistemas de liquidación también operan de forma multilateral pero, de una u otra forma, admiten la posibilidad de emparejar transacciones y liquidarlas bilateralmente. Esta posibilidad no existe en el sistema español, en el que o no está permitido, o resulta muy difícil, poder bilateralizar la liquidación de las contrataciones.

3. La normativa condiciona los abonos y adeudos en las cuentas de valores a la expedición o baja de unas numeraciones llamadas “referencias de registro” (en adelante RR) y exige que Iberclear y sus participantes mantengan un fichero de RR que amparan los saldos de cada valor. Las bolsas son las que asignan, en cada sesión y para cada operación de compra, una RR. Para liquidar las compras, sólo se necesita que el comprador haya entregado el efectivo correspondiente, lo que permite asignar las RR que amparan los correspondientes valores. Para liquidar las ventas, se requiere la aportación de RR concretas e individualizadas (no cabe utilizar cualquier RR) que justifican la existencia al momento de venta de los valores que, a nombre del vendedor, van a darse de baja. La existencia de las RR, y la forma en la que se utilizan, es una consecuencia de la imposibilidad de anular operaciones en el sistema español de liquidación de renta variable y esto es, a su vez, un efecto de la firmeza en la contratación.

El sistema de RR es único y es característico de la llevanza del registro de renta variable en España. El modelo más generalizado en Europa es la llevanza mediante un sistema de saldos.

Cabe añadir dos diferencias más que son, de un lado, el amplio alcance de la regulación española de post-contratación en comparación con otras normativas nacionales y, de otro lado, al igual que otros sistemas del continente europeo, que el sistema español no reconoce la titularidad fiduciaria, no obstante proceder de inversión no residente más de un cincuenta por ciento del volumen de compras y ventas en la bolsa española, cuyas titularidades, en muchos casos, ostenta algún intermediario financiero sito en un país anglosajón que actúa, de una forma más o menos implícita, como titular fiduciario. Este fenómeno ha ido aumentando en los últimos años por la falta de armonización mundial y ha producido un cierto deterioro del control y acreditación de titularidades finales de las cuentas gestionadas centralmente por los DCV nacionales europeos de corte continental.

## 4.2 El impacto de las iniciativas europeas en la post-contratación española

La industria de valores en España tiene que afrontar los cambios que se están produciendo en Europa. En concreto, en el ámbito de la compensación y liquidación, las tres iniciativas, MiFID, Código de Conducta y el proyecto T2S, plantean grandes retos a las infraestructuras de post-contratación. Los efectos de esas iniciativas ya se han descrito, con carácter general, en el apartado tercero. Ahora, se pasa a describir los efectos diferenciales que van a producirse en el caso de las infraestructuras españolas debido a las peculiaridades de su regulación y su organización.

La ruptura del principio de concentración de la negociación de la renta variable en las bolsas, además de poder restar negocio a los mercados bursátiles, en combinación con la libertad de elección de sistema de liquidación, podría dificultar el mantenimiento indefinido de ciertas características del modelo actual de registro español, especialmente la llevanza y utilización obligatoria de RR por parte de los intermediarios que pretendan liquidar renta variable española.

El sistema de RR es tan distinto del sistema general de llevanza de cuentas por saldos (el más extendido), que requiere de un aprendizaje previo riguroso y de procesos informáticos adaptados *ad-hoc* para poder cumplir con las especificaciones que exige Iberclear sin errores, los cuales, además, están penalizados monetariamente, lo que hace más oneroso aún ese proceso de aprendizaje y adaptación. El mantenimiento de las RR para todo nuevo intermediario que pretenda liquidar en Iberclear es un desincentivo al acceso o participación en la plataforma española de nuevos intermediarios europeos.

Además, ante las barreras que pueden suponer los requisitos actuales del sistema de liquidación y llevanza de registros de la renta variable española mediante las RR, en el medio y largo plazo, podría terminar produciéndose una deslocalización de la contratación no residente de renta variable para, en un intento de obviar esas barreras, ser liquidadas más fácilmente fuera del sistema español.

El posible encaje de la renta fija no bursátil, pública y privada en lo que se refiere a T2S no es previsible que requiera cambios sustanciales en los sistemas que actualmente utiliza Iberclear. El encaje dentro de T2S del modelo de liquidación Iberclear para renta variable puede ser más problemático. En particular, si se mantienen algunas de las características diferenciales del modelo español:

- La liquidación de la renta variable española sigue un modelo bruto en valores y neto de efectivo (modelo DvP2), mientras que en T2S se seguirá un modelo de liquidación de valores y de efectivo por importes brutos (modelo DvP1), optimizado para asemejarse a una liquidación por netos (modelos DvP2 y DvP3). La plataforma T2S podría ofrecer a los DCV, soportando éstos su coste correspondiente, la posibilidad de liquidación multilateral por netos en aquellos mercados que no utilizan una entidad de contrapartida central (como el segmento minorista de renta variable español) pero esto no evitará que haya que modificar algunos de los procedimientos de liquidación bursátil actuales.

- El encaje en T2S de la liquidación bursátil puede ser muy complejo por las características diferenciales y vinculadas entre sí del modelo español: la firmeza en la contratación y no en la liquidación y la justificación de ventas mediante RR concretas previas, que entre ambas impiden anular operaciones contratadas. La plataforma T2S funcionará sobre un único sistema y modalidad concreta de liquidación al que han de adaptarse los DCV que se adhieran e inicialmente no están previstas funcionalidades que recojan las singularidades nacionales. En este contexto, puede ser problemático compatibilizar el modelo español (que no concibe anular operaciones contratadas) con otro como T2S, en el que las operaciones son firmes si se liquidan y en caso contrario se cancelan. Para no incurrir en disfuncionalidades, Iberclear habría de asegurarse de que todo lo que se envía a T2S va a ser liquidado sin fallo alguno.

## 5 Conclusiones

Las infraestructuras de valores españolas y en especial la post-contratación deben participar plenamente en las iniciativas europeas que buscan la apertura a la competencia y una mayor integración. Al mismo tiempo, las autoridades comunitarias deberían acometer proyectos más ambiciosos. Éstos deberían perseguir una mayor armonización normativa europea en las prácticas de la liquidación de valores, así como en la ordenación y organización de la actividad de las infraestructuras que prestan esos servicios y de los riesgos que pueden asumir.

Esta armonización debe afectar a la actividad de registro y custodia de valores, el papel de los intermediarios financieros en la custodia de valores, las funciones del registrador central y las condiciones para acreditar la titularidad de valores.

La solución más plausible al entramado de prácticas fragmentadas de la liquidación europea es, en la actualidad, el proyecto T2S, que intenta abordar la unificación de procesos y la integración de sistemas. Por su parte, los responsables del proyecto deben asegurar que no se menoscabe la capacidad y facultades de supervisión actualmente existentes sobre los procesos integrados en T2S y sobre las entidades participantes.

En el ámbito doméstico, el sistema español de post-contratación de valores de contado debe lograr que todos sus procesos sean más homologables con las prácticas europeas más aceptadas. Ello puede requerir una mayor independencia de las plataformas de negociación a las que presta servicios, incluidas las que históricamente ha estado vinculado, yendo hacia un modelo de proveedor de servicios más universal que le permita competir más abiertamente en Europa e interactuar con mayor número de intermediarios europeos participantes en procesos de liquidación. Para ello sería necesario:

- Estudiar la actualización de su subsistema de renta variable, reemplazando el sistema de seguimiento de las RR por otro sistema de control numérico de

las operaciones más ágil y flexible y más homogéneo con las prácticas generalizadas en Europa. Para ello, podría tener que revisarse el momento en el que las operaciones contratadas en mercados alcanzan su firmeza, para homologarlo con la mayoría de sistemas en donde la certeza se obtiene con el intercambio de valores y de efectivo.

- Evaluar la viabilidad de establecer una CCP en España para renta variable, al objeto de simplificar los procedimientos previos a la liquidación con capacidad de procesar operaciones procedentes de otros mercados de valores, españoles y extranjeros.

## 6 Anexo

### Magnitudes financieras básicas. 2006<sup>1</sup>

CUADRO A.1

(Mill. de euros; principios NIIF)	LSE	Euronext	Deutsche Börse	Borsa Italiana	OMX	SWX	BME
<b>Magnitudes financieras</b>							
Beneficio neto	163	374	666	63	101	102	131
Total activos	393	2.676	65.025	21.313	1.386	450	4.385
Activos no corrientes	195	1.401	1.908	361	587	52	149
Activos corrientes	198	1.276	63.118	20.952	798	398	4.236
Fondos propios	(515)	1.718	2.283	319	510	380	428
Deudas no corrientes	423	429	646	158	179	8	11
Deudas corrientes	485	529	62.095	20.837	696	73	3.946
Capital Circulante	(287)	746	1.022	116	102	325	290
<b>Personal</b>							
Plantilla media	446	n/a	2.739	456	1.324	430	721
Plantilla al cierre del ejercicio	444	2.324	2.966	472	1.402	424	724

Fuente: Memorias de los mercados y elaboración propia.

1 Datos del ejercicio cerrado a diciembre de 2006 excepto LSE que es marzo de 2007.

### Ingresos por servicios a terceros. 2006<sup>1</sup> (Excluidas facturaciones internas)

CUADRO A.2

(Mill. de euros; principios NIIF)	LSE	Euronext	Deutsche Börse	Borsa Italiana	OMX	SWX	BME
<b>Ingresos por ventas</b>	<b>514</b>	<b>1.102</b>	<b>1.854</b>	<b>274</b>	<b>367</b>	<b>264</b>	<b>285</b>
Mercado de contado	334	367	229	108		123	162
Compensación y liquidación	n/a	15	786 <sup>2</sup>	99	176	n/a	62
Derivados	14	392	598	20		114	24
Información	156	112	148	47	62	24	26
Consultoría y tecnología	n/a	185	94	n/a	129	n/a	11
Servicios corporativos	11	33	0	0	n/a	4	0

Fuente: Memorias de los mercados y elaboración propia.

1 Datos del ejercicio cerrado a diciembre de 2006 excepto LSE que es marzo de 2007.

2 Este importe de 786 no incluye ingresos por actividad bancaria, que la propia DB excluye de ingresos por ventas y servicios.

### Resultados antes de intereses e impuestos. 2006<sup>1</sup>

CUADRO A.3

(Mill. de euros; principios NIIF)	LSE	Euronext	Deutsche Börse	Borsa Italiana	OMX	SWX	BME
<b>EBIT</b>	<b>256</b>	<b>409</b>	<b>1.028</b>	<b>107</b>	<b>142</b>	<b>120</b>	<b>185</b>
Mercado de contado	208	192	174	60		33	117
Compensación y liquidación	n/a	10	536	54	104	n/a	48
Derivados	7	170	479	5		76	13
Información	77	73	95	15	28	20	19
Consultoría y tecnología	n/a	30	(148)	n/a	10	n/a	3
Servicios corporativos	(36)	(66)	(107)	(27)	n/a	(9)	(16)
<b>EBIT s/ Ingresos de terceros</b>	<b>50%</b>	<b>37%</b>	<b>96%</b>	<b>39%</b>	<b>39%</b>	<b>46%</b>	<b>65%</b>

Fuente: Memorias de los mercados y elaboración propia.

1 Datos del ejercicio cerrado a diciembre de 2006 excepto LSE que es marzo de 2007.

## Detalle del volumen de negocio y magnitudes financieras de las infraestructuras de post-contratación

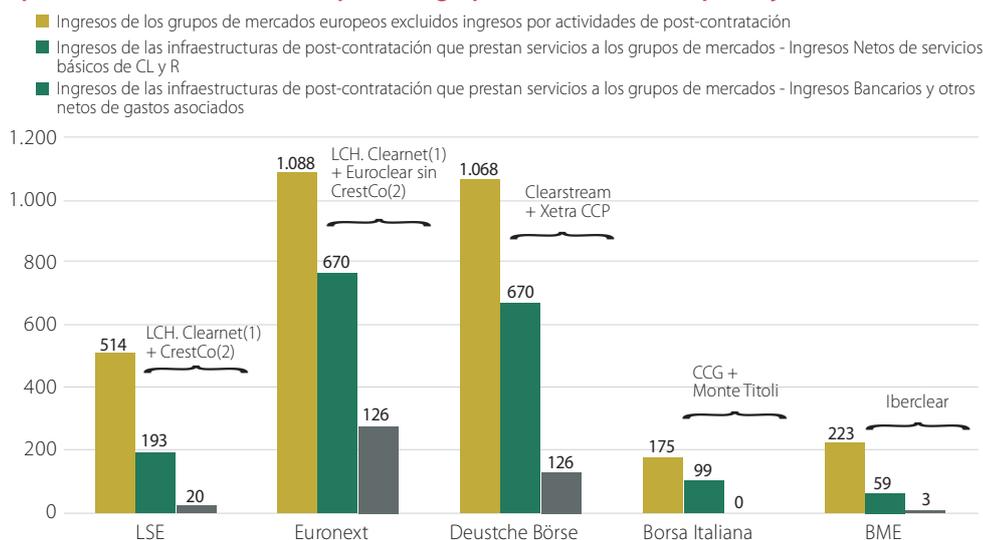
CUADRO A.4

Importes en millones de euros 2006- Ingresos y gastos y magnitudes financieras	Euroclear (a)	LCH.Clearnet (a)	Clearstream + Xetra-CCP Deutsche Börse	CCG + MT Borsa Italiana	Iberclear BME (a)
<b>Ingresos Compensación, Liquidación y Registro-Custodia</b>	<b>814</b>	<b>386</b>	<b>786</b>	<b>99</b>	<b>62</b>
Ingresos por actividad de compensación			86	35	n/a
Ingresos por actividad de liquidación	802	364	150	24	30
Ingresos por actividad de registro + servicios emisores y custodia			434	40	29
Otros ingresos asociados a Compensación y Liquidación y Registro	12	22	116	0	3
<b>Ingresos por intereses por actividad bancaria netos de gastos financieros</b>	<b>271</b>	<b>58</b>	<b>10</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>
<b>Total Ingresos Operativos</b>	<b>1.085</b>	<b>444</b>	<b>796</b>	<b>99</b>	<b>62</b>
Gastos operativos: personal y externos	-621	-204	-361	-42	-13
Amortizaciones y depreciación	-46	-62	-52	-3	-4
EBIT (resultados operativos antes de intereses e impuestos)	418	178	383	54	45
<b>EBIT s/ Ingresos operativos</b>	<b>39%</b>	<b>40%</b>	<b>48%</b>	<b>55%</b>	<b>73%</b>
<b>Activos totales brutos asociados a estas infraestructuras</b>	<b>14.057</b>	<b>274.113</b>	<b>8.101</b>	<b>21.150</b>	<b>980</b>
Activos no corrientes asociados a estas infraestructuras	2.540	561	1.151	240	62
Capital Circulante asociado a estas infraestructuras	1.729	2.169	712	118	118
Deudas no corrientes asociadas a estas infraestructuras	1.382	2.005	-	28	-
<b>Activos netos asociados a estas infraestructuras</b>	<b>2.887</b>	<b>725</b>	<b>1.863</b>	<b>330</b>	<b>180</b>
<b>EBIT s/ Activos netos asociados</b>	<b>14%</b>	<b>25%</b>	<b>21%</b>	<b>16%</b>	<b>25%</b>

(a) Para una adecuada comparativa de los ingresos por actividades básicas de compensación, liquidación y registro debe señalarse lo siguiente: (1) Los ingresos de Euroclear e Iberclear son fundamentalmente de liquidación y custodia y apenas de compensación, los cuales sí están claramente presentes en las tres infraestructuras restantes. (2) En esta tres últimas cabe señalar que en el caso de LCH.Clearnet se incluyen ingresos por servicios de compensación sobre "commodities" (68MM€) en mercados de negociación de materias primas y de energía, que las restantes infraestructuras escasamente atienden. Fuente: Elaboración propia a partir de informes anuales y diversas informaciones financieras publicadas por estos mercados.

## Comparativa de ingresos de valores de contado por negociación y por post-contratación en los cinco primeros grupos de mercados europeos-ejercicio 2006

GRÁFICO A.1



(1) Los ingresos de LCH.Clearnet corresponden únicamente a su actividad de Compensación en Renta variable de contado (154 MM €) y Renta Fija de contado y Repos (24 MM €), en total 178 MM € por compensación. El Reparto de estos ingresos y de servicios básicos y otros no básicos a LSE y a Euronext se ha realizado tomando la proporción del nº transacciones compensadas en Euronext y LSE sobre el total compensado en acciones.

(2) El reparto de ingresos a LSE y a Euronext se ha hecho sobre la base de la información que figura en las cuentas anuales de Euroclear de 2006.

Fuente: Datos obtenidos de memorias y sitios web de las entidades.



### III Estudios



# Condiciones de admisión a cotización y permanencia en los mercados regulados de renta variable

Elías López Blanco (\*)

(\*) Elías López Blanco pertenece a la Dirección de Estudios y Estadísticas de la CNMV.



# 1 Introducción

La admisión de valores a cotización en los mercados regulados está sujeta a diversos requisitos que, en su conjunto, pretenden reducir la asimetría informativa y garantizar, dentro de lo posible, un sistema ordenado y eficiente de negociación. Así, con carácter previo a la admisión, se suele requerir información sobre el historial de las compañías emisoras y su situación financiera, pero también se suelen fijar algunas condiciones de idoneidad para garantizar que los valores sean plenamente negociables y que se alcance un mínimo de liquidez. Una vez admitidos a cotización los valores, sus emisores deben cumplir los requisitos de transparencia y las normas en materia de abuso de mercado, pero también son frecuentes otros requisitos destinados a garantizar el mantenimiento de un mínimo de liquidez en la negociación. Las autoridades supervisoras y los propios gestores de los mercados deben velar por el cumplimiento de estas obligaciones y garantizar el desarrollo ordenado de la negociación. Entre sus instrumentos de intervención cabe destacar especialmente la posibilidad de suspender transitoriamente la cotización de los valores e, incluso, excluirlos de negociación.

La legislación española ha incorporado durante los últimos años las directivas comunitarias que regulan las condiciones de admisión y permanencia en cotización. Este artículo se centra en la renta variable, describe las líneas básicas de la legislación comunitaria y compara la regulación española con la de otros países europeos. También revisa las normas de los mercados norteamericanos. Un punto de atención que se subraya de modo especial es la distribución de competencias entre el regulador público y los mercados, tanto en la fijación de los requisitos de admisión y permanencia como en la capacidad de decisión sobre suspensiones temporales de cotización y exclusiones. Esta cuestión tiene hoy especial actualidad, en primer lugar, porque el proceso de desmutualización de los mercados que se ha producido durante los últimos años entraña potenciales conflictos de interés que no se pueden ignorar, pero también porque puede condicionar la capacidad de los mercados para adaptarse con rapidez a las condiciones de un entorno cada vez más competitivo.

El artículo se organiza como sigue. En el apartado dos se revisa la regulación comunitaria, en el tres la española y en el cuatro la de otros países europeos, en concreto Reino Unido, Francia, Alemania e Italia. En el apartado cinco se describen algunas características de la regulación americana y en el seis se presentan las conclusiones.

## 2 Regulación comunitaria

La regulación comunitaria relevante en materia de admisión a cotización y requisitos de permanencia se halla hoy dispersa, fundamentalmente, en cinco textos: la Directiva Consolidada de Admisión e Información<sup>1</sup> (CARD), la Directiva de Folletos, la Directiva de Transparencia, la Directiva de Abuso de Mercado y la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (MiFID).

La más antigua de estas directivas, la CARD, abarcaba inicialmente tanto las condiciones de admisión, incluidas las relacionadas con la obligación de presentar un folleto informativo, como las de permanencia, consistentes sobre todo en obligaciones de información al mercado por parte de los emisores. Sin embargo, tras la aprobación de las Directivas de Folletos y Transparencia, su cobertura se redujo de modo sustancial, afectando hoy principalmente a los requisitos mínimos de idoneidad para los valores y las compañías dentro del proceso de admisión y a las competencias de los Estados Miembros en materia de admisión, suspensión temporal y exclusión de cotización.

Los requisitos previos que fija la CARD en materia de admisión tienen como objetivo asegurar (i) el cumplimiento de la legalidad del Estado en el que se ha constituido la compañía, (ii) que los inversores disponen de información suficiente sobre el historial y la situación financiera actual de la empresa, (iii) que los valores son negociables y (iv) la existencia de unas condiciones mínimas de liquidez basadas en el tamaño de la empresa y, sobre todo, en la distribución de las acciones entre el público. La Directiva no exige condiciones adicionales para asegurar la liquidez tras la admisión a cotización, como frecuencias o volúmenes mínimos de negociación.

Para asegurar la existencia de información sobre el historial de la compañía que solicita la admisión a cotización, se exige que ésta tenga publicadas o presentadas las cuentas anuales de los tres últimos años de acuerdo con la legislación nacional aplicable. Las autoridades competentes pueden, sin embargo, no exigir este requisito si consideran que ello es deseable para los intereses de la compañía o de los inversores y están convencidas de que estos disponen de información suficiente para formarse un juicio razonable acerca de los valores.

Respecto al requisito previo de tamaño, la CARD exige una capitalización de mercado predecible mínima de un millón de euros o, si no es posible determinarla, el mismo importe mínimo en capital y reservas, incluyendo pérdidas o ganancias, de acuerdo con las cuentas del año anterior. No obstante, se permite que los Estados Miembros prevean sus normas la admisión a cotización aún cuando no se cumpla esta condición siempre que se estime la existencia de un mercado adecuado para las acciones admitidas. También se permite el establecimiento de mínimos más estrictos, pero sólo si en Estado en cuestión existen otros mercados abiertos, reconocidos, regulados y que operen regularmente para los que se exija un importe mínimo igual o menor al contemplado por la Directiva. Por otra parte, el mínimo no es aplicable si ya están admitidas a negociación acciones de la misma clase.

<sup>1</sup> Directivas del Parlamento Europeo y del Consejo 2001/34/CE, 2003/71/CE, 2004/104/CE, 2003/6/CE y 2004/39/CE, respectivamente.

En cuanto a la difusión de las acciones, se señala que debe hallarse distribuido un número suficiente de las mismas entre el público en uno o varios Estados Miembros, no más tarde de la fecha de admisión. A tal efecto, se entiende que la distribución es suficiente si, por lo menos, el 25% del capital suscrito, representado por las acciones de la clase en cuestión, está en manos del público. No obstante, también se puede admitir un porcentaje menor si se aprecia que el mercado puede operar apropiadamente, considerados el número de acciones y su extensión entre el público. Cuando las acciones ya coticen en Estados no Miembros, podrán admitirse a negociación si su distribución entre el público en dichos Estados se considera suficiente.

La CARD permite que los Estados Miembros puedan establecer, con las limitaciones que contempla el propio articulado de la Directiva, condiciones de idoneidad más rigurosas o condiciones adicionales para la admisión de valores a negociación, por ejemplo respecto a al criterio de difusión o mediante la introducción de criterios cuantitativos de permanencia. En todo caso, se exige que no haya discriminaciones, de modo que las condiciones más restrictivas y las suplementarias se apliquen a todos los emisores, o por categorías de emisores, y que las mismas se hayan publicado con anterioridad a la admisión de los valores cuya solicitud se examina. El principio de no discriminación también es exigible cuando los Estados ejerzan la potestad de establecer exenciones en los casos previstos por la propia Directiva.

De acuerdo con la CARD, las decisiones en materia de admisión a cotización corresponden a la autoridad competente del Estado Miembro en el que esté situado, u opere, la bolsa respecto a la que se solicita la admisión. Tal autoridad es también competente en materia de suspensión temporal y exclusiones. En estos dos casos, la decisión del regulador se condiciona genéricamente a su apreciación sobre posibles perjuicios para el buen funcionamiento del mercado o para la protección de los inversores (suspensiones) o sobre la existencia de circunstancias especiales que no permitan la continuidad regular de la negociación con el valor (exclusiones).

El grueso de las obligaciones de información de los emisores está regulado por las Directivas de Folletos y Transparencia. La primera se ocupa del folleto informativo, que es la principal pieza de información requerida con carácter previo a la admisión, y la segunda de las obligaciones de información periódica durante la fase de permanencia en cotización. Junto a estas directivas, también resulta relevante en materia de información la Directiva de Abuso de Mercado, en la que se establece la obligación de comunicar hechos relevantes y se fijan determinados requisitos que las empresas deben cumplir durante su permanencia en cotización para prevenir el uso indebido de información privilegiada y las prácticas de manipulación de precios.

La última de las cinco grandes directivas relevantes en materia de admisión y permanencia es la MiFID, de reciente efectiva, puesto que su transposición a las normas nacionales se produjo en 2007. Se trata de una directiva de amplísima cobertura que se refiere a las condiciones de admisión y permanencia en el contexto, más general, de las normas aplicables a los denominados mercados regulados, un concepto que define su propio articulado. Esta directiva exige a los

gestores de dichos mercados la implantación de normas claras y transparentes en esta materia e insta a los Estados Miembros a comprobar que los mismos disponen de mecanismos eficaces para asegurar el cumplimiento de los requisitos de admisión y permanencia dispuestos en la normativa comunitaria.

La MiFID no introduce requisitos cuantitativos o informativos relacionados con el emisor o los valores distintos a los contemplados por las cuatro directivas citadas con anterioridad. En particular, el Reglamento 1287/2006<sup>2</sup>, que desarrolla esta directiva en algunos puntos, asume que el cumplimiento de las condiciones previstas por la CARD es suficiente para asegurar que los valores son plenamente negociables y que éstos pueden negociarse de un modo justo, ordenado y eficiente en un mercado regulado.

En línea con la CARD, pero si cabe de modo más taxativo, la MiFID exige que las autoridades administrativas designadas por los Estados Miembros dispongan de competencias para intervenir en materia de suspensión o exclusión de cotización. Sin perjuicio de estas competencias, también reconoce la posibilidad de que los mercados suspendan o excluyan de negociación instrumentos financieros que no cumplan con las normas del mercado regulado, salvo que tal decisión pudiera causar perjuicio grave a los intereses de los inversores o al funcionamiento ordenado del mercado.

Las decisiones en materia de suspensión temporal o exclusión de cotización deben hacerse públicas inmediatamente y deben tener siempre en cuenta la posibilidad de que el instrumento afectado se negocie en otros mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación europeos, informando a las autoridades competentes de los restantes Estados Miembros. Éstas, a su vez, exigirán la suspensión o exclusión del dicho instrumento financiero afectado en los mercados regulados o sistemas multilaterales bajo su jurisdicción, aunque disponen de un cierto margen de maniobra si estiman que tal decisión puede causar un perjuicio grave a los inversores o al funcionamiento ordenado del mercado. La responsabilidad de informar a las autoridades competentes de otros Estados Miembros recae siempre en la autoridad con jurisdicción sobre el mercado afectado, incluso cuando la decisión haya sido adoptada por el gestor de este último. La Directiva insta a los Estados Miembros a exigir a los gestores de los mercados que hagan públicas y comuniquen a la autoridad competente sus decisiones en estas materias.

### 3 Regulación española

La Ley del Mercado de Valores<sup>3</sup> (en adelante, LMV) incorpora en su redacción actual todas las directivas relevantes respecto a la admisión a cotización, las condiciones de permanencia y las medidas de suspensión y exclusión. Este texto

---

<sup>2</sup> Reglamento (CE) nº 1287/2006 de la Comisión Europea.

<sup>3</sup> Ley 24/1988, de 28 de julio.

se completa con las normas de desarrollo aprobadas hasta el momento, básicamente los Reales Decretos 1310/2005 y 1362/2007<sup>4</sup>. El primero establece normas de detalle relevantes para el proceso de admisión, pues fija condiciones de idoneidad para valores y compañías y regula el folleto informativo. El segundo se refiere a las obligaciones de transparencia de los emisores con valores cotizados.

