



BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre I
2009



BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre I
2009**

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

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

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

Consejo Editorial del Boletín trimestral de la CNMV: 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: 1988-2025

Índice

I	Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas	9
II	Informes y análisis	61
	El gobierno corporativo de las sociedades cotizadas españolas: principales características y niveles de transparencia Ester Martínez Cuesta y Ángel Domínguez Fernández Burgos	63
	El proyecto del IVSC: el reto de desarrollar unas normas globales de valoración Carlos Arenillas Lorente	77
	El modelo de titulización: una aproximación jurídica institucional Gregorio Arranz Pumar	89
III	Novedades regulatorias	103
	La nueva Circular sobre categorías de IIC en función de su vocación inversora Susana García Alcorta	105
	El nivel 3 de la MiFID sobre los intermediarios financieros María José Gómez Yubero	119
IV	Anexo legislativo	133
V	Anexo estadístico	139

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 / Committee of European Securities Regulators
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	Earnings Before Interests, Tax, Depreciation and Amortization / Beneficio bruto de explotación.
ECR	Entidades de Capital Riesgo
EFAMA	European Fund and Asset Management Association
ESI	Empresas de Servicios de Inversión
ETF	Fondos de inversión cotizados / Exchange Traded Funds
EVCA	European Private Equity & Venture Capital Association
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 / International Organization of Securities Commissions
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 / Markets in Financial Instruments Directive
OICVM/UCITS	Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios / Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
OPS	Ofertas Públicas de Suscripción
OPV	Ofertas Públicas de Venta de valores
PER	Ratio Precio Beneficios / Price Earnings Ratio
PIB	Producto Interior Bruto
PtoP	Public to Private
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios / Return On Equity
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

1	Resumen ejecutivo	13
2	Entorno macro-financiero	16
2.1	La evolución económica y financiera internacional	16
2.2	La evolución económica y financiera nacional	22
2.3	Perspectivas	32
3	La evolución de los mercados nacionales	33
3.1	Los mercados bursátiles	33
3.2	Los mercados de renta fija	38
4	Los agentes de los mercados	43
4.1	Vehículos de inversión	43
4.2	Empresas de servicios de inversión	49
4.3	Otros intermediarios: capital riesgo	53
5	La transparencia en los mercados distintos de las acciones	55
5.1	Introducción: la transparencia y la crisis	55
5.2	La información existente	56
5.3	La transparencia en la MiFID y en EEUU	57
5.4	Los argumentos tradicionales en contra de la regulación de la transparencia	58
5.5	Conclusiones	59

Índice de recuadros

Recuadro 1: Sector financiero: pérdidas y capitalización de las entidades desde la crisis	18
Recuadro 2: Medidas de apoyo del sistema financiero español	26
Recuadro 3: Emisiones de entidades financieras comercializadas en la clientela minorista	28
Recuadro 4: Las diferencias entre los spreads de los CDS y los spreads de los bonos	41
Recuadro 5: El impacto de Madoff en las IIC desde la perspectiva de la regulación y supervisión de IIC	45

1 Resumen ejecutivo

- Desde la última publicación de “Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas” en el Boletín Trimestral de la CNMV del tercer trimestre de 2008, el entorno macroeconómico y financiero internacional y nacional se ha deteriorado de modo notorio como consecuencia, fundamentalmente, de la intensificación de las dificultades por las que atraviesa el sector financiero. Éstas han generado una profunda crisis de confianza, agravada por el fraude Madoff, y obstaculizado los flujos crediticios, lo que ha llevado a una gran parte de las economías industrializadas a la recesión.
- El PIB mundial apenas crecerá o se reducirá en 2009, según las previsiones de los principales organismos internacionales, en un marco de fuerte generación de desempleo y descensos notables de las tasas de inflación. Las políticas monetarias mantienen un tono muy expansivo, con tipos de interés oficiales en mínimos históricos. Asimismo, las autoridades han adoptado medidas de estímulo fiscal a la vista de deterioro del crecimiento y la reducción del margen de maniobra de la política monetaria. Además, los gobiernos de las principales economías han aprobado políticas de apoyo a la liquidez y solvencia del sector bancario con el fin de mitigar los riesgos sistémicos y de limitar la desaceleración del crédito.
- La evolución de los mercados financieros ha estado marcada por la crisis de importantes entidades financieras y por los efectos del fraude de las inversiones gestionadas por Madoff, que han ampliado y agudizado la desconfianza de los agentes en el sistema financiero mundial. En este marco, los principales índices de renta variable mostraron caídas superiores al 20% en el cuarto trimestre de 2008 en casi todos los casos, dando lugar a descensos históricos en el conjunto de 2008. La penalización del conjunto del sector financiero ha sido muy superior a la del resto de sectores. Las volatilidades implícitas de las bolsas han dado ciertas señales de normalización aunque permanecen en niveles muy elevados (por encima del 40% en muchos casos). La contratación acumulada en 2008 de las bolsas más importantes, salvo las norteamericanas, mostró descensos notables.
- Los supervisores europeos y norteamericanos han tendido, en general, a relajar las medidas restrictivas sobre *short selling* que adoptaron en septiembre de 2008. Esta actitud obedece tanto a las dudas sobre la efectividad de las medidas para prevenir una inestabilidad excesiva de las cotizaciones como a la constatación de sus efectos perniciosos sobre la liquidez del mercado.
- Las primas de riesgo de la renta fija privada han marcado nuevos máximos. Pese a ello, se constata un cierto aumento de las emisiones. Por su parte, las tensiones en el mercado interbancario, reflejadas en el diferencial entre los tipos de las operaciones sin (depo) y con (repo) colateral, se han reducido algo en un contexto de descenso de los niveles de los tipos de interés.

- La economía española entró en recesión al acumular dos trimestres de crecimiento negativo, debido a la intensa ralentización de la demanda interna, al tiempo que la inflación se ha situado en mínimos históricos. El deterioro de la economía se está traduciendo en un aumento pronunciado del desempleo que afecta fundamentalmente a los sectores de la construcción y de los servicios. Las previsiones de los principales organismos indican una contracción notable del PIB en 2009 y un fuerte aumento de la tasa de paro, y del déficit y de la deuda públicos en 2009 y 2010.
- Las entidades de depósito españolas continúan afrontando la compleja situación de los mercados internacionales desde una posición en general más sólida que la de sus competidores extranjeros. No obstante, el crédito concedido por estas entidades mostró una desaceleración notable en 2008, mientras que la morosidad empezó a incrementarse, más en las cajas de ahorro que en los bancos y, especialmente, en la financiación dedicada a actividades inmobiliarias y a la adquisición de viviendas por parte de los hogares. Las condiciones de liquidez de las entidades de depósito son relativamente confortables gracias a los préstamos obtenidos del Eurosistema y, más recientemente, a los recursos obtenidos en las cuatro subastas del Fondo de Adquisición de Activos Financieros —FAAF— y a las emisiones de deuda avaladas por el Estado. Los resultados de las entidades de depósito hasta septiembre de 2008 descendieron un 14% en términos anuales debido a las pérdidas por deterioro de activos. Sus márgenes de solvencia fueron algo más holgados que los de 2007.
- Las empresas no financieras mostraron un descenso de los beneficios agregados en 2008 del 38% como consecuencia de la desaceleración generalizada de la actividad. Se produjo, asimismo, una cierta estabilización del volumen de endeudamiento, que se concentra en el sector de la construcción e inmobiliarias. A pesar de ello, los ratios de apalancamiento han aumentado en todos los sectores debido al descenso del patrimonio de las entidades y los indicadores de la carga financiera han empeorado. Por su parte, los hogares siguen primando las opciones de inversión más conservadoras en un contexto marcado por la incertidumbre y el deterioro económico. Su grado de endeudamiento se estabilizó en valores del 83,5% del PIB a lo largo de 2008 (con datos hasta septiembre), rompiendo así la fuerte tendencia alcista de los últimos años.
- Las previsiones de los principales organismos para las mayores economías apuntan a que el ejercicio 2009 se saldrá con contracciones generalizadas de la actividad y el empleo. Para 2010 se espera una cierta recuperación, aunque sometida a un grado de incertidumbre elevado, como consecuencia de la dificultad para predecir la pauta de normalización del sector financiero internacional y el grado de efectividad a medio y largo plazo de los estímulos fiscales aprobados. Las previsiones sobre la evolución macroeconómica nacional indican que el ajuste del PIB podría ser en 2009 mayor en España que en la zona euro, como consecuencia del fuerte impacto directo de la crisis sobre el mercado de trabajo.
- Las cotizaciones bursátiles nacionales continúan cayendo, en línea con las de otros mercados, debido a la incertidumbre sobre la evolución económica y sobre las cuentas de resultados de las entidades financieras. Destacan las caídas de los precios en las sociedades de pequeña y mediana capitalización y en los sectores relacionados con la construcción, las sociedades inmobiliarias, las entidades financieras y algunos sectores más cíclicos. La contratación en el mercado bursátil