En líneas generales, la normativa española en estas materias se aparta muy poco de los mínimos fijados en las directivas. En particular, apenas ejerce la posibilidad, contemplada en la CARD, de imponer condiciones más restrictivas. Cabe la posibilidad de que sean los propios mercados quienes fijen condiciones adicionales a través de sus propias normas, para cuya aprobación el Real Decreto 1310/2005 concedía un plazo de seis meses. Sin embargo, tales normas aún no han sido elaboradas por lo que, de acuerdo con una disposición transitoria del mencionado real decreto, sigue todavía en vigor el capítulo V del Reglamento de Bolsas de 1967<sup>5</sup>, en tanto no se oponga a lo dispuesto en la nueva normativa.

De acuerdo con la LMV, la admisión de valores a negociación en los mercados secundarios oficiales requiere la verificación previa por la CNMV del cumplimiento de los requisitos exigidos por la normativa. En el caso particular de los valores negociables en las bolsas de valores, entre los que se cuentan las acciones, dicha verificación será única y válida para todas ellas. La admisión a negociación exige, además, el acuerdo del organismo rector del mercado elegido por el emisor, que podrá solicitarlo una vez emitidos los valores o constituidas las correspondientes anotaciones en cuenta. Debe señalarse que en España, además de la CNMV, algunas Comunidades autónomas pueden ejercer como autoridades competentes en materia de admisión, suspensión o exclusión, siempre que se trate, en el caso de la renta variable, de acciones exclusivamente negociadas en bolsas con sede en su territorio.

Respecto a los requisitos y el procedimiento de admisión, el citado artículo remite a las normas de desarrollo y sugiere que éstas adopten un enfoque flexible, al señalar la posibilidad de diferenciar los requisitos tanto por valores como por mercados. De acuerdo con la MiFID, se exige a estos que establezcan normas claras y transparentes en relación a la admisión a negociación y que dispongan de mecanismos eficaces para comprobar el cumplimiento de los requisitos de permanencia.

El artículo 32 bis de la Ley contempla, una posibilidad absolutamente novedosa en los mercados españoles: la admisión a cotización sin consentimiento del emisor de valores que ya cotizan en otro mercado secundario oficial o en un mercado regulado de otro Estado Miembro. Cuando no exista tal consentimiento, las obligaciones de información no recaen sobre el emisor, sino sobre el mercado, cuya sociedad rectora deberá disponer de los medios necesarios para obtenerla y difundirla.

Como se ha indicado, las normas de detalle en materia de admisión y permanencia se encuentran en el Real Decreto 1310/2005. En su mayor parte, el articulado de este texto legal reproduce, a menudo literalmente, los criterios y requisitos de la CARD y de la Directiva de Folletos y apenas introduce criterios adicionales o por

---

4 Reales Decretos 1310/2005, de 4 de noviembre, y 1362/2007, de 19 de octubre, respectivamente.

5 Decreto 1506/1967, de 30 de junio, por el que se aprueba el Reglamento de las Bolsas de Comercio.

encima de los mínimos fijados en las directivas. Conviene destacar que la norma reglamentaria distingue entre el primer mercado bursátil y el segundo mercado en materia de capitalización mínima y distribución de las acciones entre el público, pero no respecto al contenido del folleto informativo y las obligaciones de información por permanencia en cotización.

La normativa española adopta un criterio más restrictivo que la comunitaria en el importe mínimo de las acciones a admitir, al fijar un valor esperado de mercado de 6.000.000 de euros. Este límite no se aplica, sin embargo, a los segundos mercados de las bolsas. Conviene señalar que la norma española no se refiere al método alternativo contemplado por la norma comunitaria, basado en el cómputo del capital más las reservas, incluido, si procede, el resultados del ejercicio anterior, cuando no pueda estimarse el valor esperado de mercado. No obstante, cuando medie una oferta pública de venta, la norma requiere que se tenga en cuenta el precio efectivamente pagado en la misma.

El Real Decreto 1310/2005 tampoco se aparta de los mínimos formulados por la Directiva respecto a las condiciones de distribución de las acciones. Así, se exige que tal distribución sea suficiente con carácter previo a la admisión, entendiéndose que, en todo caso, este requisito se cumple si un porcentaje igual o superior al 25% de las acciones cuya admisión se solicita están en manos del público en uno o varios Estados Miembros de la Unión Europea, o en Estados no Miembros si tales acciones están cotizadas en mercados radicados en los mismos. Este requisito no es exigible para la admisión en el segundo mercado de las bolsas, aunque el emisor designar, en este caso, una empresa de servicios de inversión o una entidad de crédito, miembro del mercado, para que facilite liquidez al valor durante su permanencia en cotización.

En cuanto a la información sobre el emisor, el artículo 11 del Real Decreto requiere que aquél acredite un historial y que registre en la CNMV las cuentas anuales del emisor y el folleto informativo, que debe ser aprobado por dicho organismo supervisor. La disponibilidad de un historial se acredita con la presentación de cuentas anuales auditadas, individuales o consolidadas, según corresponda, que cubran, como mínimo, los tres últimos ejercicios. La CNMV podrá aceptar un período de cobertura inferior a tres años para las sociedades que soliciten la admisión en el Nuevo Mercado<sup>6</sup> o, como se indica en la Directiva, cuando estime que ello conviene en interés del emisor o de los inversores, siempre que entienda que los éstos disponen de información suficiente para formarse un juicio fundado. En cuanto al folleto informativo, los requisitos del Real Decreto se ajustan, con pocas particularidades, a lo establecido en la Directiva de Folletos.

Dada la vigencia transitoria del capítulo V del Reglamento de las Bolsas de Comercio, conviene también tener en cuenta algunos requisitos específicos contenidos en este texto y que se refieren tanto a las condiciones previas de admisión como a las condiciones de permanencia. Respecto a las primeras cabe destacar, en primer lugar, el establecimiento de un capital social mínimo de 1.202.025 millones de euros, sin tener en cuenta las participaciones directas o

---

<sup>6</sup> Segmento especial del primer mercado bursátil, destinado a empresas innovadoras tecnológicamente o de elevado potencial de crecimiento.

indirectas de accionistas que igualen o superen el 25%. En materia de distribución de las acciones, se exige un mínimo de 100 accionistas con una participación individual inferior al 25% del capital. Respecto al historial, se requiere haber obtenido beneficios en los dos últimos años, o en tres no consecutivos en un período de cinco años, que hayan sido suficientes para poder repartir un dividendo de al menos un 6% del capital social desembolsado, una vez hecha la previsión para impuestos y dotadas las reservas legales, aunque se especifica que la CNMV puede hacer excepciones respecto a esta última condición en determinados casos, en particular cuando se solicite la admisión en el Nuevo Mercado. Asimismo, se contemplan requisitos mínimos de frecuencia y volumen de negociación, con porcentajes no inferiores al 25% del número total de sesiones bursátiles y del valor nominal admitido a cotización para la misma clase de acciones, respectivamente. Tanto estos requisitos de frecuencia y volumen como los referidos al número mínimo de accionistas y al historial de beneficios de la compañía podrían considerarse como adicionales a los contemplados por la regulación comunitaria.

En materia de suspensiones de negociación, la LMV reconoce el ejercicio de esta facultad por parte de la CNMV, a la que otorga un amplio margen discrecional, al señalarse que la decisión podrá adoptarse cuando concurran circunstancias especiales que puedan perturbar el normal desarrollo de las operaciones sobre los valores o que aconsejen dicha medida en aras de la protección de los inversores. La LMV reconoce también la posibilidad de que un mercado secundario oficial adopte la medida de suspensión cuando un valor deje de cumplir las normas previstas en el reglamento del mercado. En este caso, se debe comunicar la decisión a la CNMV y hacerla pública. La CNMV debe cumplir con el requisito de comunicación a otros Estados Miembros contemplado en la MiFID. Los gestores de los sistemas multilaterales de negociación y los internalizadores deben suspender la negociación de un valor desde el momento en que se haga pública su suspensión.

En cuanto a la exclusión de negociación, la LMV contempla tres posibilidades: actuación de oficio por parte de la CNMV, actuación de oficio por parte del propio mercado y exclusión a solicitud del emisor. La primera posibilidad está condicionada a la apreciación, por parte de la CNMV, de incumplimiento en los requisitos de difusión, frecuencia o volumen exigidos a los valores o en los requisitos de transparencia de los emisores. Las exclusiones de oficio por los mercados deben basarse en incumplimientos del reglamento del mercado y están condicionadas a que no se aprecie perjuicio grave de la medida para los inversores o para el funcionamiento ordenado del mercado. En cualquier caso, cuando el mercado adopte una decisión de este tipo debe comunicarla a la CNMV y hacerla pública. Por su parte, que soliciten la exclusión de bolsa de sus acciones están obligadas a promover una oferta pública de adquisición (opa) dirigida a todos los valores afectados por la exclusión, cuyo precio y demás requisitos están regulados por la normativa de opa<sup>7</sup>. La CNMV puede dispensar al emisor del lanzamiento de la opa si se asegura la protección de los legítimos intereses de los titulares de las acciones mediante otro procedimiento equivalente.

---

<sup>7</sup> Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio.

## 4 Otros países de la Unión Europea

Dentro de la Unión Europea se aprecia un cierto contraste entre el Reino Unido y los principales países continentales respecto a la regulación de las condiciones de admisión y permanencia tras la aprobación de las directivas nucleares del Plan de Acción y Servicios Financieros (Folletos, Transparencia y Abuso de Mercado, principalmente). En el primer caso, la regulación pública es minuciosa y la agencia pública de supervisión mantiene un papel muy activo, mientras que, en el segundo, la regulación tiende a ajustarse a los mínimos comunitarios, por lo que la decisión de introducir o no condiciones más exigentes queda, de hecho, en manos de los mercados. El contraste no sólo parece motivado por tradiciones distintas, sino también por estrategias competitivas. Así, en el Reino Unido, se tiende a resaltar la calidad de la regulación pública como un activo intangible diferencial frente a otros mercados, mientras que en la Europa continental se opta por una mayor flexibilidad para que los mercados regulados se acomoden al entorno competitivo.

La regulación británica distingue entre la admisión a negociación en un mercado determinado (*admission to trading*) y el cumplimiento de los requisitos exigidos por la autoridad administrativa competente (*admission to listing*), denominada *United Kingdom Listing Authority* (UKLA). Los valores que cumplen los requisitos de esta última se integran en la denominada Lista Oficial (*Official Listing*), siempre que obtengan, además, la admisión en algún en un mercado británico. Desde el año 2000, la *Financial Services Authority* (FSA) ejerce como UKLA, en sustitución de la Bolsa de Londres. En el ámbito de las acciones, la Lista Oficial se divide en dos listas diferenciadas: la Primaria (*Primary Listing*), obligatoria para las compañías británicas, aunque también está abierta a las compañías extranjeras, y la Secundaria (*Secondary Listing*), sólo abierta para las segundas. Mientras que en la Lista Secundaria sólo se requiere el cumplimiento de los mínimos exigidos por las directivas, en la Primaria se exigen requisitos adicionales, denominados “superequivalentes” (*super-equivalent*), por lo que esta lista se presenta, a menudo, como la primera marca de la Lista Oficial. Las empresas que soliciten la admisión en la Lista Oficial deben contar obligatoriamente con la asesoría de una entidad registrada (*sponsor*) en la FSA, ante la que ejercerán como interlocutores respecto al cumplimiento de la regulación.

La Lista Oficial exige un capital mínimo inicial de 700 mil libras esterlinas tanto para la Lista Primaria como para la Secundaria y, respecto a la distribución de las acciones en manos del público, se ajusta al mínimo comunitario de la CARD, aunque no tiene en cuenta, a efectos de cómputo, las acciones en manos de determinados tenedores (consejeros, esquemas o fondos de pensiones de administradores o empleados y participaciones significativas superiores al 5%, principalmente). Dentro de los denominados requisitos “superquivalentes”, unos son de tipo cuantitativo o afectan a la configuración de las actividades de la empresa y el resto se refiere, fundamentalmente, al gobierno corporativo. Entre los primeros cabe destacar que, con carácter previo a la admisión, se exige (i) la existencia de beneficios durante los últimos tres años, (ii) que el 75% de las actividades de la entidad hayan generado beneficios durante dicho período,

incluida la actividad o negocio principal, (iii) que éste último constituya una actividad independiente y que se halle bajo control de la entidad y (iv) que se acredite la disponibilidad de suficiente capital circulante para atender las necesidades de la compañía, como mínimo durante los 12 meses siguientes a la publicación del folleto<sup>8</sup>. La existencia de una distribución suficiente de las acciones, el control por la compañía de la mayoría de sus activos y la independencia del negocio principal deben seguir cumpliéndose durante la fase de permanencia.

El sistema de dos listas ha suscitado en el Reino Unido algunas críticas por su complejidad, señalándose que puede generar confusión entre los inversores, dado que estos deben distinguir, además, entre diversos tipos de infraestructuras de negociación (mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación e internalizadores). Estas críticas, junto con consideraciones sobre la competitividad de los mercados británicos, han motivado la apertura de un proceso de consulta por parte de la FSA sobre la conveniencia de una reforma del actual sistema<sup>9</sup>. Entre otras cuestiones, se pregunta a los participantes de los mercados si la FSA debe seguir fijando normas “superequivalentes” o si debe dejarse esta posibilidad en manos de los propios mercados, como ocurre en la mayoría de los mercados europeos. Asimismo, y en el caso de que se mantuviese el sistema dual de listas, se pregunta si resulta conveniente permitir la admisión en la Lista Secundaria a las empresas constituidas en el Reino Unido.

En cuanto a las competencias en materia de suspensión y exclusión, la FSA se reserva la posibilidad de actuar de oficio cuando se den las circunstancias previstas de forma genérica en la CARD. Sin embargo, a diferencia de la regulación española, la normativa de la FSA facilita algunos ejemplos, no limitativos, de situaciones en las que puede adoptar este tipo de decisiones. Los mercados tienen obligación de suspender o cancelar definitivamente la negociación tras una decisión en el mismo sentido de la FSA. Además, pueden hacerlo de oficio en aras del buen funcionamiento del mercado (suspensiones) o en caso de incumplimiento de las normas propias (exclusiones).

Los grandes países de la Europa continental han optado por trasladar con muy pocos añadidos la legislación comunitaria a sus normas. Este enfoque supone que los reguladores nacionales se ocupan fundamentalmente de la verificación de las reglas de información (folleto, información pública periódica, hechos relevantes, etc.), mientras que se deja en manos de los mercados la fijación de requisitos especiales sobre valores y compañías que se acomoden a su estrategia comercial, respetando siempre los mínimos comunitarios. En materia de suspensiones y exclusiones, el modelo continental también tiende a dar un mayor protagonismo en estas decisiones a los mercados.

Los cuatro países donde NYSE Euronext mantiene mercados de renta variable (Francia, Holanda, Bélgica y Portugal) han asumido, en líneas generales, el modelo descrito en el párrafo anterior. En particular, la legislación francesa es particularmente nítida, por cuanto asigna a los gestores de los mercados regulados la potestad de decidir en materia de admisión, suspensiones

---

<sup>8</sup> Bajo determinadas condiciones se exime de ese requisito a las entidades financieras.

<sup>9</sup> Financial Services Authority (2008): “A Review of the Structure of the Listing Regime”, *Discussion Paper 08/1*.

temporales y exclusión<sup>10</sup>. Al regulador francés, en este caso la *Autorité des Marchés Financiers* (AMF), se le reconoce el derecho a objetar las decisiones de admisión o exclusión y a ser informado de las decisiones de suspensión. Respecto a estas últimas, la legislación señala que la AMF podrá ejercerlas de oficio en casos excepcionales.

En el ámbito de NYSE Euronext, las legislaciones nacionales relevantes no incluyen requisitos adicionales a los mínimos de las directivas, ni respecto a la admisión ni respecto a la permanencia. En cuanto a las normas del mercado, tampoco se aprecian requisitos especialmente restrictivos respecto a los mínimos comunitarios. No obstante, por su contraste con la regulación española, cabe destacar que se establece un límite inferior para el número de acciones en manos del público, que no puede ser inferior al 5% del total ni representar un valor inferior a 5.000.000 de euros, calculado sobre la base del precio de la oferta pública. La constatación de un porcentaje inferior durante la permanencia en cotización puede dar lugar a la exclusión de oficio.

La regulación alemana sigue una pauta similar. La legislación recoge simplemente mínimos comunitarios, por lo que los mercados disponen de un amplio margen para establecer requisitos propios. Hasta ahora, la Bolsa de Frankfurt no ha introducido condiciones especialmente restrictivas o novedosas. Como requisitos propios de permanencia, se ha limitado a recoger aspectos relacionados con la comunicación entre el mercado y las empresas, la información sobre pago de dividendos y otras acciones corporativas, y los requisitos de transparencia. Estos últimos no son sustancialmente distintos de los contemplados en la Directiva de Transparencia, pero se modulan para sus distintos segmentos de negociación. En materia de suspensiones y exclusiones, la Ley de Mercados alemana reconoce la competencia de los mercados regulados tanto en intervenciones de oficio como en intervenciones a solicitud del emisor.

En el caso de la bolsa italiana, hay dos requisitos de admisión en sus normas propias que llaman la atención por su contraste con la regulación española. El primero es la exigencia de una capitalización predecible de mercado de al menos 40.000.000 de euros, un importe muy superior al considerado en cualquiera de los países mencionados hasta ahora. El segundo es la adopción de un criterio más restrictivo respecto al cómputo de las acciones en manos del público, pues se excluyen las tenencias superiores al 2%, aunque puede haber excepciones en función de la naturaleza del inversor. La bolsa italiana no ha incorporado hasta ahora requisitos de permanencia especialmente llamativos y se centra, más bien, en condiciones de tipo operativo y en aprovechar el margen de maniobra de la Directiva de Transparencia para adaptar los requisitos de este tipo en sus distintos segmentos. En cuanto a suspensiones y exclusiones, la bolsa italiana puede actuar de oficio. Una particularidad a destacar es que las normas del mercado facilitan, como en la regulación pública británica, ejemplos de situaciones en las que puede adoptarse una decisión de suspensión o exclusión. Finalmente, también resulta interesante señalar que las decisiones de suspensión y exclusión sobre los valores emitidos por el propio mercado, que es una empresa cotizada, deben ser adoptadas exclusivamente por el regulador público (Consob).

---

<sup>10</sup> Artículo L421-4 del Código Monetario y Financiero.

## 5 Estados Unidos

Las compañías que deseen cotizar en las bolsas norteamericanas deben cumplir condiciones iniciales y condiciones de permanencia tanto cuantitativas como cualitativas. La regulación federal impone condiciones cualitativas, que se refieren fundamentalmente a obligaciones de información y registro. Los mercados imponen las condiciones cuantitativas, pero también pueden imponer requisitos suplementarios a los dispuestos por la norma federal en materia de transparencia o gobierno corporativo. Las normas de admisión y permanencia de los dos principales mercados, la Bolsa de Nueva York y Nasdaq, son considerablemente más minuciosas y complejas que las europeas. Dado que su corte es similar en ambos mercados, este apartado se centrará, a modo de ejemplo, en la primera.

La Bolsa de Nueva York exige requisitos iniciales cuantitativos referidos tanto a la situación financiera de la compañía como a la liquidez previsible de sus acciones, ofreciendo en algunos casos alternativas distintas según el origen de la compañía o el modo en que se produce la admisión en bolsa. En todos los casos se distingue, a su vez, entre compañías nacionales y extranjeras. Una vez admitidas a cotización, las compañías deberán cumplir también, sobre una base continua, requisitos cuantitativos diferenciados según la opciones que hayan elegido en el momento de la admisión.

Las compañías tienen, básicamente, dos alternativas respecto a los requisitos iniciales referidos a la situación financiera. La primera consiste en acreditar beneficios antes de impuestos agregados para los últimos tres años (10 millones de dólares para las compañías nacionales y 100 millones para las extranjeras) o determinados beneficios mínimos antes de impuestos para cada uno de los dos últimos años (2 millones de dólares para las compañías nacionales, que además deben acreditar beneficios durante cada uno de los últimos tres años, y 25 millones para las extranjeras). La segunda alternativa consiste en someterse a una evaluación sobre la de adecuación entre el valor de mercado y los ingresos, o entre el valor de mercado y el flujo de caja, prueba en la que se exige el cumplimiento simultáneo de mínimos para estas variables. El requisito inicial de liquidez se basa en el cumplimiento de mínimos sobre el número total de acciones (1,1 millones para las compañías nacionales y 2,5 millones para las extranjeras), el número de tenedores de unidades mínimas de negociación<sup>11</sup> (2.200 para las compañías nacionales y 5.000 para las extranjeras) y un valor de mercado predecible mínimo (100 millones de dólares tanto para las compañías nacionales como las extranjeras, salvo en salidas a bolsa de las primeras, donde se exige 60 millones).

En cuanto a los requisitos de permanencia cuantitativos, el mercado establece umbrales en precio, distribución y capital por debajo de los cuales puede iniciar procedimientos de suspensión temporal o exclusión de cotización. En materia de precio, el umbral se fija en 1 dólar, para el precio de cierre, durante un período consecutivo de 30 días. El criterio de distribución considera tres límites alternativos: a) menos de 400 accionistas, b) menos de 1.200 accionistas y un volumen medio mensual inferior a 100.000 acciones durante los últimos 12 meses

---

<sup>11</sup> Generalmente 100 acciones.

y c) menos de 600.000 acciones en manos del público. Finalmente, los umbrales de capital se fijan según la opción elegida en la admisión respecto a la acreditación de la situación financiera de la compañía. Así, por ejemplo, si el requisito inicial se basaba en la acreditación de beneficios previos, se exige que ni la capitalización ni los recursos propios sean inferiores a 75.000.000 de dólares, en el promedio de las últimas 30 sesiones. No obstante, con independencia de la opción elegida en la admisión, la capitalización media durante dicho período no podrá ser inferior a 25.000.000 de dólares.

En los mercados norteamericanos, el regulador público tiene capacidad para intervenir mediante decisiones de suspensión o exclusión de la negociación, pero sólo en casos especiales, generalmente relacionados con el incumplimiento reiterado de las obligaciones de información de los emisores o en casos de fraude. Por tanto, son los propios mercados quienes adoptan habitualmente estas decisiones.

## 6 Conclusiones

En materia de admisión y permanencia en cotización, la normativa española se ajusta a los mínimos establecidos en las directivas comunitarias relevantes con muy pocas variaciones, de modo que serán en todo caso las bolsas quienes consideren la conveniencia o no de introducir, a través de sus propias normas, condiciones más restrictivas o adicionales. Tales normas aún no han sido adoptadas, por lo que se halla transitoriamente en vigor el capítulo V del Reglamento de Bolsas, en aquellos aspectos que no contradigan lo dispuesto en el Real Decreto 1310/2005. La prórroga de este texto obliga a prestarle atención, porque contempla requisitos iniciales claramente distintos a los establecidos en el Real Decreto, especialmente en materia de distribución de las acciones e historial de la empresa. Asimismo, a diferencia del Real Decreto, contempla requisitos cuantitativos de permanencia en materia de frecuencia y volumen de contratación.

En líneas generales, la regulación española ha adoptado un enfoque similar al de los principales países de la Unión Europea, salvo el Reino Unido. En síntesis, bajo este enfoque, la regulación pública refleja los mínimos establecidos por las directivas relevantes y, en consecuencia, concede a los mercados un notable margen de maniobra para establecer, si así lo desean, normas adicionales o más restrictivas. La aproximación británica es distinta. La regulación pública es más minuciosa y establece criterios más restrictivos que los contemplados en las directivas, por lo menos en determinados segmentos de la lista de cotización, al considerar que tales criterios constituyen un factor competitivo diferencial frente a otros mercados.

# La inversión socialmente responsable y la responsabilidad social empresarial en los mercados financieros: una aplicación a las instituciones gestoras en España

María Rosario Balaguer Franch (\*)

(\*) María Rosario Balaguer Franch es doctora en Gestión Empresarial y profesora colaboradora del Departamento de Finanzas y Contabilidad de la Universitat Jaume I. Este trabajo es un resumen de la Monografía nº 27 de la CNMV, publicada con el mismo nombre.



# 1 Introducción

La inversión socialmente responsable (ISR) es un concepto muy amplio que tiene su origen a finales de los años sesenta en Estados Unidos y que hace referencia a diferentes prácticas de inversión que consideran, no sólo los aspectos financieros, sino también los criterios sociales y medioambientales.

Tanto en España como en el ámbito internacional, la ISR se está articulando principalmente a través de instrumentos de inversión colectiva, fondos de inversión y de pensiones. Las entidades gestoras de instituciones de inversión colectiva (IIC) desempeñan un papel fundamental permitiendo y potenciando la transmisión de las demandas sociales planteadas por los inversores quienes, en su toma de decisiones, valoran las compañías emisoras de títulos teniendo en cuenta aspectos éticos, sociales y medioambientales, además de los puramente financieros.

Los analistas convencionales y los gestores de fondos tienen en cuenta cada vez más los análisis de sostenibilidad y las preferencias socialmente responsables de los inversores. Además, hoy en día existe una mayor presión social hacia un comportamiento responsable de las empresas motivado, en gran parte, por los escándalos protagonizados por grandes corporaciones vinculados a falta de transparencia y ética. La ISR pretende, pues, participar en la restauración de la confianza del sistema y de transparencia de los mercados y proporcionar al gestor una herramienta de control de riesgos que le permita seleccionar mejor sus inversiones.

El presente artículo tiene por objeto analizar la ISR y la responsabilidad social empresarial (RSE) en el mercado financiero español desde la perspectiva de las instituciones gestoras. Cada vez más, criterios éticos, sociales y medioambientales se incorporan en la valoración de gestión y riesgos económicos. Además, como mantienen diferentes autores (Cox et al., 2004; Sethi, 2005; Moshe, 2006), el desarrollo internacional del mercado institucional pone en manos de los gestores de dichos productos muchas de las decisiones de inversión. Por tanto, estos agentes constituyen un grupo de interés muy importante a la hora de determinar qué aspectos de la RSE van a influir, y en qué medida van a hacerlo, en sus decisiones de inversión y, en consecuencia, en el valor bursátil de las empresas.

Este objetivo se pretende cubrir desde una doble perspectiva. En primer lugar, mediante un análisis descriptivo, a través del estudio del grado de compromiso e implantación de la RSE y la ISR en las entidades gestoras españolas. En segundo lugar, y desde una perspectiva empírica (a partir de un modelo de regresión logística) se pretende identificar aquellos aspectos que pueden influir o determinar que una entidad decida gestionar o comercializar fondos de inversión socialmente responsables (fondos ISR), y aquellas variables que pueden determinar que una entidad decida implementar una política explícita de RSE.

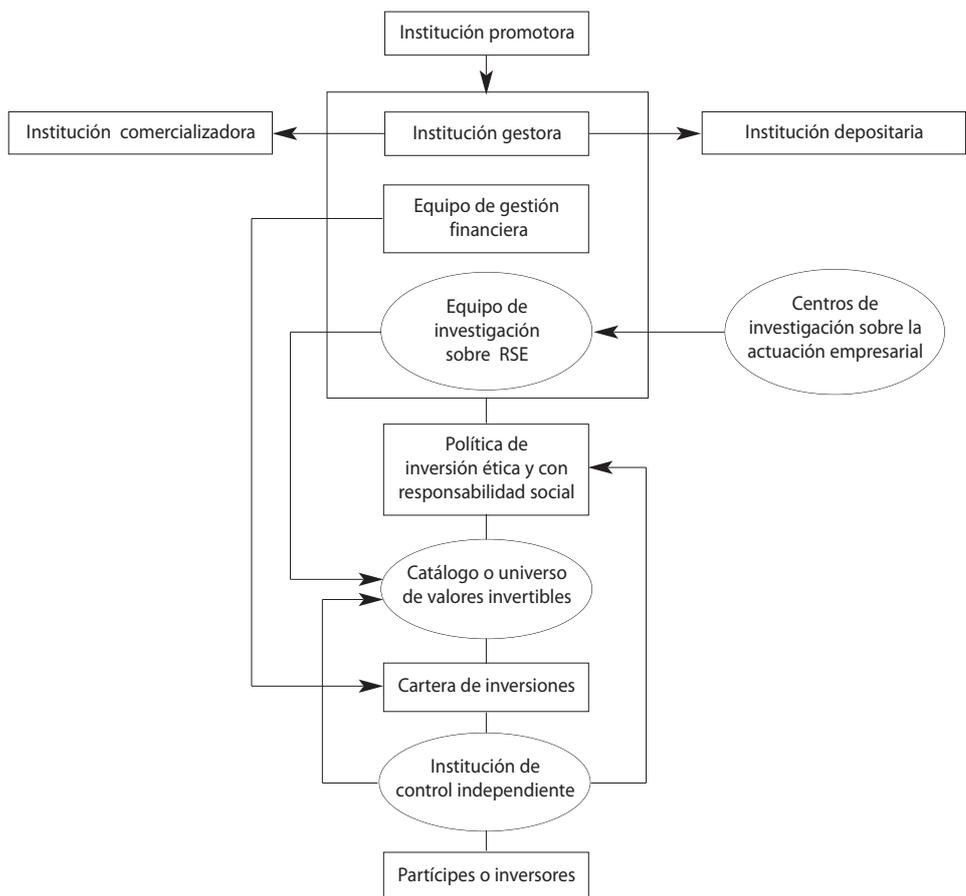
## 2 Esquema de la inversión socialmente responsable en las instituciones de inversión colectiva

El *United Kingdom Social Investment Forum* (UKSIF) define las ISR como “aquellas inversiones que permiten a los inversores combinar los objetivos financieros con sus valores sociales, vinculados a ámbitos de justicia social, desarrollo económico, paz y medio ambiente”. Se trata pues, de actuar en el marco financiero con criterios de RSE. Este principio de RSE puede ser aplicado a diferentes instrumentos de inversión colectiva, entre los cuales destacan los fondos de inversión y los fondos de pensiones.

Los elementos que configuran un fondo ISR son los mismos que estructuran un fondo de inversión normal, pero se les añaden los mecanismos que permiten realizar la preselección del catálogo de valores invertibles a partir de criterios de RSE, definidos en la política de ISR de cada fondo (gráfico 1).

Elementos que componen un fondo ISR

GRÁFICO 1



Fuente: Lozano y Albareda (2001).

La base de cualquier fondo ISR es su política de inversión ética o con responsabilidad social (ideario ético), que recoge los criterios éticos, sociales y medioambientales que definen el fondo ISR. Tomando esta política como referencia

se elabora el catálogo o universo de valores invertibles<sup>1</sup> que incluye el universo de empresas que pueden formar parte del fondo y mediante un análisis financiero y de sostenibilidad, realizado por un equipo de investigación ética, se seleccionan las empresas que van a formar parte del fondo. El equipo de investigación ética puede ser independiente a la entidad gestora o estar integrado en ella. Además, los fondos ISR disponen de una institución de control independiente (comisión ética) formada por personas de reconocido prestigio en el campo medioambiental y social de la empresa, que se encarga de garantizar y verificar que la gestión de los fondos ISR se realiza de forma coherente con los criterios establecidos.

En definitiva, la ISR implica añadir un cuarto criterio a los tres criterios tradicionalmente presentes en la toma de decisiones de inversión: liquidez, rentabilidad y riesgo. Este cuarto criterio supone analizar el impacto social y medioambiental de las compañías en las que el inversor coloca su dinero. Parte de la base de que las empresas deben jugar un papel en la sociedad más allá de la obtención de beneficios ya que deben contribuir al desarrollo sostenible.

### **3 La inversión socialmente responsable en los mercados financieros internacionales**

En las últimas décadas se constata en los mercados financieros internacionales una progresiva evolución hacia actitudes inversoras más responsables, sobre todo en los mecanismos de inversión colectiva. El crecimiento y la consolidación de nuevos valores sociales de RSE han puesto en la agenda financiera internacional la necesidad de tener en cuenta las consecuencias sociales y medioambientales de los modelos de crecimiento económico de las empresas.

Estados Unidos es el país donde la ISR está más desarrollada y cuenta con más instrumentos. Según datos del Social Investment Forum-SIF (2006) a finales del 2005 casi uno de cada diez dólares invertidos por las IIC en Estados Unidos se habían hecho con algún criterio de preselección de la cartera relacionado con la ISR. Además, este producto ha sido el que ha experimentado un mayor incremento en el período 1995-2005 en cuanto al volumen de capital invertido: de 12.000 millones de dólares en 1995 a 179.000 millones de dólares en 2005.

Por su parte, Europa, pese a seguir a distancia a Estados Unidos en cuanto a la cifra de activos, cuenta con un mercado de ISR cada vez más maduro. A finales de junio de 2005 había invertidos en Europa 24.127 millones de euros, mientras que un año antes, el capital total gestionado ascendía a 19.034 millones de euros<sup>2</sup>, lo que supone un aumento del 27%. En Europa el liderazgo de la ISR lo tiene el Reino Unido, con un 19% de los fondos ISR y un 33,15% de los activos invertidos, que corresponde a 7.999 millones de euros.

---

<sup>1</sup> La metodología para la selección de empresas se articula en criterios negativos, que excluyen determinadas inversiones y criterios positivos, cuya finalidad es seleccionar aquellas con mejor comportamiento en términos de RSE.

<sup>2</sup> Avanzi Research/SIRI Company, 2005.

### 3.1 La inversión socialmente responsable en el mercado financiero español

En España, el nacimiento de la ISR se produjo a finales de los noventa. Aunque desde entonces han ido surgiendo diferentes iniciativas dirigidas a gestionar y poner en marcha estrategias de RSE e ISR, tales como códigos de conducta, buen gobierno o sistemas de gestión ética, la situación no se ha consolidado si se compara con otros países de Europa. En la actualidad la ISR es marginal en el mercado financiero español, en cuanto al volumen porcentual de capital en fondos gestionados con estos criterios pues a finales del año 2005, alcanzaba tan solo el 0,49% del patrimonio total invertido en los fondos de inversión mobiliarios en España.

Son varios los factores que pueden explicar esta situación, desde el menor interés por la inversión en acciones de los inversores minoristas hasta la falta de demanda por parte de los inversores institucionales (que ha sido crucial en otros países) o el débil impulso institucional de los grupos financieros que comercializan fondos, pasando por la posible falta de promoción por parte de la Administración Pública.

Además, falta información sobre el comportamiento socialmente responsable de las empresas y los criterios bajo los que se conforman los fondos ISR. También han obstaculizado su desarrollo la confusión existente sobre la rentabilidad y riesgo de estos fondos. En España una gran parte de los inversores no son conscientes de que, estos fondos no difieren en términos de rentabilidad y riesgo del resto de los fondos ya que sus decisiones de inversión se toman con la lógica intención de ofrecer una rentabilidad atractiva a sus partícipes. Su elemento diferenciador radica en la selección de la cartera de inversión conforme a criterios, no solo de rentabilidad económica, sino también de carácter social y medioambiental.

En este contexto, el papel de las entidades gestoras es clave para catalizar el interés de los inversores y dar el dinamismo que necesita la ISR en nuestro país.

## 4 Selección de la muestra y base de datos

La información requerida para la investigación se ha basado en un cuestionario remitido, tanto a instituciones gestoras de IIC que toman decisiones de inversión teniendo como punto de partida un ideario ético, ecológico o socialmente responsable, como al resto del universo de entidades gestoras, con el objetivo de poner de manifiesto y cuantificar las diferencias relativas a la valoración de la RSE e ISR entre ambas gestiones de carteras de inversión, así como la sensibilidad declarada ante estos conceptos. El trabajo de campo se realizó entre los meses de mayo-septiembre del año 2004.

La muestra que se estudia comprende 47 entidades gestoras, lo que supone un 40,51% del total de la población<sup>3</sup>. Esas 47 entidades gestoras constituyen el 100% de las

---

<sup>3</sup> A fecha 30/04/04 la población total está constituida por 116 entidades gestoras.

entidades gestoras que gestionan o comercializan fondos ISR en España (20 en total) y el 25% de las entidades que no gestionan fondos ISR (27 entidades). El porcentaje de entidades gestoras que en España ofrecen, bien gestionando o comercializando, fondos ISR es del 17,24%. La ficha de la muestra se recoge en el cuadro 1.

<b>Ficha técnica de la muestra</b>		CUADRO 1
<b>Universo</b>	116 entidades gestoras (23/04/04)	
<b>Ámbito</b>	España	
<b>Respuestas recibidas</b>	47 entidades gestoras	
<b>Error Muestral</b>	±9,32%	
<b>Nivel de confianza</b>	95%	
<b>Procedimiento de muestreo</b>	Envío de encuestas a todo el universo de población	
<b>Trabajo de campo</b>	Mayo – Septiembre 2004	

Fuente: Elaboración propia.

## 5 Análisis descriptivo de los datos

### 5.1 Nivel de implantación de la inversión socialmente responsable y la responsabilidad social empresarial en las instituciones gestoras en España

En primer lugar, se ha analizado la relación entre la comercialización y/o gestión de fondos ISR y el compromiso de la entidad con la RSE. Para analizar esta cuestión se preguntó a las gestoras sobre la existencia de una política explícita (por escrito) de RSE. Aunque sólo un 31,9% de las encuestadas poseían esta herramienta, al cruzar esta información con la gestión de fondos ISR, los datos confirman la estrecha relación entre la incorporación de la RSE a la gestión de la entidad y la oferta de instrumentos de ISR, dado que un 73,3% de las entidades que disponen de una política de RSE gestionan o comercializan fondos ISR, mientras que un 55% de las entidades que gestionan o comercializan fondos ISR disponen de una política explícita de RSE (véase cuadro 2).

**Gestión de fondos ISR versus implementación política de RSE** CUADRO 2

		¿Dispone la entidad de una política de RSE por escrito?			
		No	Sí	Total	
¿Gestiona o comercializa su entidad fondos ISR en España o en el extranjero?	No	Recuento	23	4	27(57,4%)
		% de su tipología	71,8%	26,6%	100%
	Sí	Recuento	9	11	20(42,6%)
		% de su tipología	28,1%	73,3%	100%
Total	Recuento	32	15	47	
	% del total	68,1%	31,9%	100%	

Fuente: Elaboración propia.

Entre las diferentes razones aducidas para explicar qué razones llevan a una entidad a gestionar o comercializar fondos ISR, destaca por encima de todas, con un porcentaje del 80%, el hecho de que las entidades que ofrecen fondos ISR lo hacen

porque consideran que es un producto que deben ofrecer a sus clientes. De todas las razones que se analizan se constata que ninguna de las entidades gestoras comercializa o gestiona fondos ISR porque consideran que es un producto más rentable a largo plazo que el resto de fondos, de lo que se desprende que las entidades gestoras manifiestan “dudas” respecto a la rentabilidad de los fondos ISR.

En lo que respecta a las políticas de RSE, un 84,2% de las entidades señalan que se ha fomentado su adopción por coherencia e identidad con los principios de la empresa.

## 5.2 Rentabilidad y riesgo de la inversión socialmente responsable

La encuesta analiza cómo los gestores perciben la actitud de los inversores frente a la ISR en función del rendimiento y el riesgo. El 55% de las entidades que gestionan o comercializan fondos ISR consideran que los inversores perciben que las ISR producen un rendimiento ligeramente más bajo o mucho más bajo que las inversiones tradicionales. El 29,6% de las entidades que no gestionan fondos ISR comparten esa misma opinión. Por otra parte, un 22,2% de las entidades que no gestionan fondos ISR considera que los inversores perciben que este tipo de inversiones proporcionan un rendimiento similar a las inversiones tradicionales; esta opinión es compartida por el 30% de las entidades que gestionan fondos ISR (véase cuadro 3).

**Rentabilidad de fondos ISR versus rentabilidad fondos tradicionales** CUADRO 3

		¿Cómo cree que los inversores consideran el rendimiento de las ISR respecto a las inversiones tradicionales?						
			Rendim. mucho más bajo	Rendim. ligeram. más bajo	Rendim. similar	Rendim. mucho más alto	No sabe / no contesta	Total
¿Gestiona o comercializa su entidad fondos ISR en España o en el extranjero?	No	Recuento	3	5	6	1	12	27
		% de su tipología	11,1%	18,5%	22,2%	3,7%	44,4%	100% (57,4%)
	Sí	Recuento	1	10	6	0	3	20
		% de su tipología	5,0%	50,0%	30,0%	0,0%	15,0%	100% (42,6%)
	Total	Recuento	4	15	12	1	15	47
		% del total	8,5%	31,9%	25,5%	2,1%	31,9%	100%

Fuente: Elaboración propia.

En el caso de la percepción del riesgo, el resultado obtenido es bastante uniforme, tanto las entidades que gestionan fondos ISR como aquellas entidades que no gestionan dichos fondos, consideran en su mayoría (45% y 37% respectivamente) que los inversores perciben que las ISR proporcionan un riesgo similar a las inversiones tradicionales.

## 5.3 Evolución y desarrollo de la inversión socialmente responsable

Puede resultar de interés ver si hay diferencias significativas en la percepción de la evolución de la ISR entre aquellas entidades que gestionan o comercializan fondos ISR y aquellas entidades que no gestionan dichos fondos. Un 48,1% de las entidades gestoras que no gestionan fondos ISR considera que en los dos últimos años el

interés por la ISR ha aumentado. Sin embargo esta opinión sólo es compartida por un 30% de las entidades que gestionan fondos ISR, las cuales consideran mayoritariamente (un 50%) que no se ha modificado (cuadro 4).

## Desarrollo de la ISR

CUADRO 4

		¿Cómo se ha desarrollado el interés por la ISR en los dos últimos años?				Total	
		Ha decrecido	No se ha modificado	Ha aumentado	No sabe / no contesta		
¿Gestiona o comercializa su entidad fondos ISR en España o en el extranjero?	No	Recuento	3	6	13	5	27
		% de su tipología	11,1%	22,2%	48,1%	18,5%	100% (57,4%)
	Sí	Recuento	2	10	6	2	20
		% de su tipología	10,0%	50,0%	30,0%	10,0%	100% (42,6%)
Total		Recuento	5	16	19	7	47
		% del total	10,6%	34,0%	40,4%	14,9%	100%

Fuente: Elaboración propia.

Esta diferencia de percepción en el avance de la ISR podría venir explicada por el incremento de noticias relacionadas con la RSE, y por el eco de éstas en los medios de comunicación, en lugar del desarrollo real de estos productos.

## 6 Análisis empírico de los datos

En el análisis de las relaciones y actitudes socialmente responsables, son varias las investigaciones (Chevalier y Ellison, 1996; Tranter y White, 2001; Säve-Söderbergh, 2004) que plantean modelos probabilísticos, tales como tobit, probit o el modelo de regresión logística. Tomando como base estos estudios, se han planteado tres modelos de regresión logística para analizar las relaciones entre la ISR y la RSE y poder identificar aquellas variables que mayor influencia pueden tener en la gestión y comercialización de fondos ISR y en la implementación de una política de RSE en las entidades gestoras españolas. Como paso previo al planteamiento de estos modelos, se han definido unas hipótesis de investigación con el fin de estudiar, en un análisis preliminar, las relaciones entre la ISR y la RSE en diferentes ámbitos de actuación de las entidades gestoras.

### 6.1 Planteamiento y contraste de hipótesis

Las hipótesis se han establecido en función de las dos líneas de estudio: la ISR y la RSE. Atendiendo a los resultados obtenidos en los contrastes de hipótesis el cuadro 5 indica las que han resultado significativas para el análisis de la RSE.

### Cuadro resumen. Contraste de hipótesis

CUADRO 5

Variable Dependiente	Hipótesis	Variables Independientes	Existe Relación	Naturaleza de la Relación
Gestión y comercialización de fondos ISR	H1	Implementación de una política de RSE	Sí	Positiva
	H2	Transparencia en los procesos de gestión	No	---
	H3	Gestión empresarial	Sí	Positiva
	H4	Responsabilidad ante los stakeholders	No	---
	H5	Valoración de políticas de RSE (A.Fundam.)	Sí	Positiva
	H6	Desarrollo de políticas de RSE	Sí	Positiva
	H7	Benchmark con criterios RSE	Sí	Positiva
	H8	Información sobre fondos ISR	Sí	Positiva
	H9	Sistemas de <i>best-advice</i>	No	---
	H10	Inversores institucionales	Sí	Positiva
Implementación de una política de RSE	H11	Gestión y comercialización de fondos ISR	Sí	Positiva
	H12	Transparencia en los procesos de gestión	No	---
	H13	Rentabilidad final de la empresa	No	---
	H14	Gestión empresarial	Sí	Positiva
	H15	Responsabilidad ante los stakeholders	No	---
	H16	Valoración de políticas de RSE (A.Fundam.)	Sí	Positiva
	H17	Desarrollo de políticas de RSE	Sí	Positiva
	H18	Benchmark con criterios RSE	No	---
	H19	Información sobre fondos ISR	No	---
	H20	Sistemas de <i>best-advice</i>	Sí	Positiva

Fuente: Elaboración propia.

De este análisis preliminar, se puede concluir es que existe una relación positiva entre la ISR y la RSE, es decir, entre la gestión y comercialización de fondos ISR y la implantación de una política de RSE en las entidades gestoras.

### 6.2 Análisis de relaciones y modelo de regresión logística simple de la gestión y comercialización de fondos de inversión socialmente responsables

En el presente apartado se analiza la relación entre la gestión y comercialización de fondos ISR y cada una de las variables independientes que han resultado significativas (en la estimación de las hipótesis) a través de un modelo de regresión logística simple. Con ello se pretende analizar cómo influye en la probabilidad de gestionar o comercializar fondos ISR la presencia o no de ciertos factores. El cuadro 6 recoge los resultados de aquellas variables que han resultado más significativas.

**Interpretación de los resultados del modelo de regresión logística simple de la gestión y comercialización de fondos ISR**

CUADRO 6

Área de análisis	Variables Independientes	Probabilidad estimada de gestionar o comercializar fondos ISR	Odds	Interpretación de la Odds
¿Dispone la entidad de una política de RSE por escrito?				
Las políticas de RSE en la entidad	Sí	0,73	2,75	Es 2,75 veces más probable gestionar o comercializar fondos ISR, que no gestionar o comercializar.
	No	0,28	0,391	Es 2,55 veces más probable que no gestionen o comercialicen fondos ISR que gestionen o comercialicen.
¿Cómo valora el desarrollo de políticas de RSE, cuando realiza la valoración de una compañía?				
La gestión de fondos de inversión	Nada importante	0,06	0,063	Es 15 veces más probable no gestionar o comercializar fondos ISR que gestionar o comercializar.
	Importante	0,43	0,758	Es 1,3 veces más probable no gestionar o comercializar fondos ISR que gestionar o comercializar.
	Muy importante	0,90	9	Es 9 veces más probable gestionar o comercializar fondos ISR que no gestionar o comercializar.
Cuando un inversor le pide asesoramiento en sus decisiones de inversión, ¿le informa sobre la posibilidad de invertir en fondos ISR?				
Los inversores	Siempre	0,95	19	Es 19 veces más probable gestionar o comercializar fondos ISR que no gestionar o comercializar.
	Frecuentemente	0,80	4	Es 4 veces más probable gestionar o comercializar fondos ISR que no gestionar o comercializar.
	Ocasionalmente	0,46	0,835	Es 1,1 veces más probable no gestionar o comercializar fondos ISR que gestionar o comercializar.
	Nunca	0,15	0,173	Es 5,7 veces más probable no gestionar o comercializar fondos ISR que gestionar o comercializar.

Fuente: Elaboración propia.

A partir de los resultados del cuadro 6, cabe destacar que las instituciones gestoras que tienen mayor probabilidad estimada de gestionar o comercializar fondos ISR son aquellas que informan siempre sobre la posibilidad de gestionar o comercializar fondos ISR (con una probabilidad estimada del 0,95 de gestionar o comercializar fondos ISR); también aquellas que consideran muy importante el desarrollo de políticas de RSE, cuando realizan la valoración de una compañía (presentan una probabilidad estimada del 0,90 de gestionar o comercializar fondos ISR). Este dato confirma que una valoración positiva de la RSE de las empresas por parte de las gestoras es un impulsor de la gestión de fondos ISR.

Sin embargo, aquellas entidades que disponen de una política de RSE por escrito presentan una probabilidad estimada del 0,73 de gestionar y comercializar fondos ISR lo que, a pesar de ser una probabilidad elevada, indica que hay otros factores que pueden ejercer mayor peso en la decisión de gestionar o comercializar fondos ISR, como se observa en los resultados analizados. Entre estos factores se encuentra

la existencia de mecanismos de información para los inversores, la valoración positiva de las políticas de RSE que desarrollan las empresas o el desarrollo de la inversión institucional.

### **6.3 Análisis de relaciones y modelo de regresión logística simple de la implementación de una política de responsabilidad social empresarial**

En este apartado se presentan las variables que forman parte del modelo de regresión logística simple de la implementación de una política de RSE por escrito en las entidades gestoras. El cuadro 7 recoge los resultados de las variables que han resultado más significativas en la estimación de los valores para la variable dependiente que analiza la implementación de una política de RSE por escrito.

Del análisis se desprende que las entidades gestoras que tienen mayor probabilidad de implementar una política explícita de RSE son aquellas que consideran muy importante la aplicación e incorporación de políticas de RSE por parte de la compañías que la entidad analiza de acuerdo al análisis fundamental (con una probabilidad estimada del 0,86 de que la entidad gestora disponga de una política explícita de RSE). Estrechamente relacionada con esta variable es la variable que mide cómo valorar el desarrollo de políticas de RSE, cuando realiza la valoración de una compañía, obteniéndose una probabilidad estimada de disponer de una política explícita de RSE del 0,79 cuando se considera muy importante dicha variable.

Estas variables coinciden con las obtenidas en el análisis de la gestión y comercialización de fondos ISR, puesto que en ambos modelos de regresión la valoración de políticas de RSE en el análisis de las empresas en las que invierte el fondo como un aspecto muy importante influye de manera positiva, tanto en la probabilidad de implantar una política de RSE por parte de las entidades gestoras, como en la de gestionar fondos ISR. Este resultado viene a confirmar que las entidades gestoras que “condicionan” algunas de sus actuaciones en materia de RSE e ISR a las actuaciones de las empresas que evalúan, presentan una mayor predisposición a implantar políticas de RSE por escrito, y a gestionar y comercializar fondos ISR. De ello se desprende que el proceso de la RSE e ISR implica a numerosos agentes (empresas, intermediarios financieros y partícipes) y que su éxito y desarrollo en nuestro país depende en gran medida de la comunicación y conexión que haya entre los diferentes agentes, siendo las instituciones gestoras un importante nexo entre todos ellos.

## Interpretación de los resultados del modelo de regresión logística simple de la implementación de una política de RSE por escrito

CUADRO 7

Área de análisis	Variables Independientes	Probabilidad estimada de implementar una política de RSE por escrito		Interpretación de la Odds
		Odds	Odds	
La gestión y comercialización de fondos ISR	¿Gestiona o comercializa la entidad fondos ISR en España o en el extranjero?			
	Sí	0,55	1,2	Es 1,2 veces más probable que exista una política de RSE por escrito que no exista.
	No	0,15	0,173	Es 5,7 veces más probable que no exista una política de RSE por escrito que exista.
La gestión de fondos de inversión	Cuando valora una acción de acuerdo al Análisis Fundamental, ¿cómo considera la aplicación e incorporación de políticas de RSE por parte de la compañía?			
	Nada importante	0,01	0,006	Es 166 veces más probable que no exista una política de RSE por escrito que exista.
	No muy importante	0,03	0,035	Es 28 veces más probable que no exista una política de RSE por escrito que exista.
	Algo importante	0,16	0,195	Es 5,1 veces más probable que no exista una política de RSE por escrito que exista.
	Importante	0,52	1,07	Es 1,07 veces más probable que exista una política de RSE por escrito que no exista.
	Muy importante	0,86	5,92	Es 5,2 veces más probable que exista una política de RSE por escrito que no exista.
Los inversores	¿Cómo valora el desarrollo de políticas de RSE, cuando realiza la valoración de una compañía?			
	Nada importante	0,05	0,047	Es 21 veces más probable que no exista una política de RSE por escrito que exista.
	Importante	0,30	0,421	Es 2,3 veces más probable que no exista una política de RSE por escrito que exista.
	Muy importante	0,79	3,7	Es 3,7 veces más probable que exista una política de RSE por escrito que no exista.
Los inversores	¿Utiliza algún sistema de "best-advice" para ayudar a elegir fondos ISR?			
	Sí	0,62	1,6	Es 1,6 veces más probable que exista una política de RSE por escrito que no exista.
	No	0,24	0,307	Es 3,2 veces más probable que no exista una política de RSE por escrito que exista.

Fuente: Elaboración propia.

## 6.4 Análisis de relaciones y modelo de regresión logística múltiple de la gestión y comercialización de fondos de inversión socialmente responsables

En este apartado se realiza un análisis de la gestión y comercialización de fondos ISR mediante un análisis de regresión logística múltiple. Cabe destacar que la selección de las variables se ha realizado a partir de los análisis de regresión simple con cada una de las variables por separado. La interpretación de los resultados se recoge en el cuadro 8.

**Interpretación de los resultados del modelo de regresión logística múltiple de la gestión y comercialización de fondos ISR**

CUADRO 8

Área de análisis	Variables independientes		Probabilidad estimada de gestionar o comercializar fondos ISR		Interpretación de la Odds
	¿Dispone la entidad de una política de RSE por escrito?	¿Solicitan los inversores institucionales fondos ISR?	Odds	Odds	
Las políticas de RSE en la entidad y los inversores	Sí	Sí	0,91	10	Es 10 veces más probable gestionar o comercializar fondos ISR que no gestionar o comercializar dichos productos, cuando se dispone de una política de RSE por escrito y cuando la demanda de fondos ISR proviene de inversores institucionales.
	Sí	No	0,56	1,2	Es 1,2 veces más probable gestionar o comercializar fondos ISR que no gestionar o comercializar dichos productos, cuando se dispone de una política de RSE por escrito, y la demanda de fondos ISR no proviene de inversores institucionales.
	No	Sí	0,58	1,3	Es 1,3 veces más probable gestionar o comercializar fondos ISR que no gestionar o comercializar dichos productos, cuando no se dispone de una política de RSE por escrito, y la demanda de fondos ISR proviene de inversores institucionales.
	No	No	0,14	0,17	Es 5,8 veces más probable no gestionar o comercializar fondos ISR que gestionar o comercializar dichos productos, cuando no se dispone de una política de RSE por escrito, y la demanda de fondos ISR no proviene de inversores institucionales.

Fuente: Elaboración propia.

Estos resultados de nuevo confirman la teoría de partida del análisis: existe una relación positiva entre la ISR y la RSE. Se confirma que la demanda de fondos ISR por parte de los inversores institucionales es un factor clave que influye directamente en la gestión y comercialización de fondos ISR. Así, aquellas entidades que disponen de una política explícita de RSE, y que además cuentan entre sus clientes con inversores institucionales que demandan fondos ISR presentan una probabilidad de gestionar o comercializar fondos ISR del 0,91, mientras que, aquellas entidades que tienen definida una política de RSE, pero no cuentan entre sus inversores socialmente responsables, con inversores institucionales, esta probabilidad es del 0,56.

Otro dato importante que se revela de la investigación es que la probabilidad estimada de gestionar fondos ISR es mayor para aquellas entidades cuya demanda de fondos entre sus inversores provenga de inversores institucionales (una probabilidad del 0,58), que aquellas entidades que tienen una política explícita de RSE (una probabilidad del 0,56).