español, que descendió un 25% en 2008 como consecuencia fundamentalmente de la caída de las cotizaciones, muestra un descenso aún mayor en los primeros meses de 2009. No obstante, la volatilidad del mercado y las condiciones de liquidez han ofrecido recientemente ciertas señales de normalización

- La evolución de los tipos de interés a corto plazo ha estado marcada por el carácter expansivo de la política monetaria del BCE. Los tipos de interés de la deuda pública y privada a largo plazo descendieron notablemente desde septiembre, si bien persisten las tensiones en los mercados de crédito como reflejan las primas de riesgo de los CDS de los emisores españoles, especialmente las de las entidades financieras.
- El volumen de emisiones de renta fija en 2008, que descendió notablemente respecto a las cifras de 2007, continuó concentrándose en pagarés de empresa y en bonos de titulización, adquiridos mayoritariamente por las entidades originadoras. La información de los primeros meses de 2009 parece apuntar a una cierta recuperación en algún tipo de emisiones, como deuda subordinada y acciones preferentes de entidades financieras. Estas emisiones se han comercializado fundamentalmente entre la clientela minorista de las entidades emisoras. Por ello, la CNMV está reforzando la supervisión de la información que reciben los inversores sobre estos instrumentos. En particular, estas emisiones deben normalmente venir acompañadas de informes de valoración de expertos independientes que son examinados por la CNMV con objeto de verificar su calidad técnica.
- El patrimonio de los fondos de inversión descendió cerca de un 30% en 2008, hasta los 180 mil millones de euros, como consecuencia del incremento de los reembolsos que resultó particularmente significativo en las categorías de renta fija, fondos globales y renta variable internacional. El volumen de reembolsos está poniendo a prueba la liquidez de los fondos que, no obstante, ha mejorado ligeramente en el último trimestre, al haber descendido el volumen invertido y la importancia relativa en el patrimonio agregado de los instrumentos que cotizan en mercados poco activos. Un dato positivo para el sector ha sido la escasa exposición de las IIC españolas a los instrumentos gestionados por Madoff.
- Los problemas más acuciantes de liquidez se concentran en las IIC inmobiliarias. Las gestoras han debido hacer frente a una sensible intensificación de las solicitudes de reembolsos —alentadas por la caída de las rentabilidades— en un momento de escasa actividad e intensos ajustes de precios en el mercado inmobiliario. Ello ha dado lugar ya a la suspensión de los reembolsos por un periodo de dos años en los dos fondos inmobiliarios de mayor tamaño. En el caso de las IIC de inversión libre, que también afrontan un periodo complejo por los obstáculos que está encontrando la operativa de una parte de sus estrategias, algunas gestoras han optado por modificar sus folletos (régimen de preavisos, prorrateos, reembolsos parciales, etc.).
- La crisis financiera está erosionando las principales líneas de negocio de las empresas de servicios de inversión (ESI). Los beneficios agregados de las sociedades y de las agencias de valores cayeron un 53% y un 77% respectivamente en los once primeros meses de 2008 debido a la moderación de sus comisiones más importantes (tramitación y ejecución de órdenes y suscripción y reembolso de IIC), lo que propició el descenso de las rentabilidades sobre los recursos propios y un aumento del número de entidades en pérdidas. A pesar de ello, los márgenes

medios de solvencia se ampliaron ligeramente en 2008 debido a la acumulación de reservas de las entidades. En todo caso, si se prolonga la fase de atonía en la actividad del sector, podría producirse una situación de exceso de capacidad en el mismo que debería invitar a las entidades a revisar su estructura de costes y a adoptar, en su caso, las oportunas decisiones estratégicas.

- Los trabajos de los supervisores de valores en el ámbito de la transparencia de los mercados financieros distintos de acciones —renta fija y derivados— comenzaron con anterioridad a la crisis financiera. En el ámbito europeo, la Comisión europea encargó en 2006 un estudio a CESR en el que se concluyó que no había evidencia de un fallo de mercado asociado a la posible falta de transparencia en estos mercados y se decidió, por tanto, que no era necesario extender las obligaciones que la MiFID establecía para los mercados de renta variable. A raíz de la crisis financiera, se pusieron de manifiesto diversas deficiencias de información en los mercados de deuda y, especialmente, de productos estructurados que, no siendo causa de la crisis, sí pudieron contribuir a agravarla. Entre las recomendaciones en materia financiera publicadas a raíz de la crisis se resaltaba la necesidad de aumentar la transparencia *post* negociación en los mercados secundarios. En este marco, CESR reabrió en mayo de 2008 el estudio en la materia (actualmente el documento está en fase de consulta) y publicará sus conclusiones en el verano de 2009. La CNMV entiende que las deficiencias de transparencia identificadas en estos mercados a raíz de la crisis justifican una revisión de la regulación existente en la materia en el ámbito europeo.

2 Entorno macro-financiero

2.1 La evolución económica y financiera internacional

El agravamiento de la crisis del sector financiero ha deteriorado el entorno macroeconómico y financiero nacional e internacional.

Desde la última publicación de “Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas” en el Boletín Trimestral de la CNMV del tercer trimestre de 2008, el entorno macroeconómico y financiero internacional y nacional se ha deteriorado de modo notorio como consecuencia, fundamentalmente, del agravamiento de la crisis del sector financiero. Éste ha generado una profunda crisis de confianza de consumidores y de inversores y obstaculizado los flujos crediticios, lo que ha llevado a una gran parte de las economías industrializadas a la recesión.

El PIB mundial apenas crecerá en 2009 según las previsiones de los principales organismos internacionales...

Así, el crecimiento del PIB mundial, según las estimaciones del FMI, habría descendido desde el 5,2% en 2007 hasta el 3,4% en 2008 debido al escaso avance de las economías desarrolladas (de apenas un 1%). De acuerdo con este organismo, en 2009, el PIB mundial aumentaría sólo un 0,5%, sostenido únicamente por la actividad de las economías emergentes, especialmente las asiáticas.