## 7 Conclusiones

Las sociedades gestoras deciden las carteras de los fondos que gestionan en función de su rentabilidad esperada. En el caso de gestionar fondos ISR la elección de los valores a incluir en su cartera tiene en cuenta, además de la rentabilidad, los criterios socialmente responsables en los que se basa el fondo, es decir, se valora su asimilación al ideario ético previamente establecido.

El fin de todo ello es construir una cartera adecuada para los partícipes del fondo que desean obtener beneficios financieros y, además, un beneficio social al apoyar a aquellas empresas que operan de una manera socialmente responsable. En todo este proceso, el papel desempeñado por las entidades gestoras es muy importante dado que actúan como nexo de unión entre el mercado y los inversores y, por tanto, su actuación es clave para el desarrollo de la ISR.

Una de las principales evidencias del análisis descriptivo realizado es que tanto las entidades que gestionan fondos ISR como las que no lo hacen consideran, en su mayoría, que los inversores perciben que este tipo de fondos proporciona un rendimiento similar o inferior y un riesgo similar al de las inversiones tradicionales. La diferencia más notable entre las gestoras que gestionan este tipo de fondos y las que no lo hacen, se encuentra en la percepción de cómo se ha desarrollado el interés por la ISR en nuestro país. Las entidades que gestionan fondos ISR consideran que el interés por la ISR no se ha modificado, mientras que las entidades que no gestionan fondos ISR consideran que el interés por la ISR ha aumentado. Estos resultados sugieren la necesidad de aumentar la información sobre el funcionamiento y la metodología de estos productos, especialmente en cuestiones relativas a riesgo y rendimiento.

Por otro lado, a partir de la aplicación de un modelo de regresión logística, se confirma la existencia de una relación positiva entre la ISR y la RSE. En este sentido, se observa que para el desarrollo de la ISR y la RSE en nuestro país un factor clave es la valoración que las entidades gestoras hagan respecto a las políticas de RSE que las compañías aplican, dado que aquellas que consideran muy importante la aplicación de dichas políticas de RSE tendrán mayor probabilidad de gestionar y comercializar fondos ISR, así como de implantar una política explícita de RSE.

En conclusión, para el crecimiento y consolidación de la ISR en nuestro país, deben adoptarse criterios de RSE en los sistemas de gestión empresarial, sin que ello suponga un menoscabo en el objetivo de creación de valor para el accionista. La difusión de este tipo de idearios estimulará que las entidades gestoras de fondos de inversión decidan, por su parte, adoptarlos y, por tanto, ofrecer fondos de ISR.

Por tanto, debe haber un convencimiento claro de todos los agentes económicos de que la RSE genera valor en la empresa y que es un componente a tener en cuenta en la selección de inversiones. Para ello parece imprescindible aumentar la información sobre la ISR, especialmente para resaltar el hecho de que estos criterios son compatibles con la obtención de una rentabilidad financiera homologable a los fondos de inversión tradicionales.

## 8 Bibliografía

Avanzi SRI Research/SiRi Company (2005). "Green, social and ethical funds in Europe 2005 Review", *Milán, octubre*.

Chevalier, J. y Ellison, G. (1996). "Are some mutual fund managers better than others? Cross-Sectional Patterns in behaviour and performance", *Working Paper 5852, National Bureau of Economic Research*.

Cox, P., Brammer, S. y Millington, A. (2004). "An empirical examination of institutional investor preferences for corporate social performance", *Journal of Business Ethics*, vol.52, n<sup>o</sup>1, June II, pp.27-43.

Lozano, J.M. y Albareda, L. (2001). "Observatorio de los Fondos de Inversión Éticos, Ecológicos y Solidarios en España 2000", *IPES-Esade, Fundació Caixa Sabadell*.

Moshe, P. (2006). "The Role of institutional Investors in the Corporate Governance", *German Working Papers in Law and Economics*, vol.2006, n<sup>o</sup>1.  
<http://www.bepress.com/gwp/default/vol2006/iss1/art1>

Säve-Söderbergh, J. (2004). "Ethics and Financial Investments", *Swedish Institute for Social Research, Stockholm University*.  
[http://www.creato.no/espe\\_2004/sider/pdf/Soderbergh\\_abstr.pdf](http://www.creato.no/espe_2004/sider/pdf/Soderbergh_abstr.pdf)

Sethi, S.P. (2005). "Investing in socially responsible companies is a must for public pension funds-because there is no better alternative", *Journal of Business Ethics*, vol.56, pp.99-129.

Social Investment Forum (2006). "2005 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States", *Washington, January*.

Tranter, B. y White, R. (2001). "Share-ownership and the triple bottom line: A preliminary study", *Tasa 2001 Conference - The University of Sydney, 13-15 December*.

# IV Novedades regulatorias



# La Iniciativa Contra el Abuso de Mercado (ICAM) y los contratos de liquidez

María José Ausejo Segura y Rodrigo Buenaventura Canino (\*)

(\*) María José Ausejo Segura y Rodrigo Buenaventura Canino pertenecen a la Dirección de Mercados Secundarios de la CNMV.



# 1 Introducción

El término “abuso de mercado” es una traducción literal del inglés (*market abuse*) que engloba tres conductas ilícitas: (i) la utilización de información privilegiada para obtener ganancias en el mercado de valores; (ii) la manipulación de cotizaciones y transacciones, generando señales engañosas para el mercado o formando movimientos artificiales en los precios y (iii) la difusión de información engañosa. La primera se suele abreviar coloquialmente como *insider trading* y las dos últimas como “manipulación de mercado”.

Aunque pueda parecer sorprendente, la persecución y sanción de las conductas constitutivas del abuso de mercado no ha sido una constante en la historia de los mercados de valores y su desarrollo es un fenómeno relativamente reciente.

En 1990 menos de 10 países tenían reglas que tipificaran como ilícita la conducta de operar en mercado con información privilegiada (*insider trading*). Una década después todos los mercados desarrollados habían incorporado a su regulación algún tipo de prohibición y sanción de este comportamiento. No obstante, ha existido desde hace décadas en la comunidad académica (sobre todo estadounidense) un debate en el que se cuestionaba hasta qué punto el uso de información privilegiada era o no perjudicial para las sociedades emisoras o para el mercado en su conjunto.

En defensa del uso de la información privilegiada unos consideraban que su utilización por los ejecutivos de las compañías contribuía positivamente a la difusión instantánea de la información (mediante las operaciones que ordenaban) a un mercado que calificaban de eficiente (que toma en cuenta instantáneamente toda la información disponible). Otros consideraban que la posibilidad de usar la información interna de la compañía alentaba la innovación empresarial y alineaba sus intereses con los de los accionistas. Asimismo, se ha contemplado en ocasiones el uso de información privilegiada por iniciados no primarios (distintos de los ejecutivos) como un método que tendería a estimular la investigación y la “inteligencia” de mercado, haciéndolo más eficiente.

Por contra, los críticos argumentan que la información no se difunde instantáneamente (o, lo que es lo mismo, que el mercado no siempre recoge en los precios la influencia de las transacciones de unos pocos *insiders*), sino que beneficiaba a los iniciados y perjudicaba al resto de inversores. Además, la idea de que existen dos niveles de información (el de los iniciados y el del resto de los inversores) detrae liquidez, confianza e integridad al mercado, pues muchos de los que no tienen acceso a información privilegiada deciden no operar en un entorno incierto y opaco. Estos argumentos son aún más poderosos si los centramos en el eslabón más débil del mercado: los inversores particulares, con un menor acceso a la información.

Existen pocos estudios empíricos que arrojen luz sobre el grado de incidencia de las conductas de abuso de mercado en países desarrollados. Los más interesantes, probablemente, son los que centran el análisis en el grado de anticipación del mercado a grandes noticias que afectan irremediablemente las cotizaciones de un valor, como la presentación de opas. Puede observarse, según algunos autores, que entre un 20% (España) y un 35-40% (Reino Unido y Estados Unidos) de las opas lanzadas son anticipadas por el mercado en las sesiones bursátiles anteriores a su presentación oficial. Aunque no puede concluirse, ni mucho menos, que toda la anticipación sea consecuencia del uso de información privilegiada (y menos aún que ésta proceda directamente de los directivos) parece que el fenómeno no está, a pesar de la regulación existente, desterrado de los principales mercados de valores y constituye, por tanto, un problema real.

Este artículo revisa algunas iniciativas recientes para prevenir y combatir el abuso de mercado. En particular, repasa la Iniciativa Contra el Abuso de Mercado y, dentro de ella, la regulación de los contratos de liquidez recientemente aprobada por la CNMV. La estructura del artículo es la siguiente: la sección segunda repasa la normativa básica sobre abuso de mercado; la sección tercera describe la ICAM y sus componentes; la sección cuarta describe la norma sobre Contratos de Liquidez y la sección quinta resume las conclusiones.

## 2 Normativa sobre abuso de mercado

Independientemente del debate académico, lo cierto es que los legisladores y los supervisores de los principales mercados han adoptado desde hace años una postura de no tolerancia hacia esas conductas, en el firme convencimiento de que afectan de forma muy adversa a la integridad de los mercados. Así, la normativa comunitaria en materia de abuso de mercado queda enmarcada por la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, en la que se establece por primera vez un régimen unitario completo del abuso de mercado a nivel europeo ya que, además de regular el uso de información privilegiada, contempla la manipulación de mercado. Esta Directiva fue desarrollada y completada por otras tres Directivas y un Reglamento:

- Directiva 2003/124/CE, de 22 de diciembre, sobre definición de información privilegiada y manipulación de mercado.
- Directiva 2003/125/CE de 22 de diciembre, sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses.
- Directiva 2004/72/CE, de 29 de abril, de prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de de personas con información privilegiada, la notificación de operaciones efectuadas por directivos y la comunicación de informaciones sospechosas.

- Reglamento 2273/2003 de la Comisión, de 22 de diciembre, sobre las exenciones para los programas de recompra y estabilización de instrumentos financieros.

Esta normativa comunitaria ha quedado integrada en nuestro ordenamiento jurídico mediante su transposición a través, principalmente, de las Leyes 44/2002, 12/2006 y 6/2007 que vinieron a reformar la LMV, en particular los artículos 81 a 83 quáter, completada con el RD 1333/2005, de 11 de noviembre, en materia de abuso de mercado.

El marco básico pretende los siguientes objetivos:

- Prohibición de técnicas manipulativas de cotizaciones y volúmenes, así como de difusión de información falsa o engañosa.
- Diligencia e instauración de medidas organizativas por parte de los emisores a la hora de gestionar la información empresarial sensible.
- Medidas de salvaguarda y prohibición de uso de información privilegiada.
- Obligaciones de los emisores para la comunicación de información relevante.
- Medidas organizativas de los intermediarios para prevenir el uso de información privilegiada.
- Obligación de comunicación de operaciones sospechosas.

Estos hechos vienen a confirmar las posiciones que mantienen que combatir el abuso de mercado no es en absoluto una tarea exclusiva de los organismos supervisores. Al contrario, todos y cada uno de los participantes en el mercado, empezando por los emisores, pasando por los intermediarios y acabando en los difusores de información, tienen un papel (y unas obligaciones que cumplir) respecto a la prevención del abuso de mercado.

### **3 La Iniciativa Contra el Abuso de Mercado**

La toma de conciencia de que el abuso de mercado constituye un serio handicap para la competitividad e integridad de cualquier mercado de capitales por parte de sus múltiples actores involucrados, unida a la entrada en vigor de la legislación comunitaria en esta materia, ha impulsado a los países comunitarios a proponer, debatir y promulgar medidas complementarias que ayuden a erradicar estas prácticas tan nocivas para los mercados en los que se instalan.

En este contexto, la CNMV, el 29 de enero de 2007, sometió a comentario público un conjunto de actuaciones preventivas contra el abuso de mercado que dieron forma a una Iniciativa Contra el Abuso de Mercado (ICAM).

Finalizado el periodo de consulta pública y a la luz de los comentarios recibidos, la ICAM quedó circunscrita a una relación de medidas, algunas de las cuales ya se encuentran operativas, como:

- **Los contratos de liquidez como práctica aceptada de mercado:** es el resultado de los trabajos realizados por un grupo de expertos del mercado, auspiciado por la CNMV, que estudió la conveniencia de aceptar como práctica de mercado en España las operaciones realizadas al amparo de un contrato de liquidez, siempre que se respetasen determinadas condiciones. Regulada en la Circular 3/2007 cuyo contenido se detalla más adelante.
- **Criterios de la CNMV sobre operaciones de colocación o compra de grandes paquetes accionariales:** el establecimiento de estos criterios vino motivado por las frecuentes preguntas que, desde el sector, se realizaban a la CNMV sobre determinados aspectos de su realización. Debatidos en el seno de un grupo de trabajo formado por expertos, al igual que en la medida anterior, estos criterios, aprobados por el Consejo de la CNMV el 19 de diciembre de 2007, tienen como objetivo minimizar el impacto sobre el mercado que puedan suponer los block trades y evitar en lo posible el uso de información privilegiada.

Otras medidas que están en proceso de elaboración son:

- **Desarrollo normativo sobre las obligaciones de comunicación de información relevante:** la redacción actual del artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores establece la obligación a los emisores de valores de hacer pública y difundir inmediatamente al mercado toda la información relevante, y determina que la comunicación a la CNMV debe hacerse de forma simultánea a la difusión por cualquier otro medio.

Para contribuir a la identificación de la información relevante, la CNMV constituyó en 2007 un grupo de trabajo integrado por expertos del mercado, cuyas conclusiones están siendo utilizadas en el desarrollo normativo en materia de información relevante, en proceso de elaboración, en el que también está previsto incluir la designación de al menos un interlocutor autorizado de cada emisor ante la CNMV.

- **Procedimiento de comunicación de operaciones sospechosas:** en el primer trimestre de 2008, la CNMV ha convocado a un grupo de expertos del mercado en esta materia, para trabajar en la elaboración de un procedimiento que facilite el cumplimiento del deber de comunicar operaciones sospechosas tal y como establece el artículo 83 quáter de la LMV.

Para una fase posterior, está previsto la elaboración de:

- **Un protocolo de actuación de la CNMV en caso de indicios de abuso de mercado** que regule la actuación de la CNMV cuando perciba anomalías en la contratación o constata noticias o rumores relevantes que puedan ser indicio de potenciales abusos de mercado. Con este protocolo se pretende limitar al máximo los casos en que sea necesario suspender un valor.

- **Una guía de actuación respecto a la comunicación de información a terceros** que sirva de apoyo a los profesionales del mercado español ante las dudas que puedan surgir sobre el carácter público o no público de la información que puedan suministrar a terceros durante la negociación o preparación de operaciones financieras o corporativas. Con ello, se busca posibilitar la realización de tales operaciones sin infringir el artículo. 81.2.b de la LMV sobre la prohibición para todo aquel que disponga de información privilegiada de comunicarla a terceros, salvo en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo.

## 4 Los contratos de liquidez como práctica aceptada de mercado

El pasado 12 de enero se publicó en el BOE la Circular 3/2007, de 19 de diciembre, de la CNMV, sobre los contratos de liquidez a los efectos de su aceptación como práctica de mercado.

Tal y como se señala en su exposición de motivos, la falta de liquidez en valores de renta variable supone un inconveniente para el adecuado desarrollo y funcionamiento del mercado y puede implicar perjuicios para los inversores e intermediarios. En línea con lo dispuesto por otros supervisores de valores de la Unión Europea, la utilización de determinados mecanismos que ayuden a aumentar la liquidez de un valor puede resultar oportuna, si estos actúan de forma que minimicen la emisión de señales erróneas y no empañen el ordenado funcionamiento del mercado.

Entre estos mecanismos se encuentran los contratos que tienen como objetivo la provisión de liquidez por parte de un intermediario financiero quien, actuando por encargo del emisor, realiza operaciones de compra y venta en el mercado secundario oficial sobre las acciones de dicho emisor. Son los llamados contratos de liquidez.

Esta actividad podría suponer una manipulación de mercado ya que las operaciones realizadas por un intermediario financiero, por mandato del emisor, pueden generar señales que induzcan a confusión a los participantes del mercado, en la medida en que no están motivadas por intereses compradores y vendedores en función de políticas de inversión, sino por un intento del emisor de incrementar la contrapartida que los inversores encuentran a la hora de hacer y deshacer sus posiciones. Dichas señales potencialmente engañosas, o que pueden inducir a confusión, afectarían a la percepción de la oferta y demanda real de valores en cada momento e incluso, si las operaciones se desarrollan de forma incorrecta, a sus precios. La distorsión sobre precios y volúmenes podría agravarse significativamente si, de forma simultánea, el emisor actuase sobre sus propias acciones, comprando o vendiéndolas, sin que el mercado conociera, a priori, esa circunstancia.

Por todo lo anterior, se ha considerado que la actividad de los contratos de liquidez, sujeta a unas condiciones que se exponen más adelante, debía ser calificada como “práctica aceptada de mercado”. Este término, directamente

obtenido de la normativa europea, se contempla para prácticas que, pudiendo encajar en la definición de abuso de mercado, se aceptan de forma expresa por el supervisor del mercado de valores en cada país, de forma que quien las siga con propósito legítimo no puede ser sancionado por incumplimiento de la normativa sobre abuso de mercado.

De este modo, la CNMV define una forma segura, en la medida en que elimina el riesgo de sanción, de incrementar la liquidez de las acciones de baja capitalización y *free-float*. De forma simétrica, los contratos de liquidez que no cumplan los requisitos de la Circular están expuestos, si generan efectos de volumen o precio que puedan emitir señales engañosas para el mercado, a ser objeto de sanción si se constata su efecto distorsionador.

#### **4.1 Requisitos del Contrato**

Para que las operaciones realizadas en el marco de un contrato de liquidez sean consideradas una práctica aceptada, ese debe reunir los siguientes requisitos:

##### **a. Objetivo único**

El contrato debe tener como único objetivo la pura provisión de liquidez, excluyendo aquellos otros ligados al precio de la acción o su volatilidad. De este modo, se ha tratado de no aceptar una práctica tendente a moderar o acrecentar las tendencias del precio o a reducir la volatilidad de una acción, por entender que dicha finalidad roza con el concepto de abuso de mercado sin aportar efecto positivo alguno a la liquidez del valor y, por tanto, a los inversores.

##### **b. Independencia del intermediario financiero**

La independencia de actuación del intermediario financiero como proveedor de liquidez respecto del emisor debe estar recogida en el contrato, sin que el primero pueda recibir ninguna instrucción encaminada a orientar sus intervenciones relativas a las operaciones de compra venta de las acciones del emisor.

Para ello, el intermediario financiero debe contar con una estructura organizativa interna que garantice la independencia de los empleados encargados de tomar las decisiones relativas a las operaciones objeto del contrato.

Tampoco las condiciones establecidas en el contrato relativas a la remuneración del intermediario financiero deben menoscabar el principio de independencia de éste, ni alentarle a influir artificialmente en el precio y/o volumen de cotización. En ningún caso se considera aceptable la remuneración basada en el número de operaciones realizadas.

Este aspecto es extremadamente importante y viene a marcar, por sí solo, la diferencia entre la operativa tradicional de autocartera y el contrato de liquidez. En la primera, el intermediario sigue las instrucciones del emisor en todo momento y opera en los momentos, cantidades y precios que el emisor determina. En el contrato de liquidez, por contra, se procura una independencia real del intermediario, que toma sus propias decisiones respecto al sentido, momento y

cuantía de su actividad de provisión de liquidez. El resultado es que los obvios conflictos de interés que la operativa de autocartera genera se ven reducidos al mínimo en el caso de los contratos de liquidez.

#### **c. Actuación en los mercados oficiales e identificación en exclusiva del intermediario**

Esta práctica aceptada se limita a las operaciones realizadas en mercados secundarios oficiales con mecanismos de contratación electrónica, aunque la CNMV no descarta que, en un futuro, si los mecanismos alternativos de negociación ganan liquidez de forma patente, pueda extenderse a los mismos. Lo que resulta vital es la identificación pública del intermediario antes del inicio de las operaciones, pues ello permite al mercado localizar, al menos parcialmente, la procedencia de las órdenes originadas por el contrato. Obviamente, sólo es concebible esta actividad si se restringe a un único intermediario, no pudiendo actuarse de forma simultánea ni sucesiva a través de varios intermediarios, ya que ello generaría señales claramente confusas al mercado.

#### **d. Proporcionalidad y continuidad de la actividad**

Los recursos destinados por el emisor, acciones y efectivo, a la actividad regulada en el contrato de liquidez deben guardar un equilibrio entre sí y, a su vez, ser proporcionales al objetivo en él establecido. En consonancia con ello, el intermediario financiero debe actuar de forma que asegure la continuidad del contrato de liquidez y puede decidir no operar en los supuestos en los que viera comprometida la continuidad en la prestación de este servicio. A tal fin, debe procurar mantener una dotación de valores y efectivo que le permita ofrecer liquidez de forma regular, por lo que deberá evitar “sobreintervenir” en momentos de excesiva volatilidad si ello puede motivar que los recursos dedicados al contrato se agoten.

### **4.2 Requisitos de información**

La Circular establece, asimismo, unas obligaciones de información entre las cuales destacan las encaminadas a que el mercado conozca la existencia y el desarrollo del Contrato y que pueda así calibrar la oferta y demanda reales existentes sobre cada valor.

#### **a. Información Pública**

Además de las obligaciones de información en materia de autocartera a las que las sociedades cotizadas están sometidas, todo emisor que suscriba un contrato de liquidez debe informar al mercado de lo siguiente:

- Antes de su puesta en marcha, de la identidad del intermediario financiero con el que ha suscrito el contrato, detallando el valor y el mercado en el que se realizarán las operaciones, su vigencia, así como los recursos, acciones y efectivo, asignados a estas operaciones.
- Trimestralmente o a la finalización del contrato, del detalle de las operaciones realizadas en ese periodo así como de los saldos de las cuentas a él asociadas.

- De la resolución del contrato de liquidez, cuando ello suceda.
- De cualquier modificación de la información comunicada al mercado referida al contrato de liquidez.

#### **b. Información a remitir a la CNMV**

El emisor que formalice un contrato de liquidez, además de cumplir con las obligaciones de información que se acaban de describir, debe remitir una copia del referido contrato a la CNMV.

### **4.3 Condiciones para operar**

Las operaciones realizadas por el intermediario financiero, en el desempeño de su actividad de provisión de liquidez, deben tener en cuenta determinados aspectos, entre los que destacan los siguientes:

- La práctica aceptada de mercado limita las operaciones a las llevadas a cabo en los mercados secundarios oficiales españoles, a través del mercado de órdenes, conforme las normas de contratación y dentro de los horarios habituales de negociación de éstos.
- El intermediario financiero no debe ejercer nunca una posición dominante en la contratación de las acciones del emisor, no superando en ningún caso el 25% del promedio diario del mercado de órdenes del mercado secundario oficial en las 30 sesiones anteriores.
- El intermediario financiero debe evitar que su actuación influya de manera decisiva en la evolución de precios durante los periodos de subasta y muy especialmente en la de cierre.
- En cualquier caso, las operaciones enmarcadas en un contrato de liquidez no deben originar artificialmente desviaciones del precio de cotización respecto a la tendencia del mercado, obstaculizar el funcionamiento normal de éste ni inducir a error a terceros.

Para ello, la Circular señala que las órdenes de compra deben formularse a un precio no superior al mayor entre el de la última transacción realizada en el mercado por sujetos independientes y el más alto contenido en una orden de compra del carné de órdenes, y que las órdenes de venta deberán formular a un precio no inferior al menor entre el de la última transacción realizada en el mercado por sujetos independientes y el más bajo contenido en una orden de venta del carné de órdenes.

Este conjunto de medidas pretenden limitar al máximo el potencial efecto distorsionador de las órdenes introducidas por el intermediario. En especial, se concentran en los elementos de precio, pues de los dos tipos de señales engañosas que una operativa de este tipo puede generar, las relativas al precio son generalmente más perniciosas que las referidas al volumen. Con estas medidas,

si bien no es posible eliminar completamente la posible distorsión que un contrato de este tipo genera en el mercado, se procura reducirla a un nivel tolerable que resulte claramente compensado por los efectos positivos en la liquidez que aporta.

#### 4.4 Restricciones

Uno de los aspectos de la regulación de los contratos de liquidez que más interés genera suele ser el hecho de que éstos se consideran una vía exclusiva (e incompatible con otras) para que un emisor actúe en el mercado secundario de sus propias acciones. Así, para que las operaciones realizadas en el marco de un contrato de liquidez puedan ser calificadas como “práctica aceptada de mercado”, es condición necesaria que el emisor no realice, directa o indirectamente, ninguna operación adicional sobre sus propias acciones durante su vigencia.

Asimismo, la operativa de un contrato de liquidez deberá suspenderse en los siguientes supuestos:

- En las ofertas públicas de venta y suscripción de acciones del emisor, durante los 30 días naturales posteriores, a la fecha de comienzo de su cotización.
- Desde el anuncio al mercado de una oferta pública de adquisición de acciones del emisor hasta su liquidación.
- Durante la realización de programas de recompra de acciones del emisor, salvo que éste respete lo establecido en el citado Reglamento (CE) 2273/2003.

La razón para no permitir combinar el contrato de liquidez con otras vías de actuación sobre las propias acciones del emisor es simple y contundente: la multiplicidad de acciones simultáneas multiplica, a su vez, el riesgo de manipulación hasta niveles no tolerables y, por tanto, no susceptibles de ser considerados práctica aceptada de mercado. Si un emisor actuase por cuenta propia mediante su autocartera, encomendase al mismo tiempo a un intermediario la provisión de liquidez y comenzase un programa de recompra, todo a la vez, los volúmenes (y probablemente los precios) observados en mercado distarían mucho de la libre interacción entre oferentes y demandantes. Por ello, la Circular marca una frontera clara: los emisores que deseen promover la liquidez de sus valores de forma segura y con la certeza a priori de que lo hacen conforme a la Ley, deberán abstenerse de simultanearlas con operaciones de otro tipo con sus propias acciones.

## 5 Conclusiones

La Circular 3/2007 representa un elemento más de la construcción de un marco que canalice las prácticas de mercado hacia zonas plenamente compatibles con la regulación europea, sin por ello dificultar el desarrollo de los mercados. En la

construcción de dicho marco, la CNMV está firmemente determinada en el liderazgo de las iniciativas que combatan y erradiquen el abuso de mercado en España y desde hace años está comprometida muy activamente en el grupo europeo de intercambio de información y cooperación entre supervisores, llamado CESR-Pol. No obstante, sin la cooperación de todos los agentes intervinientes en los mercados financieros los resultados serán incompletos.

Ningún país de nuestro entorno plantea la lucha contra el abuso de mercado como una tarea exclusiva del supervisor, pues generalmente se entiende que su papel es necesario pero no suficiente. La colaboración en materia de identificación de buenas prácticas, de comunicación de operaciones sospechosas por los mercados secundarios y por los intermediarios o de medidas organizativas que minimicen las fugas de información, por citar unos pocos ejemplos, son áreas donde la conjunción de esfuerzos entre el sector financiero y el supervisor del mercado resulta vital.

Mención especial merecen las entidades financieras por el papel central que desempeñan, pues constituyen un porcentaje muy relevante de la prestación de servicios de inversión y mantienen una vinculación con inversores y emisores que hacen imprescindible su participación en el esfuerzo colectivo dirigido a elevar los estándares de calidad de nuestros mercados. Al fin y al cabo, la integridad y el prestigio del mercado de capitales español es un bien público que debe protegerse y un activo muy valioso para los participantes institucionales, que se traduce en variables tangibles como la profundidad, la liquidez y el coste del capital. Las distintas medidas de la ICAM van encaminadas a proteger ese bien público y a facilitar el cumplimiento de las obligaciones de todos los participantes del mercado.

En cuanto a los contratos de liquidez, la idea básica que subyace en la declaración de la práctica aceptada de mercado es la de estimular y fomentar que los emisores que deseen reforzar la liquidez de sus valores lo hagan por esta vía, que es la única que ofrece seguridad jurídica completa, en lugar de mediante otros mecanismos, como puede ser la gestión discrecional de la autocartera que, si bien son legales, no gozan de ninguna protección en relación a sus potenciales efectos de manipulación de mercado.

En apenas dos meses desde su publicación, media docena de sociedades cotizadas se han adherido ya a esta práctica y, si bien es pronto para extraer conclusiones sobre su efectividad, la CNMV mantiene permanente contacto con el sector para detectar aquellos aspectos susceptibles de mejora, lo cual permitirá, pasado un tiempo prudencial, perfeccionar la regulación de esta práctica, adaptándola a la realidad observada.

# Comentarios a la circular 5/2007 sobre hechos relevantes de las IIC

María Dolores García Lima (\*)

(\*) María Dolores García Lima pertenece a la Dirección de Autorización y Registro de Entidades de la CNMV.



# 1 Introducción

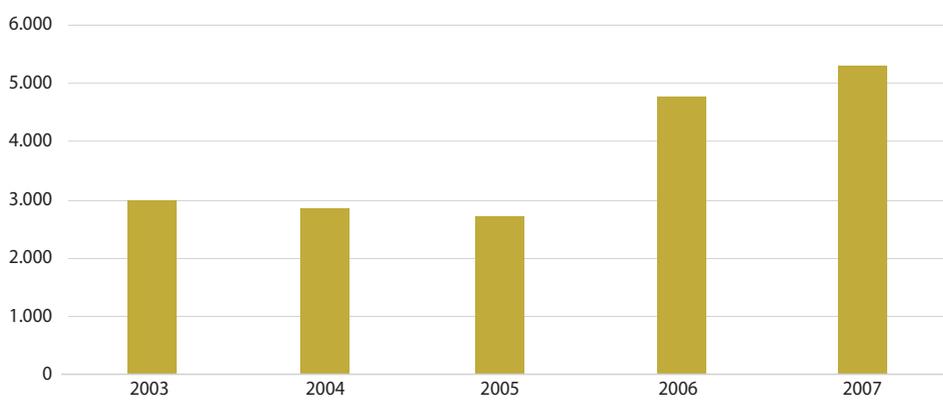
Las sociedades cotizadas están obligadas a proporcionar públicamente información transparente, fidedigna, completa y actualizada que permita a los inversores formarse un juicio fundado sobre la situación de la empresa y que contribuya al buen funcionamiento y a la transparencia del mercado de valores. Hay dos tipos de información que debe ser suministrada a los inversores: por una parte, la información periódica, generalmente vinculada a aspectos de actividad ordinaria y datos económico-financieros de la entidad y que se hace pública de forma regular por todos los emisores. Por otra, la información relativa a hechos relevantes (HR) que se producen en momentos del tiempo no coincidentes con la información periódica.

Este principio es aplicable asimismo a otros agentes participantes en el mercado. En el caso de las instituciones de inversión colectiva (en adelante IIC) cobra especial importancia la información de los hechos relevantes que puedan afectar a un inversor razonable para adquirir o transmitir las acciones o participaciones de la IIC y, por tanto, pueda influir de forma sensible en su valor liquidativo. Esta información es especialmente sensible si tenemos en cuenta que la forma más habitual por la que los pequeños inversores españoles acceden a los mercados financieros es a través de la inversión colectiva. Tal es así, que el número de inversores con posiciones en IIC se situaba, al final del año 2007, por encima de los ocho millones y medio.

El crecimiento experimentado en el número de IIC en los últimos años ha implicado un incremento del número de hechos relevantes remitidos por dichas entidades para su difusión. En el gráfico 1 se puede observar la evolución del número de comunicaciones remitidas por las IIC para su difusión a través de la CNMV. Entre los años 2003 al 2007 han aumentado desde las 2.938 publicadas en 2003, a las 5.276 publicadas en 2007, lo que supone un incremento porcentual del 79,58%. Ante un crecimiento de tal magnitud, la CNMV ha redoblado sus esfuerzos para agilizar al máximo la puesta a disposición del público de la información relevante de las IIC.

**HR de las IIC publicados en los últimos 5 años**

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

En este artículo se analizan las actuaciones llevadas a cabo por la CNMV en materia de comunicación de hechos relevantes de IIC y, en particular, el contenido de la Circular 5/2007 de la CNMV, recientemente publicada, que debe contribuir a mejorar la transparencia de los vehículos de inversión colectiva y así facilitar las decisiones de los partícipes. El artículo se estructura como sigue: la sección segunda tratará sobre las medidas llevadas a cabo por la CNMV para agilizar la publicidad de los hechos relevantes, la sección tercera analizará los objetivos de la Circular de hechos relevantes de las IIC, la sección cuarta recogerá la tipología de los hechos relevantes de los vehículos de inversión colectiva y la sección quinta revisará la publicidad que la CNMV ofrece a las comunicaciones de hechos relevantes. Por último, en la sección sexta se resumirán las principales conclusiones que se alcanzan en el artículo.

## 2 Medidas de agilización de la publicidad de los hechos relevantes

La Ley 35/2003 de 4 de noviembre de IIC (en adelante Ley de IIC) establece en su artículo 19, relativo a los hechos relevantes<sup>1</sup>, una remisión genérica a la Ley del Mercado de Valores. La modificación de esta última a través de la Ley 6/2007 de 12 de abril, introdujo una importante novedad que ha afectado tanto a los emisores de valores como a las IIC, al contemplar que la difusión al mercado de los hechos relevantes se realice de forma simultánea a la comunicación a la CNMV. Ello ha supuesto una notable agilización en la puesta a disposición del público de los hechos relevantes, ya que no deben ser remitidos a la CNMV con carácter previo a su puesta a disposición al público como se hacía anteriormente.

Como complemento a esta novedad, desde el pasado 13 de agosto de 2007 está disponible la posibilidad para las IIC de remitir sus comunicaciones de hechos relevantes por vía telemática mediante el sistema CIFRADO. Dicho sistema permite que la comunicación remitida se difunda al público de forma inmediata a través de la web de la CNMV, sin perjuicio de que se realice la revisión de su contenido con posterioridad a la publicación. Así, los inversores tienen garantizado el acceso a la información que puede afectar al valor liquidativo de las IIC de forma más ágil y rápida.

Por otra parte, desde el pasado 19 de octubre de 2007 la CNMV viene publicando automáticamente aquellos hechos relevantes que van asociados a un expediente administrativo previo de autorización o inscripción y que, por tanto, se estiman comunicados de oficio. Una vez tramitado el correspondiente expediente, se generan de forma automática las comunicaciones de hechos relevantes que son inmediatamente publicadas en la web de la CNMV. Hasta mediados del mes de

---

<sup>1</sup> El artículo 19 de la Ley de IIC indica que: "Los hechos relevantes relacionados con la institución se harán públicos en la forma que reglamentariamente se determine, de conformidad con lo dispuesto en la Ley del Mercado de Valores, dando conocimiento de los mismos a la CNMV y serán incorporados a los informes sucesivos para su información a los accionistas y partícipes".

febrero se han publicado por este sistema más de 850 hechos relevantes, sin necesidad de que las entidades remitan ninguna documentación adicional. En el apartado relativo a la tipología de los hechos relevantes se detallarán los que están siendo publicados de oficio.

Por último, la publicación de la Circular de hechos relevantes de las IIC viene a culminar este proceso de agilización en la puesta a disposición de los inversores de toda aquella información de interés relacionada con sus vehículos de inversión.

### 3 Objetivos de la Circular de hechos relevantes de IIC

El procedimiento existente anteriormente para la remisión de la información relevante permitía el envío mediante fax, correo o papel teniendo en cualquier caso que pasar el documento original recibido por el Registro General para asignarle el número y fecha de entrada en el registro. Dicho procedimiento suponía un notable retraso en la puesta a disposición de los inversores de dicha información por lo se hacía necesario racionalizar la forma de envío de los hechos relevantes de las IIC. De ahí nació la decisión de elaborar una Circular por parte de la CNMV que permitiera agilizar el acceso de los inversores a la información relevante relativa a las IIC.

Por ello, y haciendo uso de las facultades que expresamente le han sido conferidas por los artículos 15<sup>2</sup> de la Ley de IIC y 28.2<sup>3</sup> del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva aprobado por el RD 1309 de 4 de noviembre de 2005 (en adelante Reglamento de IIC), la CNMV ha publicado la Circular de hechos relevantes de las IIC cuya entrada en vigor se ha producido el pasado 6 de febrero de 2008.

La Circular persigue varios objetivos:

- Agilizar la puesta a disposición de los inversores de la información relevante de las IIC al imponer el envío telemático de las comunicaciones.

Como se indicaba anteriormente, la aplicación informática para que las entidades remitan los hechos relevantes relativos a las IIC está disponible desde el pasado 13 de agosto. No obstante, la Circular establece su obligatoria remisión mediante este sistema, ya que eran muy pocas las entidades que venían haciendo uso del mismo.

El beneficio para el inversor es claro, ya que este sistema permite tener a su disposición la información relevante con una máxima rapidez y agilidad

---

<sup>2</sup> El artículo 15 de la Ley de IIC relativo a las IIC extranjeras comercializadas en España indica que: "La IIC deberá adoptar las medidas que la CNMV considere necesarias a fin de facilitar los pagos a los accionistas y partícipes, la adquisición por la IIC de sus acciones o el reembolso de las participaciones, la difusión de las informaciones que deban suministrar a los accionistas y partícipes residentes en España, y, en general, el ejercicio por éstos de sus derechos".

<sup>3</sup> El artículo 28 del Reglamento de IIC relativo a los hechos relevantes indica que: "Se habilita a la CNMV para determinar la forma, el contenido y los plazos de comunicación de hechos relevantes".

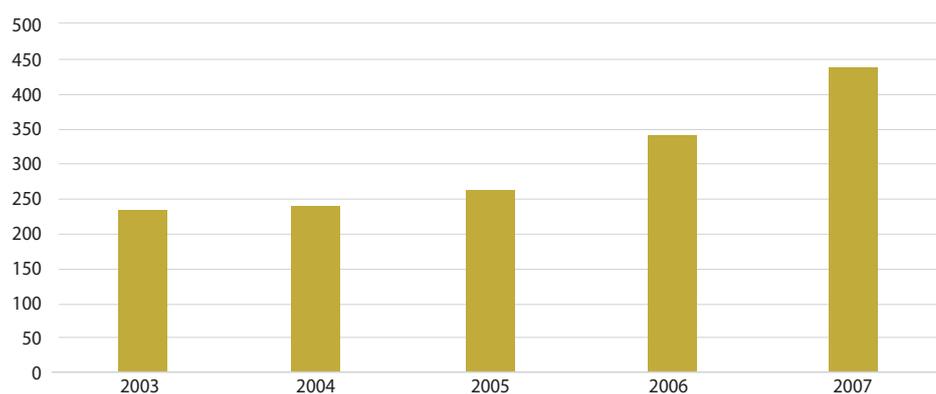
al no utilizarse comunicaciones en papel. Para las entidades obligadas a comunicar también hay importantes ventajas, ya que la CNMV ha puesto a su disposición un sistema de fácil utilización que permite remitir las comunicaciones las 24 horas del día, los siete días de la semana y que supone un notable ahorro de costes.

- Aclarar las obligaciones de remisión de la información relevante de las IIC extranjeras comercializadas en España.

Como se puede observar en el gráfico 2, se ha producido un importante incremento en el número de IIC extranjeras comercializadas en España. En los últimos cinco años el crecimiento experimentado ha sido de un 89%. A 31 de diciembre de 2007, el número de IIC extranjeras registradas en España para su comercialización era de 440, con un total de 3.667 compartimentos y 16.166 clases de acciones. Los compartimentos son más equiparables a los fondos españoles ya que se diferencian entre sí por tener distintas políticas de inversión, mientras que las distintas clases se distinguen por aplicar distintas comisiones.

**Evolución del nº de IIC extranjeras comercializadas en España**

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV.

En la actualidad, las IIC extranjeras comercializadas en España son europeas: El grueso de las mismas lo constituyen las IIC radicadas en Luxemburgo, que suponen un 52% del total, seguidas por las IIC francesas e irlandesas, con un 28% y 12%, respectivamente. El volumen de la inversión en estas IIC por parte de inversores españoles también ha experimentado un notable crecimiento en estos últimos cinco años. A 31 de diciembre de 2007, la inversión en IIC extranjeras se sitúa en un 14,54% sobre el patrimonio total invertido en fondos de inversión nacionales, frente al 4,35% que suponía en el año 2003.

La aclaración incluida en la Circular sobre las obligaciones de las IIC extranjeras comercializadas en España permite equiparar el derecho de información de los inversores que adquieren en nuestro país las acciones o participaciones de las IIC extranjeras a los que tienen los inversores del país de origen. No parece que la Circular vaya a suponer una carga adicional para las IIC extranjeras comercializadas en España, puesto que en sus Memorias de

comercialización ya se comprometían a informar a los inversores españoles de la información relevante. La única novedad que se incorpora es que deberán hacerlo a través de la CNMV y de forma telemática.

Por otro lado, el hecho de designar como personas obligadas a la remisión de los hechos relevantes a aquellos que ya vienen comunicando la información relativa a las IIC extranjeras, facilita la operativa con la CNMV, ya que la Circular no establece ningún requisito adicional para la remisión de la información relevante.

## 4 Tipología de los hechos relevantes de las IIC

La Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 2 de diciembre de 1985, que regula las normas generales que deben cumplir las IIC comunitarias, no recoge ninguna disposición referida a la información relevante ni establece, por tanto, ningún supuesto que deba considerarse como tal. Por ello, cada uno de los países miembros de la Unión Europea ha tenido potestad para tratar este aspecto de la forma que ha estimado más conveniente.

En la mayoría de países europeos como Francia, Italia, Luxemburgo y Alemania, existe una previsión de carácter general que obliga a comunicar hechos de especial relevancia pero sin fijar supuestos concretos. Nuestra legislación, en cambio, sí especifica algunos hechos que son relevantes y, como tales, deben ser comunicados a la CNMV para su publicación, además de ser recogidos en los siguientes informes periódicos de la IIC.

La Circular de hechos relevantes de IIC en su norma segunda, recoge los supuestos que son considerados hechos relevantes, tanto para las IIC españolas como para las IIC extranjeras comercializadas en España. En lo que respecta a las IIC españolas podrían distinguirse dos grupos, distinguiendo aquellos que son publicados de oficio por la CNMV sin necesidad de comunicación por parte de la entidad afectada o su gestora, de aquellos que sí deben ser comunicados por las IIC.

### 1) Tipos de hechos relevantes publicados de oficio por la CNMV:

La CNMV publica de oficio aquellos hechos relevantes que van asociados a un expediente de autorización previa (sustitución de las sociedades gestora o depositaria, fusiones de fondos y modificaciones en sus reglamentos de gestión) o de inscripción (de las modificaciones esenciales de los folletos informativos de las IIC). Los partícipes de los fondos de inversión tienen un derecho de información previa, vinculado a un derecho de separación, mediante los cuales deben ser informados de manera individualizada de los cambios que se van a producir para que, si lo desean, puedan reembolsar o traspasar sus participaciones sin coste alguno durante el plazo de un mes. Dichos cambios no podrán materializarse hasta que no haya transcurrido, al menos, ese mes desde la comunicación individualizada a los partícipes.

- La sustitución de la sociedad gestora o del depositario de fondos de inversión, así como los cambios que se produzcan en el control de la primera. Estos cambios se producen principalmente tras operaciones corporativas en el sector financiero. El partícipe debe conocerlos ya que pueden afectar a la evolución de los fondos en los que invierte.
- Todas aquellas decisiones que den lugar a la obligación de actualizar los elementos esenciales del folleto informativo. Dichas modificaciones, consideradas esenciales, sólo podrán tener efecto una vez inscrito el folleto explicativo de la IIC en la CNMV y vienen detalladas en la Circular 3/2006 de 26 de octubre de la CNMV sobre folletos explicativos de las IIC (en adelante Circular de folletos de IIC). Entre ellas podrían destacarse: los cambios en la política de inversión, la elevación de la comisión de gestión y del depositario, contratación de asesores de inversión o delegación de la gestión de activos en una tercera entidad, entre otros.

Adicionalmente, la Circular de folletos de IIC establece que en el periodo que transcurre desde que la gestora de la IIC toma la decisión de modificar algún elemento esencial del folleto hasta que efectivamente se produzca la inscripción del mismo, los inversores que deseen entrar en la IIC deberán ser informados de esas modificaciones esenciales pendientes de inscripción. Además, la gestora también tendrá que tener disponible esa información para su consulta por medios telemáticos. De esta forma, se garantiza el derecho de información de un posible inversor interesado en adquirir participaciones de la IIC. En cuanto a los que ya fueran partícipes de la IIC, deberán ser informados mediante carta de aquellos cambios que más puedan afectarles: De aquellas otras modificaciones que, por su menor importancia, no requieran el envío de una comunicación individualizada, tendrán información en el siguiente informe periódico remitido por la Gestora.

- La autorización de un proceso de fusión en el que participe un fondo de inversión. En este caso, el partícipe también será informado con carácter previo y de forma individualizada, además de que deberán publicarse anuncios en el Boletín Oficial del Estado y en dos periódicos de difusión nacional.
- Toda modificación del reglamento de un fondo de inversión que requiera autorización previa de la CNMV. La transformación de un fondo de inversión en un fondo de inversión libre constituye un claro ejemplo de una modificación reglamentaria que requeriría autorización previa, ya que las características de la inversión y los requerimientos del producto serían totalmente distintos.
- Los hechos relevantes que se deriven de una decisión de la CNMV.

2) Tipos de hechos relevantes que deben comunicar a la CNMV las IIC para general conocimiento de los inversores:

- Reducciones en el capital en circulación de las sociedades de inversión o reembolso en los fondos de inversión que supongan una disminución superior al 20% de su capital o de su patrimonio, respectivamente. Una salida masiva de inversores de una institución puede ser síntoma de que la IIC no está siguiendo una estrategia de inversión adecuada y el partícipe o accionista debe ser conocedor de tal situación.
- Operaciones de endeudamiento que excedan del 5% del patrimonio de la IIC, salvo que se trate de IIC de Inversión Libre, ya que éstas últimas tienen unos límites de endeudamiento mucho más flexibles que las IIC comunes. Un alto nivel de endeudamiento de forma continuada puede suponer que el fondo no tiene la liquidez suficiente y que la gestión que se está realizando puede no ser la más adecuada.
- En el caso de sociedades de inversión, la imposibilidad de la sociedad de poner más acciones en circulación por carecer de acciones en cartera y estar ya desembolsado el capital estatutario máximo. Las SICAV tienen un capital social inicial y un capital estatutario máximo entre los que fluctúan sin necesidad de tomar acuerdos de junta. Cuando se alcanza ese capital estatutario máximo se debe convocar una junta general de accionistas que eleve las cifras de capital social y que permita, cuanto antes, la entrada de nuevos accionistas a la sociedad, recuperando así su carácter de institución de inversión abierta.
- Acuerdos de disolución y liquidación. Dicha información debe ser comunicada con la máxima celeridad pues puede ser muy relevante, especialmente para un inversor que pudiera estar interesado en suscribir participaciones de la IIC.
- Suspensión y reanudación de la negociación de las acciones, así como la suspensión y reanudación de las suscripciones y reembolsos de participaciones de fondos de inversión. Cualquier información que pueda mermar la libre transmisibilidad de las participaciones o acciones de la IIC es de máxima importancia.
- Exclusiones de negociación en Bolsa, cuando las acciones pasen a negociarse en un mercado o sistema organizado de negociación de valores. Con el nacimiento del MAB (Mercado Alternativo Bursátil) casi la totalidad de las SICAV cuyas acciones cotizaban en alguna de las Bolsas de Valores han pasado a negociarse en este mercado alternativo.

Por último, hay un supuesto genérico que establece que también las IIC deberán comunicar cualquier otro hecho que pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir las acciones o participaciones de la IIC y, por tanto, pueda influir de forma sensible en su valor liquidativo. La amplia casuística de los mercados financieros en general, y de los instrumentos de inversión colectiva en particular, convierte en un ejercicio casi imposible la catalogación de todos y cada

uno de los supuestos que deberían considerarse hecho relevante por lo que es necesario que exista este tipo genérico.

En cuanto a la obligación de comunicación de las IIC extranjeras comercializadas en España, se aclara que es toda aquella información requerida por la legislación del Estado en el que tenga su sede, en los mismos términos y plazos previstos en la legislación de origen.

La Directiva 85/611/CEE del Consejo de 2 de diciembre de 1985, no alude a la información relevante de las IIC y, por tanto, no establece ningún supuesto que deba ser considerado como tal. Por lo tanto, se ha optado por respetar los supuestos que estén comunicando las IIC en sus respectivos Estados de origen asegurando la equiparación de la información recibida por los inversores españoles a los del país de origen de la IIC.

## 5 Publicidad de los hechos relevantes

Las comunicaciones de información relevante, tanto las que publica la CNMV de oficio como las remitidas de forma telemática por parte de las entidades obligadas a comunicar, son puestas a disposición del público en la página web de la CNMV de forma inmediata.

Todo hecho relevante queda automáticamente incorporado al registro público que mantiene la CNMV, y que permite una consulta rápida y sencilla por parte de los inversores. Dentro de la información “Consultas a los registros oficiales” y del apartado “Hechos relevantes y otras comunicaciones” el inversor tiene un amplio abanico de opciones de búsqueda que le permite seleccionar entre los siguientes tipos, que son combinables entre sí:

- Denominación de la entidad que comunica el hecho relevante.
- Hechos relevantes publicados en una fecha o fechas determinadas.
- Comunicaciones realizadas en los últimos días.
- Tipo de hecho relevante.

De esta forma se consigue que, de una forma rápida y eficiente, el inversor tenga a su alcance toda la información que le permita tener adecuados elementos de juicio a la hora de tomar sus decisiones de inversión.

Como regla general, la información relevante de las IIC se publica exclusivamente en el apartado de la web de la CNMV relativo a la IIC a que se refiere, ya que informaciones tales como cambios en la política de inversión, modificaciones de las comisiones aplicables o el hecho de que una IIC vaya a ser fusionada con otra, son

informaciones de interés para un futuro inversor o un actual partícipe o accionista de la IIC pero no para el mercado en su conjunto.

Sin embargo, hay circunstancias que suponen una excepción a la regla establecida en el punto anterior. Así ocurrió durante la reciente crisis de las hipotecas *sub prime* en Estados Unidos que afectó a los mercados financieros y que provocó que varias IIC extranjeras comercializadas en España se vieran obligadas a suspender las suscripciones y reembolsos de sus participaciones.

En ese momento, ante la incertidumbre sobre el posible alcance de la inestabilidad generalizada de los mercados en el sector de la inversión colectiva española, se hizo necesario que las comunicaciones de las IIC fueran puestas en conocimiento, tanto de analistas y de difusores de información, como del público en general a la mayor brevedad posible. De ahí la importancia de facilitar al sector los medios técnicos más avanzados que permitan la mayor rapidez y agilidad en la puesta a disposición del público de la información relevante.

## 6 Conclusiones

La Circular de hechos relevantes de las IIC viene a culminar un proceso de agilización en la puesta a disposición del público de la información relevante de las IIC. Dicho proceso comenzó con la posibilidad de remisión de las comunicaciones de información relevante de las IIC de forma telemática y su automática publicación en la página web de la CNMV, lo cual supuso poner a disposición de los usuarios una oficina abierta las 24 horas del día. Esta iniciativa precedió a la decisión de publicar de forma automática aquellos hechos relevantes que van asociados a expedientes administrativos de autorización e inscripción, sin necesidad de remisión por parte de las entidades de ninguna comunicación adicional.

Por otra parte, la aclaración incluida en la Circular sobre las obligaciones de remisión de información relevante de las IIC extranjeras comercializadas en España, permite equiparar el derecho de información de los inversores que adquieren en nuestro país sus acciones o participaciones a las que tienen los inversores en su país de origen. Ello aumenta sensiblemente la transparencia de las entidades extranjeras, lo que resulta oportuno habida cuenta del notable crecimiento experimentado de IIC extranjeras comercializadas en España en los últimos años.

En definitiva, teniendo en cuenta que los vehículos de inversión colectiva son la forma habitual en la que los pequeños inversores españoles acceden a los mercados financieros, es de especialmente relevante mejorar los mecanismos que garanticen que los mismos reciben toda aquella información que pueda influir en sus decisiones de adquisición o transmisión de las acciones o participaciones de las IIC, de una forma fidedigna, transparente ágil y actualizada. De esta forma, se garantiza la igualdad de trato y de oportunidades entre los inversores y se asegura la transparencia del mercado de la inversión colectiva.



## V Anexo estadístico



# 1 Mercados

## 1.1 Renta variable

### Emisiones y OPV<sup>1</sup>

CUADRO 1.1

	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
<b>IMPORTES EFECTIVOS<sup>3</sup></b> (millones de euros)	2.960,5	5.021,7	23.757,9	803,9	11.218,1	4.337,2	7.398,7	9,5
Ampliaciones de capital	2.803,4	2.562,9	21.689,5	696,1	9.896,5	4.273,8	6.823,1	0,0
De ellas, mediante OPS	0,0	644,9	8.502,7	0,0	334,2	3.485,2	4.683,3	0,0
Tramo nacional	0,0	303,0	4.821,4	0,0	334,2	2.449,6	2.037,6	0,0
Tramo internacional	0,0	342,0	3.681,4	0,0	0,0	1.035,6	2.645,8	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	157,1	2.458,8	2.068,5	107,8	1.321,6	63,4	575,6	9,5
Tramo nacional	54,7	1.568,1	1.517,1	107,8	913,5	63,4	432,4	9,5
Tramo internacional	102,5	890,7	551,4	0,0	408,1	0,0	143,3	0,0
<b>NÚMERO DE EXPEDIENTES<sup>4</sup></b>	27	30	35	7	10	6	12	1
Ampliaciones de capital	25	21	26	6	8	5	7	0
De ellas, mediante OPS	0	8	8	0	2	2	4	0
De ellas, liberadas	6	0	0	0	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	14	12	1	3	1	7	1
<b>NÚMERO DE EMISORES<sup>4</sup></b>	24	23	29	7	10	6	10	1
Ampliaciones de capital	23	18	24	6	8	5	7	0
De ellas, mediante OPS	0	6	6	0	2	2	4	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	10	8	1	3	1	5	1

1 Expedientes de emisión registrados en la CNMV. Expedientes iniciales y ampliaciones de expedientes.

2 Datos disponibles: febrero 2008.

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	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>OFERTAS PUBLICAS DE SUSCRIPCION</b>	0,0	644,9	8.502,7	0,0	334,2	3.485,2	4.683,3	0,0
Mercado nacional	0,0	303,0	4.646,2	0,0	334,2	2.277,0	2.035,0	0,0
Suscriptores minoristas	0,0	8,7	2.841,0	0,0	112,0	1.898,5	830,5	0,0
Suscriptores institucionales	0,0	294,3	1.805,2	0,0	222,2	378,5	1.204,5	0,0
Mercado internacional	0,0	342,0	3.681,4	0,0	0,0	1.035,6	2.645,8	0,0
Empleados	0,0	0,0	175,2	0,0	0,0	172,6	2,6	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>OFERTAS PUBLICAS DE VENTA</b>	157,1	2.458,8	2.068,5	107,8	1.321,6	63,4	575,6	9,5
Mercado nacional	54,7	1.565,0	1.505,7	107,8	903,6	63,4	430,8	9,5
Suscriptores minoristas	27,3	390,0	393,9	16,2	289,4	0,0	88,4	0,0
Suscriptores institucionales	27,3	1.175,0	1.111,8	91,7	614,3	63,4	342,4	9,5
Mercado internacional	102,5	890,7	551,4	0,0	408,1	0,0	143,3	0,0
Empleados	0,0	3,1	11,4	0,0	9,9	0,0	1,6	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero 2008.