	2005	2006	2007	2008	FMI(*)		OCDE(*)	
					2009P	2010P	2009P	2010P
Mundial	4,4	5,0	5,2	3,4	0,5 (-1,7)	3,0 (-0,8)	-	-
EE.UU.	3,1	2,9	2,0	1,1	-1,6 (-0,9)	1,6 (0,1)	-0,9 (-2,0)	1,6
Zona euro	1,6	2,8	2,6	1,0	-2,0 (-1,5)	0,2 (-0,7)	-0,6 (-2,0)	1,2
Alemania	0,8	2,9	2,5	1,3	-2,5 (-1,7)	0,1 (-0,4)	-0,8 (-1,9)	1,2
Francia	1,7	2,0	2,2	0,8	-1,9 (-1,4)	0,7 (-0,8)	-0,4 (-1,9)	1,5
Italia	0,6	1,8	1,5	-0,6	-2,1 (-1,5)	-0,1 (-0,1)	-1,0 (-1,9)	0,8
España	3,6	3,9	3,7	1,2	-1,7 (-1,0)	-0,1 (-0,9)	-0,9 (-2,0)	0,8
Reino Unido	1,8	2,9	3,0	0,7	-2,8 (-1,5)	0,2 (-0,9)	-1,1 (-2,5)	0,9
Japón	1,9	2,4	2,4	-0,3	-2,6 (-2,4)	0,6 (-0,5)	-0,1 (-1,6)	0,6
Emergentes	7,1	7,8	8,3	6,3	3,3 (-1,8)	5,0 (-1,2)	-	-

Fuente: FMI y OCDE.

(*) Se ofrece entre paréntesis la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en enero de 2009 (respecto a noviembre de 2008). OCDE, previsiones publicadas en diciembre de 2008 (respecto a junio de 2008).

El deterioro económico, que se caracteriza por un notable descenso de la demanda doméstica y una sustancial moderación de los intercambios comerciales, se está traduciendo en un aumento generalizado del desempleo (aunque de diferente intensidad según la economía). Todo ello, dentro de un marco de descenso en los precios de las materias primas, especialmente energéticas, que, junto a la caída de la demanda, ha permitido que las tasas de inflación se reduzcan hasta niveles mínimos del último decenio en algunas de las economías más importantes¹.

En este contexto, el tono de las políticas monetarias y fiscales se mantiene muy expansivo en las principales regiones. Los bancos centrales más importantes han efectuado numerosas rebajas en los tipos de interés oficiales, algunas de ellas de forma coordinada, desde la última publicación de este informe, hasta dejarlos en mínimos históricos. Así, la Reserva Federal dejó el tipo de interés de referencia en la banda del 0-0,25% el 16 de diciembre, el BCE en el 1,5% el 6 de marzo y el Banco de Inglaterra en el 0,5% el 5 de marzo.

Las políticas fiscales también se han relajado de manera sensible a la vista de la pronunciada caída del crecimiento económico y las limitaciones de la política monetaria para reactivar el gasto, en un contexto de profundo deterioro de su mecanismo de transmisión asociado a la desconfianza de los agentes participantes en los mercados financieros. Los diferentes planes fiscales combinan en términos generales un aumento del gasto en infraestructuras y ciertas rebajas fiscales, así como ayudas a los sectores más erosionados por la crisis. En términos de PIB, los dos planes aprobados por la Administración norteamericana son los más cuantiosos (cerca del 7% del PIB en su conjunto²), si bien en algunas de las economías europeas, más afectadas por la crisis debido a la mayor importancia relativa del sector inmobiliario y el elevado endeudamiento de sus agentes, los planes fiscales también han alcanzado un volumen elevado. Los planes de expansión fiscal constituyen un ingrediente esencial de las políticas de reactivación. Su éxito, no obstante, dependerá de su capacidad para estimular el gasto privado y ello a su vez será función tanto del diseño concreto de las medidas como de su compatibilidad con la percepción de sostenibilidad de la situación fiscal subyacente.

...en un marco de fuerte generación de desempleo y descensos notables de las tasas de inflación.

Las políticas monetarias mantienen un tono muy expansivo con tipos de interés oficiales en mínimos históricos...

...e igualmente relajadas se muestran las políticas fiscales, a la vista de deterioro del crecimiento y del reducido margen de maniobra de la política monetaria.

1 Por ejemplo en EEUU, Alemania, Francia o España, no en el Reino Unido o Japón.

2 El déficit público estimado alcanzará el 12,3% del PIB en 2009, el mayor desde 1945.

Además, los gobiernos de las principales economías han aprobado diferentes planes de rescate sobre los sistemas financieros, debido a las dificultades de algunas entidades.

Igualmente relevantes han sido los diferentes conjuntos de medidas de rescate sobre los sistemas financieros aprobados por los distintos gobiernos, a la vista de las dificultades de solvencia de algunas entidades. En términos generales, las medidas han incluido la elevación de la cobertura máxima de los fondos nacionales de garantía de depósitos, compras por parte del sector público de activos financieros de diferente calidad a las entidades financieras, la capitalización bajo ciertas condiciones de entidades financieras con dificultades y el otorgamiento de garantía pública a las emisiones de deuda a largo plazo de las entidades financieras³.

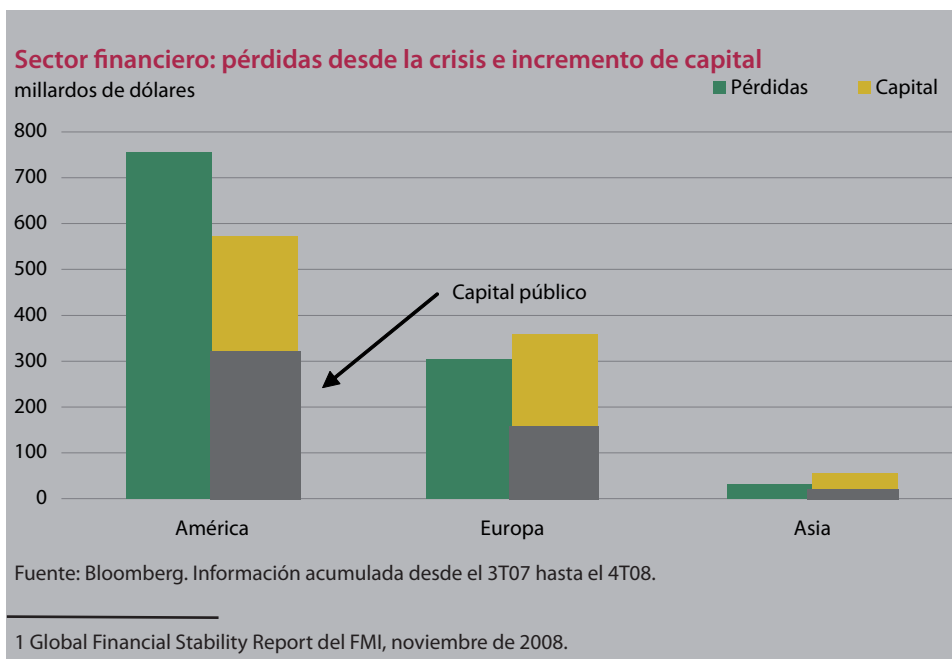
Recuadro 1: Sector financiero: pérdidas y capitalización de las entidades desde la crisis

Las pérdidas estimadas para el conjunto de entidades financieras como consecuencia de la crisis hipotecaria y financiera originada a mediados de 2007 han sido revisadas al alza en numerosas ocasiones. En noviembre de 2008 el FMI³ incrementó dicho volumen desde los 945 mil millones de dólares (en abril de 2008) hasta los 1,4 billones de dólares, debido al aumento de las pérdidas esperadas en las hipotecas de mayor calidad y en los préstamos al consumo y al incremento de los *spreads* de los instrumentos financieros relacionados. Aproximadamente la mitad de estas pérdidas se concentrarían en el sector bancario y el resto se repartirían con proporciones relativamente parecidas entre instituciones aseguradoras, fondos de pensiones, GSE (Government Sponsored Enterprises o “entidades promovidas por el Gobierno”) y Gobiernos y otros inversores (por ejemplo, *hedge funds*).