### Admisión a bolsa. Expedientes registrados en la CNMV

CUADRO 1.3

	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>IMPORTES NOMINALES</b> (millones de euros)								
Con folleto de emisión	498,0	963,4	5.894,3	69,1	91,2	171,8	5.562,1	13,3
Ampliaciones de capital	494,0	575,9	5.687,2	69,1	6,6	171,8	5.439,6	13,3
De las cuales OPS	0,0	145,3	5.424,4	0,0	4,5	0,0	5.419,8	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4,0	387,5	207,1	0,0	84,6	0,0	122,5	0,0
Sin folleto de emisión	167,3	564,7	8.366,1	320,4	1.166,4	440,9	6.438,4	7,3
<b>NÚMERO DE EXPEDIENTES</b>								
Con folleto de emisión	26	18	22	5	5	4	8	2
Ampliaciones de capital	25	13	18	5	3	4	6	2
De las cuales OPS	0	5	6	0	2	0	4	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	9	7	0	3	0	4	0
Sin folleto de emisión	27	61	72	17	19	20	16	7

1 Datos disponibles: febrero 2008.

## Sociedades admitidas a cotización<sup>1</sup>

CUADRO 1.4

	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	126	135	143	135	137	136	143	141
Sin Nuevo mercado	115	124	142	124	127	126	142	141
Nuevo mercado	11	11	1	11	10	10	1	0
Empresas extranjeras	5	6	5	6	6	6	5	5
Segundo Mercado	14	12	11	12	11	11	11	10
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	10	9	9	9	8	9	9	8
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	2	1	0	1	1	0	0	0
Corros ex SICAV	47	38	31	34	33	32	31	30
Madrid	22	16	13	15	14	14	13	14
Barcelona	28	24	20	21	20	20	20	19
Bilbao	14	10	9	9	9	9	9	9
Valencia	18	13	9	11	11	10	9	8
Corros SICAV	3.111	744	7	81	23	9	7	5
MAB	-	2.405	3.283	3.096	3.193	3.241	3.283	3.313
Latibex	32	34	34	34	34	34	34	34

1 Datos a final de período.

2 Datos disponibles: febrero 2008.

3 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).

## Capitalización<sup>1</sup>

CUADRO 1.5

Millones de euros	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	616.659,5	813.765,1	892.053,8	885.715,7	895.117,9	840.333,3	892.053,8	773.172,9
Sin Nuevo mercado	607.167,8	800.148,0	891.875,7	870.818,8	884.128,5	829.721,5	891.875,7	773.172,9
Nuevo mercado	9.491,8	13.617,1	178,1	14.896,9	10.989,4	10.611,9	178,1	0,0
Empresas extranjeras	64.312,7	105.600,9	134.768,6	137.856,1	137.570,1	104.807,9	134.768,6	121.053,6
Ibex 35	411.712,5	512.828,0	524.651,0	533.589,0	537.038,9	527.210,1	524.651,0	452.308,3
Segundo Mercado	444,2	392,7	286,8	713,3	610,3	295,7	286,8	220,1
Madrid	9,2	18,9	27,8	32,6	37,3	24,6	27,8	25,0
Barcelona	291,2	184,2	259,0	404,2	234,2	271,1	259,0	195,1
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	143,8	189,6	0,0	276,4	338,8	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	6.874,8	7.905,3	7.444,9	8.989,9	8.713,0	8.890,0	7.444,9	7.338,9
Madrid	3.486,7	2.698,1	1.840,6	3.159,6	3.050,6	2.796,4	1.840,6	1.783,2
Barcelona	3.129,2	4.966,3	4.627,8	5.333,9	5.159,5	5.247,4	4.627,8	5.111,0
Bilbao	405,9	59,5	108,2	56,2	137,1	137,1	108,2	108,2
Valencia	836,1	741,9	1.206,5	767,6	777,8	1.145,5	1.206,5	1.069,9
Corros SICAV	33.171,1	9.284,1	245,4	2.189,6	1.289,6	990,1	245,4	201,8
MAB	-	29.866,3	41.576,8	38.711,3	41.196,5	41.259,2	41.576,8	39.906,6
Latibex	216.111,3	271.641,8	427.773,6	278.554,2	346.492,3	387.064,2	427.773,6	435.484,2

1 Datos a final de período.

2 Datos disponibles: febrero 2008.

3 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).

## Contratación efectiva

CUADRO 1.6

Millones de euros	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>2</sup>	847.663,7	1.144.562,9	1.653.354,8	414.929,6	438.830,9	369.572,5	430.021,7	283.742,7
Sin Nuevo mercado	817.834,7	1.118.546,1	1.627.369,5	404.057,1	433.444,8	364.309,6	425.558,0	283.731,3
Nuevo mercado	29.829,0	26.016,8	25.985,3	10.872,5	5.386,2	5.262,9	4.463,7	11,4
Empresas extranjeras	15.115,1	11.550,3	7.499,3	4.228,5	1.313,2	939,4	1.018,2	446,1
Segundo Mercado	25,9	49,3	192,9	121,9	21,4	37,7	11,8	3,1
Madrid	1,8	7,2	8,9	4,7	2,4	0,9	0,8	0,4
Barcelona	22,9	41,6	182,3	116,6	18,7	36,0	11,0	2,7
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	1,3	0,5	1,7	0,6	0,3	0,7	0,0	0,0
Corros ex SICAV	860,6	736,3	792,7	316,4	152,4	65,4	258,6	28,4
Madrid	187,8	257,6	236,1	66,6	55,4	21,3	92,7	16,5
Barcelona	667,0	297,8	402,8	239,2	94,5	40,1	29,1	10,5
Bilbao	1,1	159,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	4,6	21,8	153,8	10,6	2,5	3,9	136,7	1,4
Corros SICAV	5.037,9	4.581,9	361,6	257,6	56,4	32,4	15,2	4,0
MAB	-	1.814,2	6.985,2	1.770,9	1.604,9	1.369,1	2.240,4	1.462,9
Latibex	556,7	723,3	868,2	217,0	226,5	209,1	215,6	98,2

1 Datos disponibles: febrero 2008.

2 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).

## Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación <sup>1</sup>

CUADRO 1.7

Millones de euros	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
En sesión	798.934,5	1.080.117,5	1.573.875,0	401.231,1	423.056,8	359.745,1	389.841,9	264.784,4
Órdenes	488.416,3	658.839,2	981.713,1	255.425,4	247.466,7	232.805,5	246.015,5	178.930,2
Aplicaciones	82.403,1	105.910,7	155.085,1	39.297,4	42.731,3	34.295,0	38.761,4	24.335,3
Bloques	228.115,1	315.367,7	437.076,8	106.508,3	132.858,9	92.644,6	105.064,9	61.519,0
Fuera de hora	27.863,0	11.651,6	18.301,5	3.644,2	5.191,6	3.563,2	5.902,5	2.776,4
Autorizadas	4.773,4	4.052,0	4.189,6	1.455,1	1.789,6	304,6	640,3	327,6
Op. LMV art. 36.1	1,3	6.439,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opa	6.682,8	18.094,6	26.284,3	4.158,7	50,0	1.995,7	20.079,8	14.049,1
OPV	226,3	3.264,0	14.551,9	0,0	5.314,0	0,0	9.237,9	0,0
Toma de razón	2.298,9	10.347,9	2.954,4	2.280,0	268,3	172,5	233,6	836,3
Ejercicio de opciones	5.268,0	8.279,8	10.240,4	1.608,2	2.609,6	2.795,7	3.227,0	117,2
Operaciones de cobertura	1.615,4	2.315,7	2.957,8	552,3	550,9	995,9	858,8	851,7

1 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds*).

2 Datos disponibles: febrero 2008.

## Operaciones de crédito

CUADRO 1.8

Millones de euros	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>CONTRATACIÓN</b>								
Préstamo de valores <sup>2</sup>	393.964,1	550.850,4	835.326,9	196.697,8	245.021,9	179.969,9	213.637,3	126.639,4
Crédito de valores para su venta <sup>3</sup>	152,2	379,9	555,4	129,3	123,2	166,6	136,3	123,0
Crédito para compra de valores <sup>3</sup>	465,0	511,9	411,3	146,1	108,2	72,5	84,5	39,0
<b>SALDO VIVO</b>								
Préstamo de valores <sup>2</sup>	66.737,5	62.058,2	79.532,9	75.199,6	103.293,4	92.265,1	79.532,9	64.363,7
Crédito de valores para su venta <sup>3</sup>	28,5	73,6	112,4	103,8	94,6	133,7	112,4	77,0
Crédito para compra de valores <sup>3</sup>	52,3	70,1	59,4	74,5	64,0	45,3	59,4	35,3

1 Datos disponibles: febrero 2008.

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 registradas<sup>1</sup> en la CNMV

CUADRO 1.9

	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>	155	159	173	60	66	53	75	38
Cédulas hipotecarias	9	11	10	6	4	6	4	5
Cedulas territoriales	2	5	4	2	1	2	1	4
Bonos y obligaciones no convertibles	49	46	41	21	20	16	3	4
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	4	1	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	53	61	77	13	22	16	34	6
Programas de pagarés	68	68	80	28	22	18	35	20
De titulización	3	3	3	0	2	1	0	0
Resto de pagarés	65	65	77	28	20	17	35	20
Otras emisiones de renta fija	1	0	2	0	1	2	0	0
Participaciones preferentes	6	9	5	2	1	2	0	4
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>	263	335	334	88	86	76	84	47
Cédulas hipotecarias	21	37	32	8	10	9	5	7
Cedulas territoriales	3	6	8	2	1	4	1	4
Bonos y obligaciones no convertibles	93	115	79	31	25	20	3	6
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	4	1	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	54	82	101	17	25	19	40	6
Programas de pagarés	80	83	106	28	23	20	35	20
De titulización	3	3	3	0	2	1	0	0
Resto de pagarés	77	80	103	28	21	19	35	20
Otras emisiones de renta fija	1	0	3	0	1	2	0	0
Participaciones preferentes	7	11	5	2	1	2	0	4
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	414.253,9	523.131,4	648.757,0	173.448,3	156.957,4	163.782,9	154.568,4	71.281,8
Cédulas hipotecarias	35.560,0	44.250,0	24.695,5	8.400,0	7.245,5	6.525,0	2.525,0	1.100,0
Cedulas territoriales	1.775,0	5.150,0	5.060,0	1.450,0	1.500,0	2.000,0	110,0	470,0
Bonos y obligaciones no convertibles	41.907,1	46.687,5	27.416,0	9.982,0	9.427,0	7.750,0	257,0	595,3
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	162,8	68,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	69.044,3	91.607,7	141.627,0	39.392,2	31.517,5	17.898,3	52.819,0	7.334,8
Tramo nacional	63.908,3	85.099,9	141.627,0	39.392,2	31.517,5	17.898,3	52.819,0	7.334,8
Tramo internacional	5.136,0	6.507,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	264.359,5	334.457,0	442.433,5	114.144,1	106.967,4	122.464,6	98.857,4	61.685,6
De titulización	2.767,5	1.992,7	464,8	156,0	138,8	85,0	85,0	133,0
Resto de pagarés	261.592,0	332.464,3	441.968,7	113.988,1	106.828,6	122.379,6	98.772,4	61.552,6
Otras emisiones de renta fija	89,3	0,0	7.300,0	0,0	225,0	7.075,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	1.356,0	911,0	225,0	80,0	75,0	70,0	0,0	96,0
<b>Pro memoria:</b>								
Emisiones subordinadas	11.078,5	27.361,5	47.158,3	14.481,7	3.777,6	12.702,1	16.196,9	881,0
Emisiones aseguradas	94.368,0	92.213,5	121.608,5	39.392,2	31.616,5	17.898,3	32.701,5	1.777,1

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

2 Datos disponibles: febrero 2008.

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	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>Total</b>	425.137,4	507.525,3	640.096,2	175.388,7	147.084,9	172.663,4	144.959,2	84.632,6
Pagarés	263.728,9	332.328,4	439.787,3	115.064,7	105.314,5	120.587,0	98.821,1	65.257,2
Bonos y obligaciones	56.771,5	45.155,4	30.006,9	10.632,0	7.295,0	9.375,0	2.704,9	107,0
Cédulas hipotecarias	31.600,0	43.720,0	27.195,5	9.550,0	6.495,5	8.575,0	2.575,0	1.000,0
Cédulas territoriales	1.775,0	2.650,0	7.450,0	2.950,0	1.000,0	3.500,0	0,0	510,0
Bonos de titulización	67.480,5	83.042,5	135.149,5	36.830,0	26.904,9	30.556,5	40.858,1	17.662,4
Participaciones preferentes	3.781,5	629,0	507,0	362,0	75,0	70,0	0,0	96,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero 2008.

**AIAF. Emisores, emisiones y saldo vivo**

CUADRO 1.11

	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>	384	438	492	448	457	472	492	505
Pagarés	66	69	73	68	66	71	73	74
Bonos y obligaciones	82	80	92	93	92	92	92	92
Cédulas hipotecarias	12	14	14	15	15	14	14	16
Cédulas territoriales	3	5	7	7	7	7	7	10
Bonos de titulización	211	257	316	268	280	297	316	329
Participaciones preferentes	42	46	50	49	49	50	50	52
Bonos matador	20	20	15	18	17	16	15	15
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>	2.836	3.681	4.314	3.985	4.143	4.293	4.314	4.407
Pagarés	1.724	2.242	2.493	2.451	2.539	2.552	2.493	2.500
Bonos y obligaciones	329	398	445	423	430	452	445	444
Cédulas hipotecarias	54	83	111	90	98	106	111	116
Cédulas territoriales	8	11	19	14	15	19	19	23
Bonos de titulización	631	856	1.157	916	971	1.074	1.157	1.231
Participaciones preferentes	58	65	71	69	70	71	71	75
Bonos matador	32	26	18	22	20	19	18	18
<b>SALDO VIVO<sup>2</sup> (millones de euros)</b>	448.679,3	588.942,3	758.559,8	645.466,6	675.996,4	729.774,6	758.559,8	768.784,3
Pagarés	57.719,4	70.778,6	98.467,6	77.054,5	81.591,4	97.795,9	98.467,6	99.320,7
Bonos y obligaciones	103.250,7	131.107,8	139.586,3	138.282,1	136.090,3	142.655,3	139.586,3	134.693,3
Cédulas hipotecarias	90.550,0	129.710,0	150.905,5	139.260,0	145.755,5	151.330,5	150.905,5	151.905,5
Cédulas territoriales	7.575,0	9.525,0	16.375,0	12.475,0	13.475,0	16.375,0	16.375,0	16.885,0
Bonos de titulización	164.810,0	222.866,1	328.924,6	253.378,5	274.173,0	297.196,9	328.924,6	341.583,0
Participaciones preferentes	22.486,6	23.115,6	23.062,6	23.417,6	23.492,6	23.062,6	23.062,6	23.158,6
Bonos matador	2.287,6	1.839,2	1.238,2	1.598,8	1.418,5	1.358,4	1.238,2	1.238,2

1 Datos disponibles: febrero 2008.

2 Importes nominales.

**AIAF. Contratación**

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>POR TIPO DE ACTIVO</b>	877.812,1	910.493,9	1.127.477,7	286.592,8	262.799,2	287.044,2	291.041,6	218.102,5
Pagarés	408.185,0	489.069,5	568.009,6	153.727,0	140.611,4	148.715,3	124.955,9	92.194,7
Bonos y obligaciones	86.585,7	82.421,1	87.035,7	27.157,8	25.082,6	19.214,4	15.580,9	12.852,6
Cédulas hipotecarias	60.060,9	70.113,5	80.811,2	21.036,3	19.535,9	16.042,3	24.196,7	13.147,7
Cédulas territoriales	2.740,1	3.659,1	7.749,8	1.216,9	568,4	4.315,0	1.649,6	4.569,7
Bonos de titulización	313.778,5	257.628,9	378.005,2	81.489,8	75.463,1	97.548,2	123.504,1	94.601,4
Participaciones preferentes	4.046,2	4.647,8	4.492,4	1.409,7	1.031,7	897,7	1.153,4	730,4
Bonos matador	2.415,7	2.954,1	1.373,8	555,2	506,2	311,4	0,9	6,0
<b>POR TIPO DE OPERACIÓN</b>	877.812,1	910.493,9	1.127.477,7	286.592,8	262.799,2	287.044,2	291.041,6	218.102,5
Simple	322.819,1	386.368,8	416.477,9	114.617,8	100.039,0	104.013,7	97.807,4	71.523,4
Repo	284.520,0	330.839,9	441.362,7	120.468,5	117.077,4	109.684,9	94.131,8	61.487,7
Simultánea	270.473,0	193.285,1	269.637,1	51.506,4	45.682,8	73.345,6	99.102,3	85.091,5

1 Datos disponibles: febrero 2008.

**AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador**

CUADRO 1.13

Importes nominales en millones de euros	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>Total</b>	591.837,2	702.608,8	837.308,5	231.736,2	211.982,4	209.271,8	184.318,1	129.715,5
Sociedades no financieras	218.139,5	260.108,1	364.490,6	88.151,6	102.730,2	91.476,3	82.132,5	52.582,1
Instituciones financieras	218.381,1	247.876,4	282.816,9	68.858,1	71.023,9	73.910,0	69.024,8	48.977,0
Entidades de crédito	71.118,9	83.999,1	99.492,0	20.027,7	26.406,4	26.507,9	26.550,0	17.688,6
IIC, seguros y fondos de pensiones	138.580,4	145.911,5	152.429,2	40.317,3	38.310,3	39.606,4	34.195,3	27.378,1
Otras entidades financieras	8.681,8	17.965,8	30.895,6	8.513,2	6.307,3	7.795,7	8.279,5	3.910,2
Administraciones públicas	5.629,4	7.058,9	7.762,4	2.514,1	2.195,6	1.944,6	1.108,1	908,1
Hogares e ISFLSH <sup>2</sup>	14.433,3	23.675,9	28.534,8	16.310,4	4.427,7	4.047,5	3.749,2	2.549,3
Resto del mundo	135.253,9	163.889,4	153.703,8	55.902,0	31.605,1	37.893,3	28.303,5	24.699,1

1 Datos disponibles: febrero 2008.

2 Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

## Admisión a bolsa. Expedientes registrados en la CNMV

CUADRO 1.14

	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>IMPORTES NOMINALES</b> (millones de euros)	1.234,6	68,1	7.000,0	0,0	0,0	0,0	7.000,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	1.140,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	94,6	68,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	7.000,0	0,0	0,0	0,0	7.000,0	0,0
<b>NÚMERO DE EXPEDIENTES</b>	6	1	1	0	0	0	1	0
Bonos y obligaciones no convertibles	3	0	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3	1	0	0	0	0	0	0
Otros	0	0	1	0	0	0	1	0

1 Datos disponibles: febrero 2008.

## Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.15

	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>	56	57	53	56	53	51	53	54
Emisores privados	39	40	40	40	38	38	40	41
Sociedades no financieras	12	10	6	10	8	8	6	6
Instituciones financieras privadas	27	30	34	30	30	30	34	35
Administraciones públicas <sup>3</sup>	17	17	13	16	15	13	13	13
Comunidades autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>	267	264	249	252	247	244	249	247
Emisores privados	122	131	133	129	121	121	133	135
Sociedades no financieras	22	18	12	17	14	14	12	12
Instituciones financieras privadas	100	113	121	112	107	107	121	123
Administraciones públicas <sup>3</sup>	145	133	116	123	126	123	116	112
Comunidades autónomas	92	89	83	87	91	89	83	81
<b>SALDO VIVO<sup>2</sup></b> (millones de euros)	16.323,0	17.105,4	25.654,7	16.952,6	16.594,7	16.918,2	25.654,7	25.506,2
Emisores privados	5.507,3	6.784,3	14.958,1	6.596,0	6.183,0	6.055,4	14.958,1	14.980,8
Sociedades no financieras	835,4	492,1	452,5	486,3	454,0	454,0	452,5	453,3
Instituciones financieras privadas	4.671,9	6.292,2	14.505,6	6.109,7	5.729,0	5.601,4	14.505,6	14.527,5
Administraciones públicas <sup>3</sup>	10.816,1	10.321,1	10.696,6	10.356,6	10.411,7	10.862,8	10.696,6	10.525,4
Comunidades autónomas	8.457,2	8.319,8	8.862,6	8.665,6	8.721,4	8.788,0	8.862,6	8.755,0

1 Datos disponibles: febrero 2008.

2 Importes nominales.

3 No incluye deuda anotada.

## Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.16

	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Importes nominales en millones de euros								
Mercado electrónico	220,0	257,3	444,8	87,2	23,5	17,8	316,3	248,2
Corros	4.538,3	5.009,9	7.154,3	2.067,1	592,6	471,1	4.023,6	1.745,2
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	4.404,2	4.879,6	7.040,1	2.033,0	563,6	445,3	3.998,2	1.711,5
Bilbao	9,2	24,8	7,5	1,6	2,0	1,7	2,1	1,2
Valencia	124,8	105,5	106,7	32,4	27,0	24,1	23,2	32,4
Deuda anotada	36,1	35,6	33,6	7,7	10,4	6,9	8,7	6,2
Deuda comunidades autónomas	83.204,0	84.443,6	84.178,3	20.980,3	21.295,2	20.750,1	21.152,6	11.771,9

1 Datos disponibles: febrero 2008.

## Sistemas organizados de negociación: SENAF y MTS. Contratación de deuda pública por modalidad

CUADRO 1.17

	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Importes nominales en millones de euros								
Total	219,6	175,1	95,8	26,1	22,9	14,1	32,8	22,3
Simples	71,0	94,3	58,6	17,3	14,1	12,0	15,2	16,5
Simultáneas	148,5	80,2	37,2	8,8	8,8	2,0	17,6	5,8
Otras operaciones	0,1	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero 2008.

## 1.3 Derivados y otros productos

### 1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

#### Negociación en MEFF

CUADRO 1.18

	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Número de contratos								
Sobre deuda	46	15	13	1	4	4	4	2
Futuro sobre bono notional <sup>2</sup>	46	15	13	1	4	4	4	2
Sobre Ibex 35 <sup>3,4</sup>	5.490.958	7.119.853	9.288.909	2.246.165	2.443.146	2.423.272	2.176.326	1.641.347
Futuro sobre Ibex 35 plus	4.935.648	6.408.961	8.435.258	2.056.808	2.235.602	2.211.103	1.931.745	1.433.303
Futuro mini sobre Ibex 35	114.563	159.830	286.574	62.981	70.034	78.006	75.552	61.000
Opción call mini	232.825	288.542	227.535	48.028	53.850	43.365	82.293	51.394
Opción put mini	207.922	262.521	339.542	78.348	83.661	90.798	86.736	95.649
Sobre acciones <sup>5</sup>	29.728.916	33.655.790	34.887.808	6.916.993	6.818.146	8.141.493	13.011.176	5.941.933
Futuros	18.813.689	21.229.811	21.294.315	3.777.996	3.773.666	5.105.492	8.637.161	3.572.025
Opción call	6.803.863	7.664.125	6.775.525	1.624.490	1.655.261	1.398.403	2.097.371	1.001.540
Opción put	4.111.364	4.761.854	6.817.968	1.514.507	1.389.219	1.637.598	2.276.644	1.368.368
<b>Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex</b>								
Sobre deuda <sup>6</sup>	1.440.370	1.117.956	1.059.113	242.092	303.004	294.058	219.959	230.355
Sobre índices <sup>7</sup>	1.080.801	1.423.441	1.371.250	338.709	401.267	365.491	265.783	237.762

1 Datos disponibles: febrero 2008.

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

	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>WARRANTS<sup>2</sup></b>								
Importe de las primas (millones de euros)	1.840,0	5.144,3	8.920,3	1.942,1	1.492,9	2.971,6	2.513,7	2.931,1
Sobre acciones	1.180,8	3.697,6	6.215,1	1.411,9	1.077,8	1.888,6	1.836,7	2.169,3
Sobre índices	559,9	1.064,9	2.311,2	449,4	380,9	951,7	529,1	676,2
Otros <sup>3</sup>	99,3	381,8	394,0	80,7	34,2	131,2	147,8	85,6
Número de emisiones	1.720	4.063	7.005	1.667	1.404	1.808	2.126	2.676
Número de emisores	6	8	7	7	6	7	7	6
<b>CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES</b>								
Importes nominales (millones de euros)	112,2	206,8	151,0	61,0	45,0	25,0	20,0	12,0
Sobre acciones	87,8	196,2	145,0	55,0	45,0	25,0	20,0	12,0
Sobre índices	16,4	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros <sup>3</sup>	8,0	10,0	6,0	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisores	13	12	9	4	2	1	2	1
Número de emisiones	4	4	3	3	1	1	1	1

1 Datos disponibles: febrero 2008.

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

	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>WARRANTS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	2.142,3	2.907,4	5.129,6	1.169,4	1.323,8	1.429,6	1.206,7	627,5
Sobre acciones nacionales	1.431,7	1.803,9	3.200,7	784,1	823,3	805,4	788,0	383,1
Sobre acciones extranjeras	155,8	294,7	474,2	120,8	133,6	115,1	104,6	35,2
Sobre índices	516,8	727,4	1.376,6	237,8	351,3	489,9	297,7	195,5
Otros <sup>2</sup>	38,0	81,4	78,1	26,8	15,6	19,3	16,5	13,8
Número de emisiones <sup>3</sup>	2.520	4.284	7.837	3.073	3.440	3.848	4.083	3.293
Número de emisores <sup>3</sup>	8	9	9	9	9	9	9	8
<b>CERTIFICADOS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	69,8	58,8	57,5	15,3	14,3	14,7	13,3	4,4
Número de emisiones <sup>3</sup>	15	14	18	10	12	11	17	17
Número de emisores <sup>3</sup>	5	5	4	3	3	3	4	4
<b>ETF</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	-	-	4.664,5	927,2	832,8	844,9	2.059,6	2.690,1
Número de fondos	-	-	21	5	5	12	21	26
Patrimonio <sup>4</sup> (millones de euros)	-	-	885,8	507,8	521,6	511,8	885,8	nd

1 Datos disponibles: febrero 2008.

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 MFAO<sup>1</sup>**

CUADRO 1.21

	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
<b>Número de contratos</b>								
<b>Sobre aceite de oliva</b>								
Futuro sobre aceite virgen lampante <sup>3</sup>	21.145	35.079	46.405	16.679	14.173	5.832	9.721	9.583

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: febrero 2008.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

**2 Servicios de inversión****Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes**

CUADRO 2.1

	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>Sociedades de valores</b>								
Entidades nacionales	46	47	46	45	46	46	46	48
Sucursales	96	108	102	95	97	100	102	109
Representantes	6.562	6.610	6.657	6.466	6.614	6.618	6.657	6.631
<b>Agencias de valores</b>								
Entidades nacionales	56	57	53	55	55	54	53	51
Sucursales	11	11	12	11	12	12	12	8
Representantes	516	589	625	601	644	647	625	620
<b>Sociedades gestoras de cartera</b>								
Entidades nacionales	17	15	11	14	13	12	11	11
Sucursales	4	4	4	4	4	4	4	4
Representantes	14	5	6	5	5	6	6	5
<b>Entidades de crédito<sup>2</sup></b>								
Entidades nacionales	206	204	201	204	202	202	201	200

1 Datos disponibles: febrero 2008.

2 Fuente: Banco de España.

## Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Total	1.196	1.321	1.766	1.357	1.386	1.432	1.766	1.885
ESI <sup>2</sup> en el Espacio Económico Europeo	867	973	1.394	1.005	1.027	1.068	1.394	1.510
Con sucursal	18	22	29	24	25	26	29	30
En libre prestación de servicios	849	951	1.365	981	1.002	1.042	1.365	1.480
Entidades de crédito <sup>3</sup>	329	348	372	352	359	364	372	375
Comunitarias	320	339	363	344	351	355	363	366
Con sucursal	38	44	52	45	49	50	52	54
En libre prestación de servicios	281	294	310	298	301	304	310	311
Filiales en libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	1	1
Extracomunitarias	9	9	9	8	8	9	9	9
Con sucursal	8	8	8	7	7	8	8	8
En libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	1	1