Las pérdidas conjuntas publicadas por las instituciones financieras (con información hasta el cuarto trimestre de 2008) ascienden a 1,09 billones de dólares. El 69% de las pérdidas procede de entidades radicadas en el continente americano, mientras que las entidades europeas concentran un 28% y las asiáticas apenas un 3%. También se observa una elevada concentración de las pérdidas en pocas entidades: las ocho entidades financieras con mayores pérdidas suponen el 40% de las pérdidas totales publicadas.

En el periodo de referencia, la captación de capital de las entidades ha sido de 987 mil millones de dólares, una cifra algo inferior a las pérdidas declaradas. Inicialmente, el capital aportado procedió mayoritariamente del sector privado (fundamentalmente de fondos soberanos de inversión), mientras que a finales de 2008 el sector público tomó el protagonismo a través de las medidas de rescate del sector financiero aprobadas por los diversos gobiernos. En términos acumulados las aportaciones de ambos sectores (público y privado) han sido similares, aunque existen diferencias notables entre regiones: en EEUU, las entidades captaron 572 mil millones de dólares (55% procedente del sector público), una cifra que no cubre las pérdidas declaradas, mientras que en Europa las entidades captaron 359 mil millones de dólares (46% del sector público), por encima de dichas pérdidas (véase gráfico inferior). También se han observado diferencias notables entre regiones en lo que respecta a la tipología de instrumentos financieros para captar capital. En EEUU se ha producido un predominio de emisiones de instrumentos financieros híbridos, concretamente de participaciones preferentes, mientras que en Europa ha sido más importante la emisión de derechos de suscripción.

3 En un recuadro posterior se trata con mayor profundidad las medidas de apoyo al sistema financiero aprobadas por el Gobierno español.



La evolución de los mercados financieros desde la última publicación de este informe ha estado marcada por la crisis de grandes entidades financieras⁴ y los efectos del fraude de las inversiones gestionadas por Madoff. Estos desarrollos han ampliado y agudizado la desconfianza de los agentes en el sistema financiero mundial. En este marco, los principales índices de renta variable mostraron caídas superiores al 20% en el cuarto trimestre de 2008 en casi todos los casos, dando lugar a descensos históricos en el conjunto de 2008 (véase cuadro 2). La penalización del conjunto del sector financiero ha sido muy superior a la del resto de sectores. Desde el inicio de la crisis en agosto de 2007, el descenso de los precios de la renta variable mundial habría sido superior al 50%, frente al 72% del conjunto del sector bancario. Las volatilidades implícitas de las bolsas han dado ciertas señales de normalización al descender desde los máximos próximos al 80% alcanzados en octubre, si bien permanecen en niveles históricamente elevados (por encima del 40% en muchos casos). La contracción acumulada en 2008 de las bolsas más importantes, salvo las norteamericanas, mostró descensos notables (superiores al 20% en casi todas ellas).

La crisis de algunas entidades financieras y los efectos del fraude de Madoff han marcado la evolución de los mercados financieros a lo largo de los últimos meses.

4 Entre ellas destacan Washington Mutual, Fortis, B&B, Hypo Real State, Unicredit o Dexia.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles (%)

CUADRO 2

	2004	2005	2006	2007	2008	IV 08	I-09 (hasta 13 de marzo)		
							% s/trim. ant.	% s/dic	% inter- anual ¹
Mundo									
MSCI World	12,8	7,6	18,0	7,1	-42,1	-22,2	-17,8	-17,8	-47,1
Zona Euro									
Euro Stoxx 50	6,9	21,3	15,1	6,8	-44,4	-19,4	-19,5	-19,5	-45,3
Euronext 100	8,0	23,2	18,8	3,4	-45,2	-21,1	-15,1	-15,1	-44,0
Dax 30	7,3	27,1	22,0	22,3	-40,4	-17,5	-17,8	-17,8	-39,2
Cac 40	7,4	23,4	17,5	1,3	-42,7	-20,2	-15,9	-15,9	-41,6
Mib 30	16,9	13,3	17,5	-6,5	-48,4	-22,9	-26,2	-26,2	-54,4
Ibex 35	17,4	18,2	31,8	7,3	-39,4	-16,3	-19,2	-19,2	-43,2
Reino Unido									
FT 100	7,5	16,7	10,7	3,8	-31,3	-9,6	-15,3	-15,3	-34,1
Estados Unidos									
Dow Jones	3,1	-0,6	16,3	6,4	-33,8	-19,1	-17,7	-17,7	-40,5
S&P 500	9,0	3,0	13,6	3,5	-38,5	-22,6	-16,2	-16,2	-42,5
Nasdaq-Cpte	8,6	1,4	9,5	9,8	-40,5	-24,6	-9,2	-9,2	-36,8
Japón									
Nikkei 225	7,6	40,2	6,9	-11,1	-42,1	-21,3	-14,6	-14,6	-39,1
Topix	10,2	43,5	1,9	-12,2	-41,8	-21,0	-15,7	-15,7	-40,4

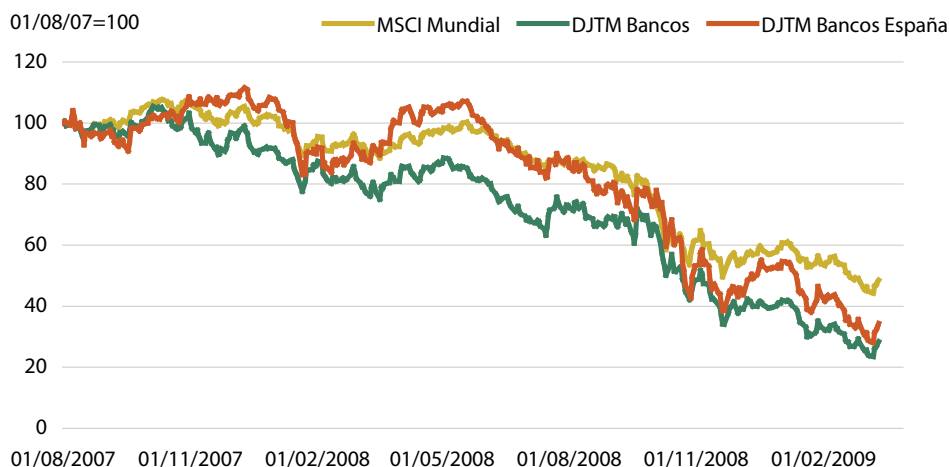
Fuente: Datastream.

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

Los supervisores europeos y norteamericanos han relajado las medidas restrictivas sobre *short selling* que adoptaron en septiembre de 2008.

En septiembre de 2008, las economías más importantes adoptaron diversas medidas restrictivas sobre la operativa de *short selling* para tratar de reducir la inestabilidad de los mercados. Pues bien, en las últimas semanas, una parte de los supervisores de valores europeos y norteamericanos que adoptaron dichas medidas las han revisado. Ningún supervisor ha introducido medidas restrictivas adicionales y algunos de ellos, como la SEC y la FSA, las han retirado completamente. En este momento ningún supervisor excepto la CONSOB italiana prohíbe las ventas en corto tanto descubiertas como cubiertas para valores financieros. Otros países como Francia, Alemania y España mantienen la prohibición de ventas en corto descubiertas pero permiten la venta de valores financieros prestados⁵. Adicionalmente, en Reino Unido, España y Francia se mantiene la obligación de desvelar posiciones cortas netas sobre valores financieros cuando éstas supongan más de un 0,25% de la capitalización del valor correspondiente. Esta tendencia a la flexibilización de las medidas adoptadas en septiembre encuentra apoyo en los análisis realizados por los supervisores de algunos países y otros expertos, que evidencian el escaso efecto, incluso en el corto plazo, de las medidas que restringen el *short-selling* sobre la evolución de las cotizaciones.