1 Datos disponibles: febrero 2008.

2 Empresas de Servicios de Inversión.

3 Fuente: Banco de España.

## Intermediación de operaciones al contado

CUADRO 2.3

Millones de euros	IV 2006				IV 2007			
	Bolsas nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total	Bolsas nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total
<b>RENTA FIJA</b>								
Total	4.395	2.695.533	280.170	2.980.098	8.645	2.496.431	453.365	2.958.441
Sociedades de valores	4.280	251.823	41.799	297.902	8.040	269.220	39.618	316.878
Agencias de valores	115	2.443.710	238.371	2.682.196	605	2.227.211	413.747	2.641.563
<b>RENTA VARIABLE</b>								
Total	536.382	2.542	25.130	564.054	595.346	1.927	34.824	632.097
Sociedades de valores	495.729	1.480	20.836	518.045	558.712	960	30.762	590.434
Agencias de valores	40.653	1.062	4.294	46.009	36.634	967	4.062	41.663

## Intermediación de operaciones de derivados<sup>1</sup>

CUADRO 2.4

Millones de euros	IV 2006				IV 2007			
	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total
Total	215.709	1.833.111	1.052.004	3.100.824	277.649	2.155.430	790.808	3.223.887
Sociedades de valores	108.923	253.953	5.164	368.040	92.617	406.129	28.577	527.323
Agencias de valores	106.786	1.579.158	1.046.840	2.732.784	185.032	1.749.301	762.231	2.696.564

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 2006			IV 2007		
	Total	IIC	Otras <sup>1</sup>	Total	IIC	Otras <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE CARTERAS</b>						
Total	16.278	85	16.193	19.084	105	18.979
Sociedades de valores	8.230	22	8.208	10.839	30	10.809
Agencias de valores	3.977	28	3.949	4.128	40	4.088
Sociedades gestoras de cartera	4.071	35	4.036	4.117	35	4.082
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)</b>						
Total	12.940.268	1.256.154	11.684.114	14.486.231	1.840.994	12.645.237
Sociedades de valores	5.195.618	646.377	4.549.241	6.193.570	929.707	5.263.863
Agencias de valores	3.498.993	328.284	3.170.709	3.661.245	636.580	3.024.665
Sociedades gestoras de cartera	4.245.657	281.493	3.964.164	4.631.416	274.707	4.356.709

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

Miles de euros <sup>1</sup>				2007				2008
	2005	2006	2007	I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
I. MARGEN FINANCIERO	57.653	17.325	-29.968	8.484	11.025	-15.840	-29.968	-5.787
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	200.360	48.335	-224.173	38.135	-166.565	-214.615	-224.173	23.188
III. COMISIONES NETAS	653.273	775.377	893.803	240.751	485.244	680.927	893.803	80.112
Comisiones percibidas	847.524	1.009.089	1.181.772	312.113	624.257	894.244	1.181.772	111.591
Tramitación y ejecución de órdenes	526.241	629.952	775.418	215.607	409.875	588.741	775.418	80.154
Colocación y aseguramiento de emisiones	58.685	73.278	62.145	9.161	31.775	47.019	62.145	5.251
Depósito y anotación de valores	17.593	22.367	25.351	5.743	12.455	18.665	25.351	2.034
Gestión de carteras	20.599	23.883	29.649	6.757	14.570	20.388	29.649	2.032
Diseño y asesoramiento	52.180	55.918	65.083	20.736	40.110	51.793	65.083	4.591
Búsqueda y colocación de paquetes	6	0	9	9	9	9	9	6
Operaciones de crédito al mercado	56	33	23	5	11	17	23	2
Suscripción y reembolso en IIC	118.871	141.312	138.481	34.771	70.425	105.659	138.481	10.234
Otras	53.293	62.346	85.613	19.324	45.027	61.953	85.613	7.287
Comisiones satisfechas	194.251	233.712	287.969	71.362	139.013	213.317	287.969	31.479
IV. MARGEN ORDINARIO	911.286	841.037	639.662	287.370	329.704	450.472	639.662	97.513
V. MARGEN DE EXPLOTACIÓN	498.362	395.105	180.892	173.463	98.455	113.320	180.892	58.650
VI. RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS	266.734	430.651	540.390	280.510	482.067	674.057	540.390	75.591

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 2008.

## Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.7

Miles de euros <sup>1</sup>	Total		Margen financiero		Cartera de valores		Otras dotaciones	
	IV 2006	IV 2007	IV 2006	IV 2007	IV 2006	IV 2007	IV 2006	IV 2007
Total	65.239	-316.875	17.325	-29.968	48.335	-224.173	-421	-62.734
Activos monetarios y deuda pública	2.408	-22.720	9.464	4.441	-7.056	-27.161	0	0
Otros valores de renta fija	50.950	83.172	40.820	60.809	10.130	22.363	0	0
Cartera interior	46.650	87.596	37.172	56.076	9.478	31.520	0	0
Cartera exterior	4.300	-4.424	3.648	4.733	652	-9.157	0	0
Renta variable	192.668	293.609	69.584	100.151	123.084	193.458	0	0
Cartera interior	219.189	181.877	39.294	46.633	179.895	135.244	0	0
Cartera exterior	-26.521	111.732	30.290	53.518	-56.811	58.214	0	0
Derivados	-66.372	-397.299	0	0	-66.372	-397.299	0	0
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-13.452	-8.345	-13.452	-8.345	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	-128.602	-212.675	-128.602	-212.675	0	0	0	0
Otras operaciones	27.639	-52.617	39.511	25.651	-11.451	-15.534	-421	-62.734

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

Miles de euros <sup>1</sup>				2007				2008
	2005	2006	2007	I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
I. MARGEN FINANCIERO	10.665	12.934	14.395	3.275	6.899	10.500	14.395	1.181
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	3.306	3.906	580	437	1.120	651	580	-779
III. COMISIONES NETAS	184.113	233.447	237.403	62.888	121.309	177.379	237.403	16.254
Comisiones percibidas	229.752	297.030	310.892	81.545	159.573	233.859	310.892	19.347
Tramitación y ejecución de órdenes	97.948	114.111	131.976	34.088	66.060	96.183	131.976	7.978
Colocación y aseguramiento de emisiones	3.821	3.183	2.501	465	1.470	2.409	2.501	0
Depósito y anotación de valores	1.357	1.520	1.680	683	1.005	1.294	1.680	139
Gestión de carteras	14.868	28.672	27.457	8.177	14.534	20.239	27.457	2.159
Diseño y asesoramiento	2.664	2.360	2.224	423	1.119	1.273	2.224	77
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	1	1	1	0	0
Suscripción y reembolso en IIC	46.171	68.513	74.918	17.629	37.345	57.090	74.918	3.896
Otras	62.923	78.671	70.136	20.079	38.039	55.370	70.136	5.098
Comisiones satisfechas	45.639	63.583	73.489	18.657	38.264	56.480	73.489	3.093
IV. MARGEN ORDINARIO	198.084	250.287	252.378	66.600	129.328	188.530	252.378	16.656
V. MARGEN DE EXPLOTACIÓN	66.420	95.026	98.596	28.709	53.410	76.858	98.596	5.322
VI. RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS	38.264	62.449	86.017	33.484	64.113	85.525	86.017	5.876

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 2008.

## Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera

CUADRO 2.9

Miles de euros <sup>1</sup>	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
I. MARGEN FINANCIERO	575	895	1.442	338	705	1.095	1.442	126
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	65	6	21	-1	-16	-8	21	-42
III. COMISIONES NETAS	17.164	15.195	15.501	3.875	7.485	11.313	15.501	1.186
Comisiones percibidas	25.508	27.625	27.340	7.435	14.804	22.411	27.340	2.414
Gestión de carteras	18.813	22.068	22.545	6.028	12.371	19.114	22.545	2.076
Diseño y asesoramiento	4.380	4.951	2.614	898	1.380	1.668	2.614	170
Suscripción y reembolso en IIC	592	261	1.728	393	820	1.281	1.728	135
Otras	1.723	345	453	116	233	348	453	33
Comisiones satisfechas	8.344	12.430	11.839	3.560	7.319	11.098	11.839	1.228
IV. MARGEN ORDINARIO	17.804	16.096	16.964	4.212	8.174	12.400	16.964	1.270
V. MARGEN DE EXPLOTACIÓN	6.051	6.352	7.226	1.661	3.171	4.967	7.226	354
VI. RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS	3.465	4.112	4.837	1.420	2.477	3.597	4.837	279

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 2008.

## Margen de cobertura de los recursos propios sobre el coeficiente de solvencia<sup>1</sup>

CUADRO 2.10

Miles de euros	Exceso		Número de entidades según porcentaje del exceso									
	Importe total	% <sup>2</sup>	< 50 <sup>3</sup>	<100	<150	<200	<300	<400	<500	<750	<1000	>1000
Total	1.172.886	353,25	15	18	11	6	18	7	7	12	5	11
Sociedades de valores	1.033.622	418,27	2	5	3	0	8	5	5	7	4	7
Agencias de valores	125.097	202,59	10	11	6	4	9	2	2	5	1	3
Sociedades gestoras de cartera	14.167	61,18	3	2	2	2	1	0	0	0	0	1

1 Datos disponibles: diciembre 2007.

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<sup>1</sup>

CUADRO 2.11

	Media <sup>2</sup>	Pérdidas	Número de entidades según su rentabilidad anualizada								
			0-5%	6-15%	16-30%	31-45%	46-60%	61-75%	76-100%	>100%	
Total	57,34	9	12	20	21	8	11	4	2	23	
Sociedades de valores	58,60	2	2	8	9	4	6	1	1	13	
Agencias de valores	55,19	6	8	10	8	4	4	3	1	9	
Sociedades gestoras de cartera	21,09	1	2	2	4	0	1	0	0	1	

1 Datos disponibles: diciembre 2007.

2 Media ponderada por fondos propios, en %.

## 3 Instituciones de inversión colectiva<sup>1</sup>

### Número, gestoras y depositarias de instituciones de inversión colectiva registradas en la CNMV

CUADRO 3.1

	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Total IIC de carácter financiero	5.841	6.006	6.296	6.071	6.169	6.245	6.296	6.331
Fondos de inversión	2.723	2.850	2.954	2.885	2.921	2.947	2.954	2.958
Sociedades de inversión	3.118	3.149	3.290	3.178	3.217	3.251	3.290	3.315
IIC de IIC de inversión libre	-	2	31	2	22	30	31	35
IIC de inversión libre	-	5	21	6	9	17	21	23
Total IIC inmobiliarias	13	17	18	17	17	19	18	17
Fondos de inversión inmobiliaria	7	9	9	9	9	10	9	9
Sociedades de inversión inmobiliaria	6	8	9	8	8	9	9	8
Total IIC extranjeras comercializadas en España	260	340	440	354	362	397	440	459
Fondos extranjeros comercializados en España	115	164	225	169	171	197	225	239
Sociedades extranjeras comercializadas en España	145	176	215	185	191	200	215	220
SGIIC	112	114	120	116	116	121	120	121
Depositarias IIC	135	132	126	129	127	127	126	126

1 Datos disponibles: febrero 2008.

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.

## Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Total IIC de carácter financiero	8.869.084	9.048.207	8.492.282	9.156.645	9.180.702	8.900.911	8.492.282	-
Fondos de inversión	8.450.164	8.637.781	8.053.049	8.740.972	8.755.921	8.467.203	8.053.049	7.690.219
Sociedades de inversión	418.920	410.403	434.156	415.539	423.142	430.315	434.156	-
IIC de IIC de inversión libre <sup>2</sup>	-	2	3.950	26	1.456	3.142	3.950	4.006
IIC de inversión libre <sup>2</sup>	-	21	1.127	108	183	251	1.127	1.141
Total IIC inmobiliarias	119.113	151.053	146.353	153.656	154.426	152.577	146.353	148.416
Fondos de inversión inmobiliaria	118.857	150.304	145.510	152.902	153.630	151.916	145.510	147.577
Sociedades de inversión inmobiliaria	256	749	843	754	796	661	843	839
Total IIC extranjeras comercializadas en España	560.555	779.165	850.931	782.020	825.771	834.914	850.931	-
Fondos extranjeros comercializados en España	104.089	144.139	142.782	158.900	176.884	158.925	142.782	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	456.466	635.026	708.149	623.120	648.887	675.989	708.149	-

1 Datos disponibles: enero 2008. Estos datos son de remisión obligatoria trimestral para Sociedades de inversión y para IIC's extranjeras por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.

2 Datos provisionales para IIC de IIC de inversión libre y para IIC de inversión libre.

## Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Total IIC de carácter financiero	289.810,7	300.584,0	287.968,7	305.058,2	310.144,3	303.306,6	287.968,7	274.320,9
Fondos de inversión <sup>2</sup>	262.200,9	270.406,3	255.040,9	273.412,8	276.600,4	269.907,0	255.040,9	243.271,1
Sociedades de inversión	27.609,8	30.152,7	31.481,5	31.516,0	32.791,7	32.360,1	31.481,5	29.550,6
IIC de IIC de inversión libre <sup>3</sup>	-	0,6	1.000,6	9,5	600,2	829,2	1.000,6	1.023,9
IIC de inversión libre <sup>3</sup>	-	24,4	445,8	119,9	152,0	210,2	445,8	475,3
Total IIC inmobiliarias	6.690,8	9.052,0	9.121,4	9.240,8	9.416,8	9.409,6	9.121,4	9.020,4
Fondos de inversión inmobiliaria	6.476,9	8.595,9	8.608,5	8.781,7	8.929,4	8.905,3	8.608,5	8.676,3
Sociedades de inversión inmobiliaria	213,9	456,1	512,9	459,2	487,4	504,3	512,9	344,1
Total IIC extranjeras comercializadas en España	33.668,1	44.102,9	37.092,7	45.113,8	50.141,4	44.847,4	37.092,7	-
Fondos extranjeros comercializados en España	8.267,3	12.099,3	7.010,3	12.464,3	14.211,5	10.530,7	7.010,3	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	25.400,8	32.003,5	30.082,4	32.649,6	35.929,9	34.316,7	30.082,4	-

1 Datos disponibles: enero 2008. Estos datos son de remisión obligatoria trimestral para IIC's extranjeras.

2 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en el cuarto trimestre de 2007, del orden de 18.230 millones de euros.

3 Datos provisionales para IIC de IIC de inversión libre y para IIC de inversión libre.

## Distribución del patrimonio de los fondos de inversión de carácter financiero 1,2

CUADRO 3.4

Millones de euros	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>3</sup>
Patrimonio	262.200,9	270.406,9	256.040,2	273.422,3	277.200,6	270.736,3	256.040,2	244.295,0
Liquidez	8.207,5	10.462,9	15.485,2	11.228,2	11.578,9	14.698,8	15.485,2	14.704,3
Inversión en cartera	255.273,6	260.002,9	240.110,5	262.034,2	265.596,0	255.694,9	240.110,5	229.040,9
Cartera interior	123.683,6	127.355,4	134.700,7	130.070,3	131.055,2	137.101,4	134.700,7	131.693,0
Acciones	11.602,1	13.806,8	11.600,7	14.389,8	14.196,3	12.619,2	11.600,7	8.576,3
Participaciones en fondos de inversión	17.259,9	17.322,8	18.720,4	17.377,4	18.719,4	19.667,5	18.720,4	19.047,6
Activos monetarios públicos	4.149,4	2.887,7	2.206,6	3.306,6	2.539,7	2.329,6	2.206,6	2.772,4
Otros valores de renta fija pública	10.088,7	9.891,6	8.708,7	10.178,1	9.715,2	9.488,6	8.708,7	6.679,8
Activos monetarios privados	26.850,7	28.483,2	37.486,9	29.522,6	30.711,7	35.565,7	37.486,9	35.621,5
Otra renta fija privada	18.835,6	23.105,3	24.251,5	24.646,1	24.879,8	24.363,4	24.251,5	23.778,3
Warrants y opciones nacionales	483,1	603,3	553,2	578,1	675,3	569,1	553,2	404,3
Adquisición temporal de activos	34.417,8	31.229,4	31.172,4	30.046,1	29.592,5	32.497,9	31.172,4	34.812,8
Cartera no cotizada	0,2	25,4	0,2	25,4	25,4	0,2	0,2	0,0
Cartera exterior	131.590,0	132.647,4	105.409,8	131.963,9	134.540,7	118.593,5	105.409,8	97.347,9
Euros	118.871,5	118.664,1	94.205,2	118.953,6	120.459,4	106.110,8	94.205,2	88.498,1
Acciones	8.925,1	11.418,0	10.772,1	12.823,3	14.247,4	12.735,6	10.772,1	8.045,8
Participaciones en fondos de inversión	15.986,0	23.414,2	13.149,1	22.849,5	23.440,2	16.876,9	13.149,1	10.466,4
Renta fija	90.220,7	78.933,4	65.972,8	78.365,1	77.447,7	71.585,9	65.972,8	66.998,4
Warrants y opciones internacionales	3.739,7	4.898,7	4.311,2	4.915,7	5.324,0	4.912,4	4.311,2	2.987,6
Cartera no cotizada	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto	12.718,5	13.983,3	11.204,6	13.010,3	14.081,3	12.482,7	11.204,6	8.849,7
Acciones	7.019,5	7.343,0	5.964,0	7.085,0	7.705,1	6.893,3	5.964,0	4.568,6
Participaciones en fondos de inversión	4.395,6	5.491,5	4.477,8	4.812,2	5.343,0	4.774,1	4.477,8	3.652,5
Renta fija	1.204,8	1.011,7	631,1	978,0	888,4	675,9	631,1	534,2
Warrants y opciones internacionales	97,2	136,0	130,8	134,2	143,7	138,4	130,8	93,6
Cartera no cotizada	1,4	1,2	0,9	1,0	1,1	1,1	0,9	0,8
Saldo neto (Deudores - Acreedores)	-1.280,3	-58,8	444,5	160,0	25,7	342,5	444,5	549,8

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 provisionales para IIC de IIC de inversión libre.

3 Datos disponibles: enero 2008.

**Distribución del patrimonio social de las sociedades de inversión de carácter financiero**

CUADRO 3.5

Millones de euros	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Patrimonio	27.610,0	30.152,7	31.481,5	31.516,0	32.791,7	32.360,1	31.481,5	29.550,6
Liquidez	728,9	802,2	1.182,2	870,9	1.004,7	1.021,6	1.182,2	1.259,3
Inversión en cartera	26.884,9	29.294,1	30.037,4	30.407,1	31.692,4	31.105,2	30.037,4	28.088,1
Cartera interior	13.851,1	15.553,8	17.075,3	15.929,3	15.905,8	16.841,4	17.075,3	16.899,0
Acciones	5.906,5	6.727,3	6.173,6	7.050,5	7.191,8	6.528,1	6.173,6	5.168,6
Participaciones en fondos de inversión	941,2	1.095,0	1.362,3	1.143,6	1.309,5	1.392,5	1.362,3	1.321,6
Activos monetarios públicos	128,1	463,4	382,8	362,7	418,1	434,3	382,8	398,4
Otros valores de renta fija pública	897,0	678,2	710,2	737,3	802,0	755,0	710,2	529,9
Activos monetarios privados	359,1	555,4	1.568,6	623,6	732,9	1.032,2	1.568,6	1.745,5
Otra renta fija privada	397,3	554,8	620,8	571,5	534,9	548,8	620,8	636,4
Warrants y opciones nacionales	15,3	19,7	22,1	21,1	23,0	25,2	22,1	24,7
Adquisición temporal de activos	5.206,2	5.459,1	6.234,1	5.418,1	4.892,7	6.121,4	6.234,1	7.070,2
Cartera no cotizada	0,3	0,8	0,8	0,8	0,8	4,0	0,8	3,7
Cartera exterior	13.033,8	13.740,3	12.962,2	14.477,8	15.786,6	14.263,8	12.962,2	11.189,1
Euros	9.178,6	9.847,7	9.413,7	10.522,9	11.635,6	10.295,1	9.413,7	8.256,0
Acciones	2.885,6	3.379,9	3.367,7	3.676,0	4.414,1	3.928,2	3.367,7	2.633,8
Participaciones en fondos de inversión	3.351,6	4.169,1	3.826,1	4.523,4	5.012,2	4.254,0	3.826,1	3.401,1
Renta fija	2.755,8	2.041,5	2.006,7	2.061,5	1.984,2	1.877,3	2.006,7	2.024,0
Warrants y opciones internacionales	185,7	257,2	213,1	262,0	225,1	235,7	213,1	197,1
Cartera no cotizada	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto	3.855,2	3.892,6	3.548,5	3.954,9	4.151,0	3.968,7	3.548,5	2.933,1
Acciones	2.173,9	2.104,7	1.752,2	2.080,2	2.086,3	1.923,8	1.752,2	1.477,6
Participaciones en fondos de inversión	1.403,7	1.517,7	1.600,6	1.672,9	1.852,7	1.816,5	1.600,6	1.278,2
Renta fija	270,0	234,8	183,2	188,3	199,7	219,5	183,2	167,6
Warrants y opciones internacionales	7,5	11,3	12,5	13,6	12,3	8,9	12,5	9,5
Cartera no cotizada	0,1	24,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Saldo neto (Deudores - Acreedores)	-3,8	56,4	261,8	238,0	94,7	233,3	261,8	203,2

1 Datos disponibles: enero 2008.

**Fondos de inversión de carácter financiero: Número, partícipes y patrimonio por tipo de fondo<sup>1</sup>**

CUADRO 3.6

	2005	2006	2007	2006				2007										
				IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV						
<b>NÚMERO DE FONDOS</b>																		
Total fondos de inversión	2.705	2.822	2.926	2.822	2.872	2.919	2.920	2.926										
Renta fija <sup>2</sup>	624	606	600	606	609	606	604	600										
Renta fija mixta <sup>3</sup>	217	212	204	212	207	211	203	204										
Renta variable mixta <sup>4</sup>	222	222	207	222	215	216	216	207										
Renta variable nacional	116	118	123	118	118	118	121	123										
Renta variable internacional <sup>5</sup>	454	467	481	467	480	488	485	481										
Garantizado renta fija	211	220	251	220	232	237	241	251										
Garantizado renta variable	514	559	590	559	577	586	589	590										
Fondos globales	347	418	470	418	434	457	461	470										
IIC de IIC de inversión libre <sup>6</sup>	-	2	31	2	2	22	30	31										
IIC de inversión libre <sup>6</sup>	-	5	21	5	6	9	17	21										
<b>PARTÍCIPES</b>																		
Total fondos de inversión	8.450.164	8.637.781	8.053.049	8.637.781	8.740.972	8.755.921	8.467.203	8.053.049										
Renta fija <sup>2</sup>	3.071.656	2.960.879	2.763.442	2.960.879	2.933.505	2.881.128	2.869.191	2.763.442										
Renta fija mixta <sup>3</sup>	492.988	524.827	493.786	524.827	551.786	539.799	511.811	493.786										
Renta variable mixta <sup>4</sup>	408.757	357.013	331.214	357.013	374.508	376.559	359.667	331.214										
Renta variable nacional	365.301	317.386	288.210	317.386	341.396	363.017	343.208	288.210										
Renta variable internacional <sup>5</sup>	1.199.460	1.258.426	1.089.868	1.258.426	1.274.138	1.263.619	1.184.871	1.089.868										
Garantizado renta fija	455.237	497.540	549.108	497.540	518.940	541.442	540.637	549.108										
Garantizado renta variable	1.849.626	1.783.867	1.715.144	1.783.867	1.771.469	1.766.834	1.754.596	1.715.144										
Fondos globales	607.139	937.843	822.277	937.843	975.230	1.023.523	903.222	822.277										
IIC de IIC de inversión libre <sup>6</sup>	-	2	3.950	2	26	1.456	3.142	3.950										
IIC de inversión libre <sup>6</sup>	-	21	1.127	21	108	183	251	1.127										
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>																		
Total fondos de inversión	262.200,9	270.406,3	255.040,9	270.406,3	273.412,8	276.600,4	269.907,0	255.040,9										
Renta fija <sup>2</sup>	123.890,7	116.511,9	113.234,1	116.511,9	116.963,0	116.344,7	118.489,4	113.234,1										
Renta fija mixta <sup>3</sup>	14.625,8	15.314,5	13.011,9	15.314,5	15.755,0	15.329,1	14.142,3	13.011,9										
Renta variable mixta <sup>4</sup>	10.005,6	10.149,2	8.848,0	10.149,2	10.090,7	10.289,1	9.753,4	8.848,0										
Renta variable nacional	9.741,7	10.416,4	7.839,4	10.416,4	11.238,3	9.523,4	8.353,3	7.839,4										
Renta variable internacional <sup>5</sup>	20.925,1	24.799,6	22.698,4	24.799,6	25.759,1	29.428,3	26.453,8	22.698,4										
Garantizado renta fija	13.442,0	14.484,8	17.674,4	14.484,8	15.179,1	15.810,4	16.291,2	17.674,4										
Garantizado renta variable	45.839,8	44.796,6	42.042,1	44.796,6	43.998,9	44.140,0	43.365,6	42.042,1										
Fondos globales	23.730,1	33.933,3	29.692,6	33.933,3	34.428,9	35.735,4	33.058,2	29.692,6										
IIC de IIC de inversión libre <sup>6</sup>	-	0,6	1.000,6	0,6	9,5	600,2	829,2	1.000,6										
IIC de inversión libre <sup>6</sup>	-	24,4	445,8	24,4	119,9	152,0	210,2	445,8										

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 Monetarios. Hasta diciembre de 2006 incluía 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.