5 En nuestro caso, la normativa prohíbe, además, las ventas en corto descubiertas para los valores no financieros.



Fuente: Thomson Financial Datastream. Datos hasta 13 de marzo.

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo de las entidades continúan siendo elevadas, especialmente en las entidades de menor calidad crediticia tanto en EEUU como en Europa. Respecto al último informe publicado, las primas de riesgo de las entidades de mayor calidad continuaron creciendo hasta mediados de diciembre hacia el entorno de los 300 p.b. en EEUU y algo más de 200 p.b. en Europa, descendieron ligeramente hasta mediados de febrero y volvieron a niveles máximos en las siguientes semanas. En el caso de las entidades de menor calidad crediticia (*cross-over*), las primas de riesgo apenas han descendido. En los mercados primarios, sobre todo en Europa, parece detectarse en las primeras semanas de 2009 una cierta reanimación de las emisiones de deuda corporativa senior.

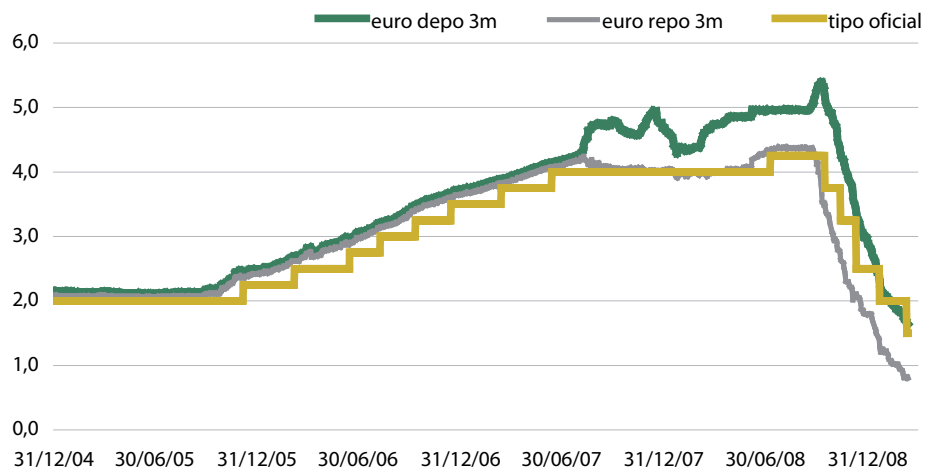
En los mercados interbancarios se observa un fuerte descenso en los niveles de los tipos de interés de referencia en todos los plazos, en línea (o incluso de mayor magnitud) con las reducciones de los tipos de interés oficiales a ambos lados del Atlántico. Los diferenciales de tipos de interés entre las operaciones del mercado interbancario con y sin colateral (es decir, entre las operaciones repo y depo) han mostrado una notable corrección hasta niveles inferiores a los 100 p.b., tras los nuevos máximos alcanzados en octubre (superiores a 350 p.b en EEUU).

Los mercados de cambios están mostrando una fuerte volatilidad en los últimos meses como consecuencia de la incertidumbre de los inversores sobre la duración y la profundidad de la crisis. El dólar se ha apreciado frente a casi todas las divisas de referencia, mientras que el euro se ha depreciado con cierta intensidad debido a las rebajas de tipos de interés efectuadas por el BCE. Entre los comportamientos más destacados se encuentra la fuerte depreciación de la libra esterlina frente al euro desde noviembre de 2008.

Las primas de riesgo de la renta fija privada han marcado nuevos máximos, aunque parece haber un cierto aumento de las emisiones.

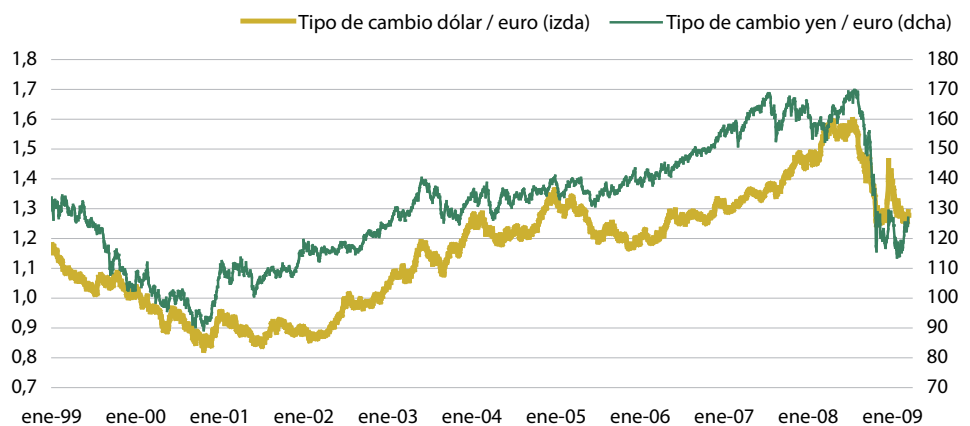
Las tensiones en el mercado interbancario se han reducido, por el descenso de sus niveles y de los diferenciales de tipos entre las operaciones repo y depo.

Los mercados de cambios están mostrando una fuerte volatilidad. El dólar se aprecia frente a casi todas las divisas de referencia.



Fuente: Thomson Financial Datastream. Datos hasta 13 de marzo.

Tipo de cambio del euro frente al dólar y al yen



Fuente: Thomson Financial Datastream. Datos hasta 13 de marzo.

2.2 La evolución económica y financiera nacional

La economía española entró en recesión al acumular dos trimestres de crecimiento negativo, debido a la intensa ralentización de la demanda interna.

Desde la última publicación de este informe el ajuste de la economía española ha sido sustancial. El crecimiento trimestral del PIB encadenó dos trimestres consecutivos en terreno negativo (el tercero y el cuarto de 2008), por lo que la economía española ha entrado en recesión. El descenso del crecimiento se basa en la intensa ralentización de la demanda nacional, que drenó tres puntos porcentuales al crecimiento del cuarto trimestre de 2008, debido al debilitamiento de todos sus componentes, excepto el consumo público. El consumo de las familias se está viendo afectado notablemente por el clima de desconfianza, por la fuerte destrucción de empleo y por el endurecimiento de las condiciones de financiación, que están amortiguando los efectos expansivos sobre la renta disponible del aumento de los salarios, el descenso de la tasa de inflación y el impulso fiscal vinculado a la rebaja del IRPF. Estos últimos elementos están propiciando un incremento sensible de la tasa de ahorro.

De la evolución del resto de los componentes de la demanda nacional, cabe señalar el fuerte retroceso de la inversión residencial (-10,9% interanual en el cuarto trimestre). La apatía de la demanda y los ajustes a la baja de los precios están propiciando una reestructuración profunda en el sector inmobiliario, tras la enorme expansión de los últimos años. La incertidumbre y el endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito explican también el retroceso de la inversión empresarial en los últimos meses de 2008 (el descenso de la inversión en equipo fue del 9,7% en el cuarto trimestre de 2008).

Por su parte, la demanda exterior neta tuvo una contribución positiva al crecimiento (lo que no ocurría desde 1997), como consecuencia de la mayor ralentización de las importaciones frente a las exportaciones, a pesar de la desaceleración de los mercados exteriores.

El intenso deterioro de la economía española se está traduciendo en aumentos pronunciados del número de parados, que ya supera ampliamente los tres millones. La tasa de paro, que había descendido hasta mínimos del 8% a mediados de 2007, finalizó 2008 cerca del 14%. El deterioro del mercado laboral, centrado fundamentalmente en el sector de la construcción, está trasladándose gradualmente al resto de sectores industriales y algunas ramas de los servicios.

La inflación mostró una senda descendente en la segunda mitad del año, desde tasas superiores al 5% en los meses de verano hasta el 1,4% de diciembre, como consecuencia, fundamentalmente, del descenso de los precios de la energía en dicho periodo. El diferencial de inflación con la zona euro fue por primera vez negativo (-0,1 p.p.).

En este marco, las previsiones de los principales organismos internacionales indican que la economía española continuará deteriorándose en 2009, periodo en que el PIB podría descender cerca de un 2,0% y la tasa de paro superar el 16% de la población activa. Las cuentas del sector público también se resentirán notablemente como consecuencia de la activación de los estabilizadores automáticos (que se manifiestan fundamentalmente en el crecimiento de los gastos por desempleo y el descenso de la recaudación impositiva) y el impacto de algunas medidas aprobadas por el Gobierno para impulsar la reactivación económica, cuyo volumen se estima en torno a un 2% del PIB. Las previsiones de la Comisión europea indican que el déficit público superará el 6% del PIB en 2009. La deuda pública se incrementará desde las cercanías del 40% del PIB en 2008 hasta el 47% del PIB en 2009 y el 51,6% del PIB en 2010⁶. El incremento de las emisiones de deuda está asociado al incremento del déficit público y a las medidas de apoyo al sistema financiero (el Fondo de Adquisición de Activos Financieros —FAAF—, el aumento del capital del ICO, el préstamo especial a esta entidad para la financiación de Pymes).

Se produjo una fuerte caída en todos los componentes de la demanda interna, salvo en el gasto público,...

...lo que contrasta con la contribución positiva al crecimiento del sector exterior.

El intenso deterioro de la economía se está traduciendo en aumentos notorios del número de parados...

...al tiempo que la inflación cae hasta mínimos históricos.

Las previsiones de los principales organismos indican una contracción notable del PIB en 2009 y un fuerte aumento de la tasa de desempleo, del déficit público y de la deuda pública en 2009 y 2010.

6 Tesoro Público. Estrategia de Emisión de los Valores del Tesoro.

	2005	2006	2007	2008	Comisión europea*	
					2009P	2010P
PIB	3,6	3,9	3,7	1,2	-2,0 (-1,8)	-0,2 (-0,7)
Consumo Privado	4,2	3,9	3,5	0,1	-2,6 (-2,2)	0,0 (-0,5)
Consumo Público	5,5	4,6	4,9	5,3	2,3 (+1,0)	0,2 (-0,5)
Formación Bruta de Capital Fijo, de la que:	7,0	7,1	5,3	-3,0	-6,0 (-0,2)	-3,7 (-2,0)
Bienes de equipo	9,2	10,2	10,0	-1,1	-12,7 (-7,5)	-4,5 (-3,6)
Exportaciones	2,5	6,7	4,9	0,7	-2,7 (-5,0)	0,6 (-2,2)
Importaciones	7,7	10,3	6,2	-2,5	-4,6 (-2,1)	-2,1 (-2,9)
Sector exterior (contribución al crecimiento, pp)	-1,6	-1,5	-0,8	1,1	0,8 (-0,7)	0,8 (+0,3)
Empleo	3,2	3,2	3,0	-0,7	-3,9 (-1,9)	-2,0 (-1,1)
Tasa de paro¹	9,2	8,5	8,3	11,3	16,1 (+2,3)	18,7 (+3,2)
IPC armonizado	3,4	3,6	2,8	4,1	0,6 (-1,5)	2,4 (-0,4)
Saldo Cuenta Corriente (% PIB)	-7,5	-9,0	-10,1	-9,4	-7,1 (+1,5)	-6,6 (+1,6)
Saldo AAPP (% PIB)	1,0	2,0	2,2	-3,4	-6,2 (-3,3)	-5,7 (-2,5)

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

1 Definición de Eurostat.

* Previsiones publicadas en enero de 2009 (respecto a noviembre de 2008).

Las entidades de depósito españolas operan en un marco complejo debido a las dificultades de financiación derivadas de la crisis y al deterioro económico. El crédito concedido por estas entidades mostró una desaceleración notable en 2008, mientras que la morosidad empezó a deteriorarse, más en las cajas de ahorro que en los bancos...

Las entidades de depósito españolas están operando en un marco cada vez más complejo no sólo por las dificultades de financiación producidas a raíz de la crisis financiera, sino también por el deterioro de la actividad nacional. El crédito concedido por estas entidades a familias y empresas⁷, con una evolución marcadamente procíclica, creció a un ritmo sustancial durante el largo periodo expansivo (con tasas del 10% al 30%), y comenzó a desacelerarse paulatinamente desde principios de 2007, hasta un avance interanual del 5,4% en enero de 2009. El endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito y el descenso de la demanda del mismo habrían estado detrás de este comportamiento. Por lo que respecta a la morosidad, hasta el inicio de la crisis *subprime*, la ratio de morosidad⁸ de los créditos concedidos por las entidades de crédito a otros sectores residentes (OSR) se había caracterizado por una tendencia decreciente. A partir de entonces, y con mayor intensidad desde principios de 2008, la intensificación del deterioro de la actividad económica, los elevados tipos de interés durante buena parte del año y ciertos cambios normativos⁹ han contribuido al fuerte repunte de dicha ratio, que, con los últimos datos disponibles a enero de 2009, se sitúa en el 3,87% para el conjunto de las entidades (0,76% en junio de 2007, un mes antes de que comenzara el aumento). Como se observa en el gráfico 4, el crecimiento de la morosidad ha sido mayor en las cajas de ahorro que en los bancos (4,45% y 3,17%, respectivamente), a pesar de partir de valores prácticamente iguales en junio de 2007 (0,68% y 0,65%, respectivamente).

7 En las estadísticas oficiales, crédito a OSR (Otros Sectores Residentes).

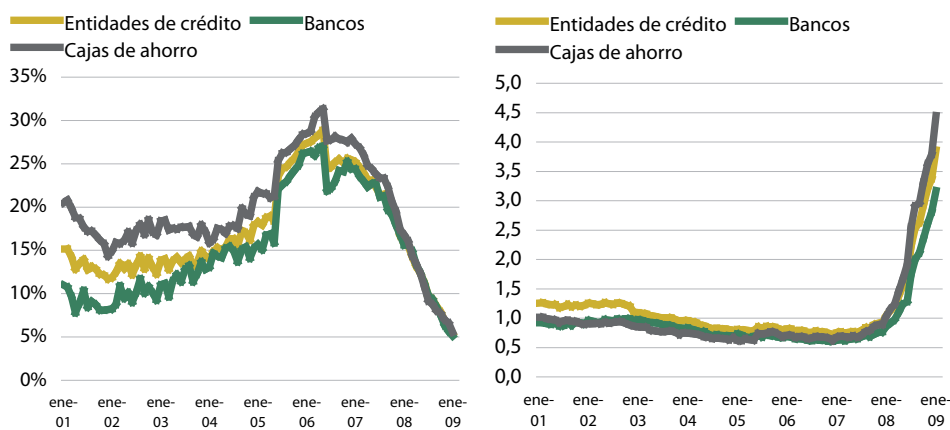
8 Medida como el cociente entre los créditos dudosos según la nueva circular 4/2004 del Banco de España y los créditos totales.