6 Datos provisionales para IIC de IIC de inversión libre y para IIC de inversión libre.

## Fondos de inversión de carácter financiero: Distribución de los partícipes y del patrimonio según la naturaleza de los partícipes

CUADRO 3.7

	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>PARTÍCIPES</b>	8.450.164	8.637.804	8.058.126	8.741.106	8.757.560	8.470.596	8.058.126	7.695.366
Personas físicas	8.202.638	8.389.315	7.818.701	8.490.813	8.499.831	8.219.220	7.818.701	7.467.451
Residentes	8.101.310	8.292.264	7.725.443	8.394.044	8.402.736	8.123.347	7.725.443	7.374.371
No residentes	101.328	97.051	93.258	96.769	97.095	95.873	93.258	93.080
Personas jurídicas	247.526	248.489	239.425	250.293	257.729	251.376	239.425	227.915
Entidades de crédito	1.634	1.609	2.276	1.576	1.721	1.715	2.276	2.150
Otros agentes residentes	244.223	244.980	235.298	246.819	254.123	247.752	235.298	223.905
Entidades no residentes	1.669	1.900	1.851	1.898	1.885	1.909	1.851	1.860
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>	262.200,9	270.431,3	256.487,3	273.542,2	277.352,6	270.946,4	256.487,3	244.770,2
Personas físicas	193.948,6	201.411,0	190.980,6	202.506,4	204.173,3	200.464,5	190.980,6	181.871,0
Residentes	190.753,2	198.330,5	188.210,0	199.482,9	201.266,3	197.507,1	188.210,0	179.203,8
No residentes	3.195,4	3.080,5	2.770,6	3.023,5	3.086,8	2.957,4	2.770,6	2.667,2
Personas jurídicas	68.252,3	69.020,3	65.506,7	71.035,8	72.579,1	70.481,9	65.506,7	62.889,3
Entidades de crédito	4.253,2	5.318,0	5.920,9	5.569,0	5.422,3	5.116,4	5.920,9	5.746,2
Otros agentes residentes	62.749,8	61.646,6	57.670,6	63.305,8	65.248,3	63.190,9	57.670,6	55.561,9
Entidades no residentes	1.249,4	2.055,7	1.915,2	2.160,9	2.328,8	2.174,7	1.915,2	1.591,1

1 Datos disponibles: enero 2008.

## Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo<sup>1</sup>

CUADRO 3.8

Millones de euros	2005	2006	2007	2006		2007		
				IV	I	II	III	IV
<b>SUSCRIPCIONES</b>								
Total fondos de inversión <sup>2</sup>	169.807,0	194.787,4	180.943,6	46.864,6	52.761,5	44.063,4	42.610,5	41.508,2
Renta fija	108.566,1	118.705,9	116.323,9	29.310,1	31.678,8	27.498,6	30.580,5	26.566,0
Renta fija mixta	6.677,3	8.476,6	5.859,4	1.982,5	2.322,7	1.439,3	1.141,7	955,7
Renta variable mixta	2.065,2	2.783,6	2.749,8	708,7	908,8	753,2	635,6	452,2
Renta variable nacional	5.588,5	5.590,4	4.402,4	1.406,7	1.984,6	991,9	482,5	943,4
Renta variable internacional	14.006,2	17.662,3	16.631,5	4.850,4	5.518,9	4.925,4	3.215,9	2.971,3
Garantizado renta fija	6.923,9	6.126,2	9.161,3	1.798,7	2.073,6	1.915,3	2.191,3	2.981,1
Garantizado renta variable	13.520,7	8.914,1	8.070,6	2.457,2	1.800,2	1.858,3	1.316,4	3.095,7
Fondos globales	12.459,2	26.528,3	17.744,2	4.350,2	6.474,0	4.681,2	3.046,3	3.542,7
Fondos de fondos de inversión libre	-	0,6	1.071,2	0,6	8,9	614,0	232,8	215,5
Fondos de inversión libre	-	24,4	380,8	24,4	47,0	28,6	62,2	243,0
<b>REEMBOLSOS</b>								
Total fondos de inversión <sup>3</sup>	155.304,2	198.600,1	202.827,4	52.565,8	52.566,6	45.164,4	48.647,5	56.448,9
Renta fija	107.150,9	127.469,1	122.178,3	31.363,9	32.087,4	28.502,6	28.982,4	32.605,9
Renta fija mixta	4.339,6	7.048,4	7.809,6	2.035,2	1.967,4	1.664,7	2.049,5	2.128,0
Renta variable mixta	2.602,5	3.644,7	4.023,0	1.166,2	1.023,0	893,9	999,2	1.106,9
Renta variable nacional	5.323,3	7.824,6	6.723,3	2.401,9	1.750,2	1.861,3	1.429,0	1.682,8
Renta variable internacional	11.390,2	16.490,9	20.073,1	3.852,6	4.986,4	4.010,5	5.242,4	5.833,8
Garantizado renta fija	7.014,0	5.029,3	6.430,6	1.444,6	1.452,0	1.369,5	1.897,1	1.712,0
Garantizado renta variable	8.931,6	11.830,1	11.602,6	4.130,0	2.785,1	2.238,1	2.142,1	4.437,3
Fondos globales	8.552,1	19.263,1	23.986,6	6.171,5	6.515,1	4.623,8	5.905,5	6.942,2
Fondos de fondos de inversión libre	-	0,0	65,9	0,0	0,0	1,6	11,1	53,2
Fondos de inversión libre	-	0,1	2,6	0,1	0,0	0,1	0,45	2,1

1 Datos estimados.

2 El importe de las suscripciones de los fondos de inversión en fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en el cuarto trimestre del 2007, del orden de 3.800 millones de euros.

3 El importe de los reembolsos de los fondos de inversión en fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en el cuarto trimestre del 2007, del orden de 4.600 millones de euros.

## 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	2005	2006	2007	2006		2007		
				IV	I	II	III	IV
<b>SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	14.444,3	-4.524,5	-21.877,7	-6.469,2	222,7	-1.114,8	-5.995,1	-14.990,5
Renta fija	1.445,5	-9.423,4	-5.852,4	-2.625,5	-415,0	-1.009,7	1.601,6	-6.029,3
Renta fija mixta	2.349,6	1.539,2	-1.942,0	-54,4	355,9	-224,7	-909,6	-1.163,6
Renta variable mixta	-546,5	-854,7	-1.277,0	-460,0	-112,4	-141,0	-367,8	-655,8
Renta variable nacional	276,0	-2.219,4	-2.314,4	-986,0	242,4	-871,0	-940,2	-745,6
Renta variable internacional	2.652,4	1.133,8	-3.342,6	928,4	553,5	928,6	-2.007,2	-2.817,5
Garantizado renta fija	-354,4	1.018,9	2.714,6	353,5	621,7	623,8	294,6	1.174,5
Garantizado renta variable	4.693,6	-3.021,1	-3.604,9	-1.817,2	-982,8	-479,7	-802,2	-1.340,2
Fondos globales	3.928,2	7.302,1	-6.258,9	-1.808,1	-40,6	58,9	-2.864,3	-3.412,9
Fondos de fondos de inversión libre	-	0,6	1.005,5	0,6	8,9	612,3	221,7	162,6
Fondos de inversión libre	-	24,3	164,7	24,3	47,0	28,5	61,8	27,4
<b>RENDIMIENTOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	11.670,2	12.733,7	6.517,0	5.516,1	2.784,2	4.303,9	-696,7	125,6
Renta fija	1.837,6	2.260,2	3.073,5	726,6	831,1	747,3	723,6	771,5
Renta fija mixta	620,3	606,6	271,8	238,4	140,9	145,9	-30,6	15,6
Renta variable mixta	1.053,4	984,2	261,5	378,7	163,0	258,2	-120,3	-39,4
Renta variable nacional	1.623,7	2.882,9	768,3	981,2	579,5	203,5	-229,8	215,1
Renta variable internacional	3.507,1	2.736,1	251,5	1.484,3	420,5	1.678,4	-942,1	-905,3
Garantizado renta fija	222,8	112,3	334,7	34,6	87,2	40,7	164,0	42,8
Garantizado renta variable	1.635,5	1.995,2	1.105,8	923,7	242,0	694,2	25,0	144,6
Fondos globales	1.169,8	1.156,2	450,2	748,6	320,0	535,8	-286,3	-119,4
Fondos de fondos de inversión libre	-	0,0	-9,6	0,0	0,0	2,3	-16,7	4,8
Fondos de inversión libre	-	0,1	0,2	-	0,8	3,6	-3,9	-0,3

## Detalle de los rendimientos netos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario <sup>1</sup>	2005	2006	2007	2006	2007	II	III	IV
				IV	I			
<b>RENDIMIENTOS DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	5,87	5,73	3,45	2,15	1,31	1,87	0,02	0,32
Renta fija	2,31	2,51	3,32	0,67	0,89	0,84	0,79	0,85
Renta fija mixta	6,18	5,30	2,98	1,89	1,22	1,27	0,11	0,44
Renta variable mixta	12,96	11,31	4,25	4,14	2,03	2,94	-0,78	-0,01
Renta variable nacional	20,10	30,10	9,14	9,65	5,77	2,54	-2,13	3,01
Renta variable internacional	22,82	13,82	2,78	6,75	2,09	6,42	-2,95	-3,19
Garantizado renta fija	2,45	1,67	3,25	0,44	0,78	0,46	1,22	1,02
Garantizado renta variable	5,26	5,86	3,65	2,39	0,91	1,95	0,44	0,47
Fondos globales	7,41	4,84	2,57	2,58	1,28	1,88	-0,52	-0,07
Fondos de fondos de inversión libre	-	ns	-1,36	ns	-0,31	0,96	-1,83	1,04
Fondos de inversión libre	-	ns	0,57	ns	1,47	4,50	-1,64	-0,69
<b>GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	1,07	1,04	1,00	0,26	0,26	0,27	0,25	0,24
Renta fija	0,73	0,63	0,61	0,14	0,16	0,16	0,15	0,15
Renta fija mixta	1,24	1,21	1,13	0,31	0,29	0,30	0,29	0,29
Renta variable mixta	1,69	1,63	1,54	0,42	0,40	0,40	0,39	0,39
Renta variable nacional	1,77	1,83	1,59	0,47	0,45	0,44	0,41	0,42
Renta variable internacional	1,80	1,78	1,70	0,49	0,43	0,48	0,41	0,41
Garantizado renta fija	0,77	0,75	0,62	0,18	0,17	0,17	0,17	0,16
Garantizado renta variable	1,38	1,34	1,30	0,33	0,33	0,33	0,34	0,34
Fondos globales	1,41	1,26	1,16	0,37	0,32	0,35	0,25	0,26
Fondos de fondos de inversión libre	-	ns	1,15	ns	0,37	0,29	0,42	0,43
Fondos de inversión libre	-	ns	1,39	ns	0,40	0,99	0,09	0,67
<b>GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO<sup>2</sup></b>								
Total fondos de inversión	0,10	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,09	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,11	0,10	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,11	0,11	0,10	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	0,11	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,09	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,11	0,11	0,10	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Fondos globales	0,09	0,10	0,10	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Fondos de fondos de inversión libre	-	ns	0,06	ns	0,04	0,01	0,02	0,02
Fondos de inversión libre	-	ns	0,33	ns	0,04	0,52	0,05	0,05

1 En el caso de los fondos de inversión libre, % sobre patrimonio medio mensual.

2 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 %	2005	2006	2007	2006	2007	II	III	IV
				IV	I			
Total fondos de inversión	5,00	5,59	2,73	2,28	1,11	1,65	-0,15	0,10
Renta fija	1,53	1,95	2,71	0,63	0,72	0,65	0,63	0,68
Renta fija mixta	5,00	4,18	1,93	1,58	0,94	0,96	-0,16	0,18
Renta variable mixta	11,85	10,34	2,69	3,78	1,71	2,57	-1,17	-0,40
Renta variable nacional	20,60	33,25	8,02	9,73	5,78	2,07	-2,42	2,53
Renta variable internacional	24,18	14,98	2,13	6,60	2,12	6,38	-2,80	-3,28
Garantizado renta fija	1,66	0,83	2,78	0,24	0,59	0,29	1,03	0,84
Garantizado renta variable	3,95	4,66	2,44	2,12	0,56	1,62	0,13	0,12
Fondos globales	6,16	4,01	1,47	2,21	0,99	1,57	-0,70	-0,38
Fondos de fondos de inversión libre	-	ns	-0,43	ns	-0,55	1,08	-2,14	1,22
Fondos de inversión libre	-	ns	0,84	ns	1,26	3,18	-2,20	-1,31

ns: Dato no significativo.

## SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 3.12

	2005	2006	2007	2007	II	III	IV	2008
				I				I <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE CARTERAS</b>								
Fondos de inversión	2.723	2.850	2.954	2.885	2.921	2.947	2.954	2.964
Sociedades de inversión	2.989	3.049	3.181	3.073	3.112	3.143	3.181	3.193
IIC de IIC de inversión libre	-	2	31	2	22	30	31	31
IIC de inversión libre	-	5	21	6	9	17	21	23
Fondos de inversión inmobiliaria	7	9	9	9	9	10	9	9
Sociedades de inversión inmobiliaria	6	8	9	8	8	9	9	8
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)</b>								
Fondos de inversión	262.200,9	270.406,3	255.040,9	273.412,8	276.600,4	269.907,1	255.040,9	243.271,1
Sociedades de inversión	25.486,0	28.992,7	30.300,0	30.293,3	31.523,9	31.125,9	30.300,0	28.470,4
IIC de IIC de inversión libre	-	0,6	1.000,6	9,5	600,2	829,2	1.000,6	1.023,9
IIC de inversión libre	-	24,4	445,8	119,9	152,0	210,2	445,8	475,3
Fondos de inversión inmobiliaria	6.476,9	8.595,9	8.608,5	8.781,7	8.929,4	8.905,3	8.608,5	8.676,3
Sociedades de inversión inmobiliaria	213,9	456,1	512,9	459,2	487,4	504,3	512,9	344,1

1 Datos disponibles: enero 2008.

## IIC extranjeras comercializadas en España

CUADRO 3.13

	2005	2006	2007	2006	2007			
				IV	I	II	III	IV
<b>VOLUMEN DE INVERSIÓN<sup>1</sup></b> (millones de euros)	33.614,7	44.102,9	37.092,7	44.102,9	45.113,8	50.141,4	44.847,4	37.092,7
Fondos	8.267,2	12.099,3	7.010,3	12.099,3	12.464,3	14.211,5	10.530,7	7.010,3
Sociedades	25.347,4	32.003,5	30.082,4	32.003,5	32.649,6	35.929,9	34.316,7	30.082,4
<b>Nº DE INVERSORES</b>	560.555	779.165	850.931	779.165	782.020	825.771	834.914	850.931
Fondos	104.089	144.139	142.782	144.139	158.900	176.884	158.925	142.782
Sociedades	456.466	635.026	708.149	635.026	623.120	648.887	675.989	708.149
<b>Nº DE INSTITUCIONES</b>	260	340	440	340	354	362	397	440
Fondos	115	164	225	164	169	171	197	225
Sociedades	145	176	215	176	185	191	200	215
<b>ESTADO DE ORIGEN</b>								
Luxemburgo	161	189	229	189	190	196	210	229
Francia	47	83	122	83	90	92	105	122
Irlanda	35	46	52	46	48	48	50	52
Alemania	11	12	15	12	12	12	15	15
Reino Unido	5	6	12	6	9	9	11	12
Holanda	1	1	1	1	1	1	1	1
Austria	-	1	5	1	1	1	1	5
Bélgica	-	1	3	1	2	2	3	3
Malta	-	1	1	1	1	1	1	1

<sup>1</sup> 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.

## Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 3.14

	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>FONDOS</b>								
Número	7	9	9	9	9	10	9	9
Partícipes	118.857	150.304	145.510	152.902	153.630	151.916	145.510	147.577
Patrimonio (millones de euros)	6.476,9	8.595,9	8.608,5	8.781,7	8.929,4	8.905	8.608,5	8.676,3
Rentabilidad (%)	5,35	6,12	1,27	1,31	1,10	1,53	1,27	0,42
<b>SOCIEDADES</b>								
Número	6	8	9	8	8	9	9	8
Partícipes	256	749	843	754	769	661	843	839
Patrimonio (millones de euros)	213,9	456,1	512,9	459,2	487,4	504,3	512,9	344,1

<sup>1</sup> Datos disponibles: enero 2008. En este caso la rentabilidad es mensual.

# 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 desde la publicación del boletín de la CNMV del cuarto trimestre de 2007 han sido, por orden cronológico, las siguientes:

- **Circular 2/2007**, de 19 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueban los modelos de notificación de participaciones significativas, de los consejeros y directivos, de operaciones del emisor sobre acciones propias, y otros modelos. BOE 10/01/2008.

La Circular tiene por objeto establecer los modelos de notificación que han de utilizarse para la remisión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de la correspondiente información. Estos modelos se han elaborado teniendo en cuenta las especificidades de las obligaciones establecidas en los artículos 39, 43 y 47.4 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea, y en el artículo 9 del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, sobre abuso de mercado, y los distintos sujetos obligados a notificar, esto es, accionistas significativos no consejeros, consejeros, directivos y los propios emisores, para el caso de la notificación de operaciones realizadas con acciones propias.

- **Circular 3/2007**, de 19 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre los Contratos de Liquidez a los efectos de su aceptación como práctica de mercado. BOE 12/01/2008.

Los Contratos de Liquidez a los que se refiere esta disposición tienen por objeto la provisión de liquidez por parte de un intermediario que, actuando por encargo del emisor, realiza operaciones de compra y venta en el mercado secundario oficial sobre las acciones de dicho emisor. Teniendo en cuenta que esta actividad podría suponer una manipulación de mercado en el sentido de lo establecido en la Ley del Mercado de Valores y de la Directiva 2003/6/CE, esta Circular tiene por objeto determinar los límites y las condiciones en que las operaciones realizadas en virtud de estos contratos pueden considerarse como una práctica aceptada a los efectos de lo previsto en el citado artículo 83.ter.1.a) de la Ley 24/1988.

- **Circular 4/2007**, de 27 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica el modelo de informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas. BOE 14/01/2008.

Con fecha 22 de mayo de 2006, el Consejo de la CNMV aprobó el Código Unificado de Buen Gobierno que las sociedades cotizadas deberán tomar como referencia al presentar el informe anual de gobierno corporativo (en adelante IAGC) de los ejercicios 2007 y siguientes. La Circular tiene por objeto sustituir el modelo de informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, recogido en el anexo I de la Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la CNMV, por el regulado en su anexo I,

debiendo cumplimentarse de conformidad con las instrucciones que figuran en el mismo.

Para poder seguir algunas recomendaciones del Código Unificado es necesario que las sociedades expliquen en su IAGC ciertas prácticas de gobierno corporativo. Por tanto, la aplicación del Código Unificado obliga a introducir algunas modificaciones y nuevos apartados en el modelo de informe.

Puesto que uno de los principios básicos del Código Unificado es el de la voluntariedad del cumplimiento de las recomendaciones, y las sociedades cotizadas son libres para seguir o no dichas recomendaciones, la cumplimentación de algunos de los nuevos apartados que se incluyen en el modelo de IAGC, no tienen carácter imperativo, y únicamente se tendrán que rellenar obligatoriamente en aquellos casos en los que la sociedad indique que se cumple la recomendación asociada.

En aquellos casos en los que no se sigan, o se sigan parcialmente las recomendaciones del Código Unificado, la Sociedad deberá incluir las explicaciones oportunas.

El Código Unificado establece que las sociedades cotizadas son libres para seguir o no las recomendaciones de buen gobierno, pero al informar sobre si las cumplen o no deberán respetar el significado que el Código atribuye a los conceptos que emplea para formularlas.

- **Circular 5/2007**, de 27 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre hechos relevantes de las Instituciones de Inversión Colectiva. BOE 17/01/2008.

La presente circular persigue un triple objetivo: recopilar los supuestos de hechos relevantes para las IIC que aparecen dispersos en la normativa (entre otros, en los artículos: 24.2 y 26.4 de la Ley de IIC, 14.2 del Reglamento y 2.4 de la Orden Ministerial de 6 de julio de 1993), agilizar su difusión, y aclarar las obligaciones que a este respecto deben cumplir las IIC extranjeras.

- **Ley 56/2007**, de 28 de diciembre, de Medidas de Impulso de la Sociedad de la Información. BOE 29/12/2007.

La Ley 56/2007 recoge un conjunto de medidas adoptadas para el desarrollo de la Sociedad de Información y de convergencia con Europa y entre Comunidades Autónomas y Ciudades Autónomas, que se enmarcan dentro del Plan Avanza aprobado por el Gobierno en noviembre de 2005.

Esta norma introduce preceptos dirigidos a impulsar el empleo de la factura electrónica y del uso de medios electrónicos en todas las fases de los procesos de contratación y a garantizar una interlocución electrónica de los usuarios y consumidores con las empresas que presten determinados servicios de especial relevancia económica. También engloba modificaciones legislativas necesarias para promover el impulso de la sociedad de la información y de las comunicaciones electrónicas.

- **Orden EHA/35/2008**, de 14 de enero, por la que se desarrollan las normas relativas a la contabilidad de las instituciones de inversión colectiva, la determinación del patrimonio, el cómputo de los coeficientes de diversificación del riesgo y determinados aspectos de las instituciones de inversión colectiva cuya política de inversión consiste en reproducir, replicar o tomar como referencia un índice bursátil o de renta fija, y por la que se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su desarrollo. BOE 22/01/2008.

En el ejercicio de la habilitación anterior, la CNMV distingue entre los estados financieros de carácter público y los de carácter reservado. Se establece que los modelos públicos serán de uso obligatorio en las cuentas anuales y en todos aquellos documentos en que se hagan públicas dichas cuentas. Sobre los estados de carácter reservado, la CNMV podrá efectuar la publicación agregada de los datos reservados que considere conveniente a efectos estadísticos.

La Orden adecua las normas contables y de información financiera de las IIC por compartimentos o con distintas clases de participaciones y series de acciones. Se recoge que los coeficientes de diversificación se medirán a nivel de compartimento y que en la determinación del patrimonio cada institución deberá indicar la parte atribuida a cada compartimento o clase de participaciones o series de acciones.

También establece que una IIC desarrolla una política de inversión que replica un índice bursátil o de renta fija cuando la rentabilidad de la IIC no sufre desviaciones significativas respecto al índice de referencia. La CNMV deberá establecer la desviación máxima permitida respecto al índice de referencia y su forma de cálculo.

- **Orden EHA/114/2008**, de 29 de enero, reguladora del cumplimiento de determinadas obligaciones por los notarios en el ámbito de la prevención del blanqueo de capitales. BOE 31/01/2008.

La Orden se centra en desarrollar algunas de las exigencias contenidas en el Reglamento de la Ley 19/1993, de 28 de diciembre. En concreto, precisa la forma de cumplimiento por los notarios de las obligaciones de: (i) identificación de clientes, personas físicas y jurídicas, cuando actúan tanto por cuenta propia como a través de representantes; (ii) conservación de documentos empleados en la identificación de las personas y en la comprobación de la veracidad de la información durante un plazo de seis años; (iii) comunicación de operaciones relativas a movimiento de medios de pago; (iv) cumplimiento de los procedimientos de control interno y de comunicación; y (v) no revelación ni al otorgante ni a terceros en caso de transmitir informaciones al Servicio Ejecutivo o de examinar operaciones en el marco de la normativa de prevención del blanqueo de capitales.

- **Circular 1/2008**, de 30 de enero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre información periódica de los emisores con valores admitidos a negociación en mercados regulados relativa a los informes

financieros semestrales, las declaraciones de gestión intermedias y, en su caso, los informes financieros trimestrales. BOE 15/02/2008.

Una de las novedades de la circular es la formalización en los modelos semestrales de las declaraciones de responsabilidad que, según el Real Decreto 1362/2007, deben ser asumidas por los administradores del emisor, cuyos nombres y cargos se indicarán claramente en los modelos semestrales.

En el desarrollo de los modelos de información periódica se establecen tres tipos de formatos en función de la naturaleza de los emisores y la normativa contable aplicable: uno general, uno para las entidades de crédito y un tercer modelo de las entidades aseguradoras. Además, se adaptan a la nueva normativa contable los modelos semestrales de los estados financieros individuales.

Otra novedad de la circular se refiere a la concreción de las informaciones estadísticas previstas en el Real Decreto 1362/2007. Para facilitar el cumplimiento y evitar la creación de nuevos modelos de información se ha optado por recoger la información estadística en el capítulo IV del modelo de información semestral.

Por otra parte, la actual información trimestral se sustituye por las declaraciones intermedias de gestión, salvo que el emisor voluntariamente publique informes financieros trimestrales.

- **Real Decreto 215/2008**, de 15 de febrero, por el que se modifica el artículo 59 del Reglamento por el que se desarrolla la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre. BOE 16/02/2008.

El objeto de este Real Decreto es flexibilizar el régimen de financiación ajena de las IIC por haber generado algunos obstáculos para su adecuado funcionamiento. El límite de financiación ajena general para las IIC inmobiliarias resulta inferior a los límites máximos de financiación del régimen de protección pública, el 80% del precio máximo legal. Por ello, se establece que las IIC inmobiliarias no habrán de computar en los límites al endeudamiento el derivado del cualquier régimen de protección pública a la vivienda. También se aclara el límite al endeudamiento para resolver dificultades de tesorería, se establece en el 10% del activo con un vencimiento de 18 meses.

- **Real Decreto 217/2008**, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre. BOE 16/02/2008.

El objeto del Real Decreto es completar la transposición de la Directiva 2006/73/CE sobre requisitos organizativos y condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión. Esta Directiva desarrolla determinados aspectos de la MiFID.

Los principios que inspiran el Real Decreto son la modernización de los mercados financieros, el refuerzo de la protección de los inversores y garantizar que la organización de las entidades se adecua a la gama de servicios de inversión que prestan.

En relación con el régimen de las empresas de servicios de inversión (ESI) una novedad importante es la concreción del concepto de asesoramiento financiero distinguiéndolo de otro tipo de recomendaciones.

En cuanto al régimen de autorización de las ESI se establece un régimen especial de autorización para las empresas de asesoramiento financiero. Asimismo, se reconoce un tipo especial de agencia de valores autorizada exclusivamente para la recepción y transmisión de órdenes sin tomar fondos ni instrumentos financieros de sus clientes, con menores requisitos de capital. Por otra parte, para agilizar los procedimientos de autorización se elimina la exigencia del informe del Comité Consultivo de la CNMV.

En materia de requisitos de organización, el Real Decreto regula con amplio detalle las exigencias de organización en aspectos como la gestión de los conflictos de interés, la delegación de funciones esenciales y servicios de inversión en terceros o el mantenimiento de registros de sus actividades y operaciones. Con ello se busca una mayor seguridad jurídica de los intermediarios financieros y facilitar la labor de los organismos supervisores.

La nueva norma incorpora un amplio catálogo de normas de conducta en la prestación de servicios de inversión. Destacan unas más amplias obligaciones de información a los clientes, la exigencia de realizarles un test de idoneidad con carácter previo a la prestación del servicio y el establecimiento de un régimen minucioso en la ejecución de órdenes de los clientes. Hay que señalar que el tratamiento dado es diferente según el cliente sea minorista o profesional.

- **Real Decreto 216/2008**, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras. BOE 16/02/2008.

Este Real Decreto transpone la normativa comunitaria y recoge disposiciones relativas a entidades de crédito (título primero) y a empresas de servicios de inversión (título segundo). Al igual que los tres pilares de Basilea II, este Real Decreto describe, para cada uno de estos títulos, primero unas reglas uniformes y unos requerimientos mínimos de capital, segundo el sistema de revisión supervisora y tercero la información a divulgar al mercado. Añade las medidas que deberán tomar en caso de incumplimiento de los requisitos de recursos propios.

Las disposiciones relativas a las entidades de crédito establecen los elementos que deben integrar sus recursos propios, el tratamiento de los distintos riesgos, en especial, el riesgo de crédito y de contraparte, y los límites a los grandes riesgos, es decir, aquellos contraídos frente a una misma contraparte.

Con respecto a las empresas de servicios de inversión, el Real Decreto fija el mínimo de los recursos propios que tienen que mantener. Añade que las ESI deberán resumir y remitir anualmente a la CNMV las exigencias organizativas y de técnicas de valoración de riesgos y los mecanismo de autoevaluación del capital interno. Al igual que deberán elaborar anualmente un “Informe sobre solvencia”, aunque la CNMV podrá determinar una frecuencia de divulgación mayor para ciertos datos o informaciones. Este Real Decreto concreta las facultades de supervisión sobre las ESI contempladas en la Ley del Mercado de Valores.

- **Orden EHA/596/2008**, de 5 de marzo, por la que se regulan determinados aspectos del régimen jurídico del depositario de instituciones de inversión colectiva, y se concreta el contenido de los estados de posición. BOE 7/03/2008.

La orden se ocupa, en primer lugar, del régimen general aplicable a la función de vigilancia y supervisión del depositario de IIC, recogiendo de forma específica los casos de las IIC de inversión libre y de las IIC de IIC de inversión libre. El régimen general concreta, entre otros aspectos, que los depositarios deberán comprobar que las operaciones realizadas por la sociedad gestora o los administradores de la sociedad de inversión por cuenta de la IIC se han realizado en régimen de mercado. También deberán comprobar que las operaciones cumplen los requisitos, coeficientes y límites establecidos por la normativa aplicable y supervisar el cálculo del valor liquidativo de las participaciones de los fondos de inversión y de las acciones de las sociedades de inversión.

Un segundo aspecto recogido por la orden es la función de custodia y administración de los depositarios de IIC. Éstos son los responsables de la custodia (física o en forma de registros contables) de todos los activos que integran el patrimonio de la IIC. La función de administración consiste en realizar el cobro de los rendimientos de los activos y actuar para que los activos custodiados conserven el valor y los derechos que les correspondan.

Otros aspectos tratados por la orden son la especificación de la actuación del depositario en la suscripción y reembolso de las participaciones de los fondos de inversión y la concreción del manual de procedimientos internos del depositario. Por último se recuperan las previsiones sobre los estados de posición contenidos en la Orden Ministerial de 30 de julio de 1992 para proceder a su derogación completa.