9 Dichos cambios proceden de dos vías. La nueva circular 4/2004 del Banco de España exige, en un contexto de mayor prudencia, un reconocimiento más rápido e intenso de los activos dudosos que la antigua circular 4/1991 del Banco de España. De igual modo, la nueva Ley Concursal proporciona incentivos a los gestores de las empresas para solicitar con mayor antelación el concurso de acreedores, adelantando el impacto en la morosidad de las entidades. Véanse Informes de Estabilidad Financiera del Banco de España de noviembre de 2008 y de mayo de 2007.

El segmento más afectado por el repunte de la morosidad ha sido el de la financiación a empresas dedicadas a actividades inmobiliarias, seguido de los créditos concedidos para la adquisición de viviendas propias y rehabilitación de las mismas por parte de los hogares y, en menor medida, de los créditos otorgados a las empresas cuya actividad principal es la construcción. La diferente composición en la cartera de créditos a OSR entre bancos y cajas de ahorro revela que estas últimas están más expuestas a la morosidad de las familias en los créditos hipotecarios. Los bancos, a su vez, se ven más afectados que las cajas por la morosidad en los créditos al consumo de bienes duraderos y en aquellos concedidos a las empresas vinculadas con el comercio y la hostelería, que suponen un peso mayor en su cartera.

...y especialmente en la financiación dedicada a actividades inmobiliarias y a la adquisición de viviendas por parte de los hogares.

Entidades de depósito: evolución del crédito y de la morosidad GRÁFICO 4
Crédito a OSR¹ (% var. anual) **Morosidad (% del crédito a OSR)**



Fuente: Banco de España. Datos hasta enero de 2009.

1 OSR: Otros Sectores Residentes.

Las condiciones de liquidez de las entidades de depósito son relativamente confortables, a pesar de las dificultades de financiación que han tenido en los mercados mayoristas y en el mercado interbancario. Las entidades se han abastecido a través de los préstamos que el Eurosistema efectúa a las entidades financieras¹⁰ (véase gráfico 5), de las subastas del FAAF (tanto a través de simultáneas como de compras en firme) y, en las últimas semanas, de las emisiones de deuda avaladas por el Estado¹¹. El importe de los préstamos del Eurosistema ha ido creciendo progresivamente desde el inicio de la crisis hipotecaria en el verano de 2008, cuando se cifraban en torno a los 20.000 millones de euros, hasta quedar cerca de los 60.000 millones de euros en enero de 2009. Por su parte, de las 4 subastas del FAAF, las entidades han obtenido recursos a más largo plazo por un valor total cercano a los 20 mil millones de euros. A partir de octubre de 2008 se observa un desarrollo relevante por parte de estas entidades, que comenzaron a dejar cerca de la mitad de la financiación percibida del BCE en la propia facilidad de depósito que ofrece dicha institución (véase gráfico 5). Esta conducta, que implica dejar ociosa una parte significativa de la liquidez obtenida del Eurosistema, se podría atribuir fundamentalmente a un motivo de precaución por parte de las entidades. No obstante, es posible que después del cambio en el ré-

Las condiciones de liquidez de las entidades de depósito son relativamente confortables gracias a los préstamos obtenidos del Eurosistema y, más recientemente, a los recursos obtenidos en las cuatro subastas del FAAF.

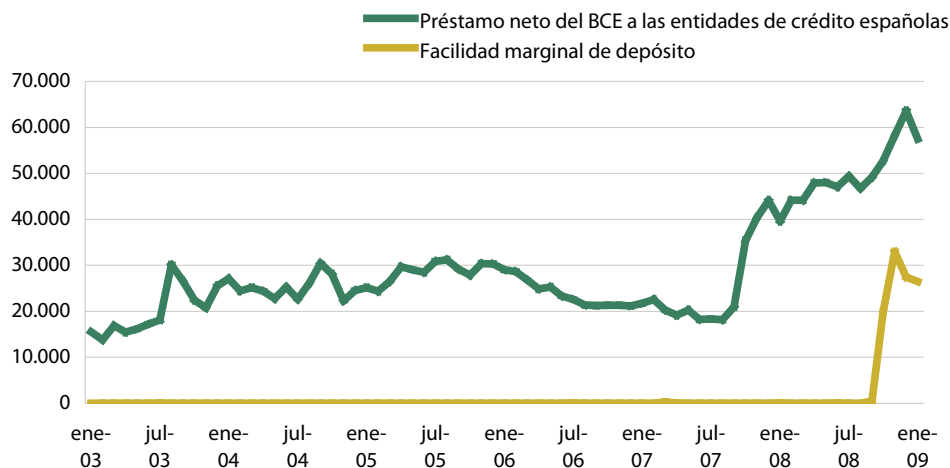
10 Desde el 15 de octubre de 2008, el BCE satisface en las subastas la demanda de liquidez de las entidades al tipo fijo establecido.

11 Véase recuadro sobre "Medidas de apoyo del sistema financiero español".

gimen de garantías que acepta el BCE para dar financiación, que entró en vigor el 1 de febrero de 2009¹², esta conducta se modere. Además, en las últimas semanas, las entidades han efectuado diversas emisiones de deuda avaladas por el Estado, cuyo importe global supera los 11.000 millones de euros.

Préstamo neto del BCE a las entidades de crédito españolas y facilidad de depósito (millones de euros)

GRÁFICO 5



Fuente: Banco de España. Datos hasta enero de 2009.

Recuadro 2: Medidas de apoyo del sector financiero español

A partir de agosto de 2007, como consecuencia de los acontecimientos iniciados en Estados Unidos, las principales economías desarrolladas están experimentando una grave crisis financiera y, en particular, se ha producido una disminución de la capacidad de las entidades financieras para captar recursos en los mercados de capitales, lo que está suponiendo, en definitiva, problemas de liquidez en los mercados y, en último término, dificultando la financiación a empresas y familias.

En estas circunstancias extraordinarias, el Gobierno español decidió poner en marcha una serie de medidas para dotar de confianza al sistema financiero e impulsar la financiación a empresas y familias.

En primer lugar se elevó desde 20.000 hasta 100.000 euros el importe garantizado por el Fondo de Garantía de Depósitos y, en segundo lugar, se establecieron dos grupos de medidas para facilitar la liquidez y preservar la estabilidad del sistema financiero.

La primera de ellas fue la creación, mediante Real Decreto-Ley 6/2008, del Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF) dotándose con cargo a los Presupuestos Generales del Estado, por un importe de 30.000 millones de euros, ampliable hasta un máximo de 50.000 millones de euros. La adquisición de activos —bien como

12 La medida que más afecta a las entidades españolas tiene que ver con el cambio de categoría de los bonos de titulización (ABS). Los ABS pasan a estar encuadrados en la categoría 5 por lo que el *haircut* pasa del 2% al 12%, independientemente del formato y del vencimiento (esto quiere decir que si la entidad entrega colateral por valor de 100 millones de euros, el BCE le entregará liquidez por valor de 88 millones de euros). Este descuento se incrementará en un 5% en el caso de que los ABS no tengan un precio de mercado, por lo que para estos casos el *haircut* global pasa a ser del 16,4%. Dentro de esta categoría se encuadran también las cédulas multicedentes muy recurrentes en España (cédulas en las que varias cajas de ahorro se unen para emitir, y por tanto el colateral es aportado por cada una de ellas).

operaciones de repo o como compras en firme— se ha realizado a través del sistema de subastas. Hasta la fecha de publicación de este informe se han celebrado cuatro, con los resultados que se muestran en el cuadro inferior. En total, el FAAF ha adquirido activos, a plazos de vencimiento de 2 ó 3 años, por un importe de 19.341 millones de euros a 54 entidades.

	1ª Subasta	2ª Subasta	3ª Subasta		4ª Subasta	
	20/11/08	11/12/08	20/01/09		30/01/09	
			Tramo competitivo	Tramo no competitivo	Tramo competitivo	Tramo no competitivo
Importe solicitado (mill. euros)	4.562	9.479	4.399	3.373	7.127	4.865
Importe adjudicado (mill. euros)	2.115	7.224	3.024	976	4.732	1.270
Número de ofertas	70	96	117	44	100	36
Número de entidades solicitantes	28	37	49	44	40	36
Número de ofertas adjudicadas	51	62	88	42	60	36
Número de entidades adjudicatarias	23	31	45	42	32	36
Tipo marginal	3,150%	3,750%	2,450%		3,330%	
Tipo medio ponderado	3,339%	3,934%	2,697%		3,492%	

La segunda medida fue la autorización, establecida en el Real Decreto-Ley 7/2008, para el otorgamiento de avales a operaciones de financiación nuevas que realicen las entidades de crédito residentes en España, con un importe máximo de 100.000 millones de euros. Hasta el momento¹, se han realizado ocho emisiones de deuda avaladas de 8 entidades por un importe global de 11.105 millones de euros.

Entidad	Importe (millones de euros)	Plazo
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	2.000	3 años
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	2.000	3 años
Banco Popular Español, S.A.	1.500	3 años
Bankinter, S.A.	1.500	3 años
Banco Pastor, S.A.	1.000	3 años
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra	105	2 años
Caixa d'Estalvis de Catalunya	1.500	3 años
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Valencia, Castellón y Alicante (Bancaja)	1.500	3 años

Finalmente, en el Real Decreto-Ley 7/2008, se autoriza al Ministro de Economía y Hacienda, con carácter excepcional, y hasta el 31 de diciembre de 2009, a la adquisición de títulos emitidos por las entidades de crédito residentes en España, que necesiten reforzar sus recursos propios y así lo soliciten, incluyendo participaciones preferentes y cuotas participativas. Hasta el momento no se ha utilizado esta autorización.

El papel de la CNMV en la implementación de las anteriores medidas es doble. Por una parte, la CNMV asesora a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera y a las entidades emisoras con el fin de conseguir una rápida verificación de las emisiones —avaladas o para adquirir por parte del FAAF— y su posterior admisión a cotización. Por otro lado, la Orden ministerial de desarrollo del Real Decreto-Ley 6/2008, por el que se crea el Fondo de Adquisición de Activos Financieros, regula la composición del Comité Técnico asesor de la Comisión Ejecutiva del Fondo. Este Comité está compuesto por nueve miembros, de los que dos son representantes de la CNMV.

(1) Con información hasta 12 de marzo de 2009.

Los resultados de las entidades de depósito hasta septiembre de 2008 descendieron un 14% en términos anuales debido a las pérdidas por deterioro de activos...

... y sus márgenes de solvencia fueron algo más holgados que los de 2007.

La cuenta de resultados de las entidades de crédito hasta septiembre de 2008 arrojó un resultado neto superior a los 16.400 millones de euros, un 14% menos que en el mismo periodo del año anterior. Los tres márgenes más importantes (intermediación, ordinario y explotación) crecieron en términos interanuales, de modo que el descenso del resultado se atribuye fundamentalmente al incremento de las pérdidas por deterioro de activos (9.854 millones entre enero y septiembre de 2008 frente a 4.870 millones de euros entre enero y septiembre de 2007). La rentabilidad de los recursos propios (ROE) se redujo desde el 23,6% en septiembre de 2007 hasta el 16,0% en septiembre de 2008.

Las entidades de depósito españolas declararon los datos de solvencia de junio de 2008 por primera vez de acuerdo con los criterios del Nuevo Acuerdo de Capital (Basilea II). En dicha fecha, la ratio de solvencia del conjunto de las entidades de depósito se situaba en el 11,3%, mientras que el coeficiente básico (*tier 1*) quedaba en el 7,7%. Estos niveles, algo más holgados que los existentes un año antes (10,6% y 6,9% respectivamente), se sitúan ampliamente por encima de los mínimos regulatorios exigidos.

Recuadro 3: Emisiones de entidades financieras comercializadas en la clientela minorista

La crisis de los mercados financieros internacionales ha supuesto una necesidad, entre otros efectos, de reforzar los recursos propios de un gran número de entidades financieras. A la inyección de dinero público en todo el mundo se han unido algunas ampliaciones de capital de entidades financieras (especialmente las de mayores balances y fuertemente internacionalizadas). En nuestro país, donde no se ha producido hasta el momento la aportación de fondos públicos para reforzar el capital de las entidades, un instrumento que ha renacido en los últimos meses como vía para captar recursos ha sido la emisión de obligaciones subordinadas y participaciones preferentes que, bajo ciertas circunstancias de emisión, contribuyen a satisfacer los requisitos regulatorios de recursos propios mínimos.

Las entidades españolas comenzaron a apelar a este tipo de emisiones en el último trimestre de 2008. En los meses de noviembre y diciembre se produjeron media docena de emisiones, la mayor parte de ellas de deuda subordinada a 10 años. En algunos de estos casos se trataba de emisiones colocadas a inversores institucionales, principalmente fondos y aseguradoras, por importes reducidos (inferiores a 150 millones de euros). No obstante, se reactivaron también las emisiones dirigidas exclusivamente a clientes minoristas, es decir, sin tramo institucional, que se comercializaron a través de la red comercial de las entidades.

Como puede observarse en el cuadro inferior, el conjunto de emisiones dirigidas exclusivamente a minoristas cuyos folletos fueron verificados por la CNMV en 2008 y los dos primeros meses de 2009 asciende a 10, por un nominal total de 6.720 millones de euros.

Emisiones de entidades financieras dirigidas exclusivamente a minoristas entre enero de 2008 y el 06 de marzo de 2009

ENTIDAD	DENOMINACIÓN	NOMINAL (millones de euros)	FECHA
Caja General de Ahorros de Granada	12ª Emisión de Obligaciones Subordinadas	120	23-12-2008
Caixa D'Estalvis de Catalunya	8ª emisión de Deuda Subordinada	500	23-10-2008
Caja de Ahorros de Salamanca y Soria	Emisión de Cédulas Hipotecarias Caja Duero V	150	28-10-2008
Caja España de Inversiones, Caja de Ahorros y Monte de Piedad	7ª Emisión de Obligaciones Subordinadas julio 2008	200	17-7-2008
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	Emisión de Obligaciones Subordinadas enero 2009	2.500	20-1-2009
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	Emisión de Cédulas Hipotecarias abril 2008	1.000	17-4-2008
Popular Capital, S.A.	Participaciones preferentes serie D	600	3-2-2009
BBVA Capital Finance, S.A.	Participaciones preferentes serie D	1.000	10-12-2008
Banco de Sabadell, S.A.	Emisión de Participaciones Preferentes Serie I/2009	500	29-1-2009
Caixa Galicia Preferentes, S.A., Sociedad Unipersonal	Emisión Participaciones Preferentes Serie D	150	5-3-2009

Este tipo de emisiones plantea conflictos de interés para las entidades que recurren a ellas, al actuar éstas simultáneamente como emisor y comercializador. Ello ha motivado la actuación del supervisor con objeto de facilitar la adecuada valoración por la clientela de las condiciones de riesgo y rentabilidad de los instrumentos financieros comercializados por su emisor. De hecho, la CNMV envió el pasado mes de febrero una carta a las asociaciones de entidades de crédito que establecía una serie de normas básicas que deben cumplir este tipo de emisiones. Una parte de ellas se referían a las condiciones que deben cumplir los informes de valoración que acompañan los folletos de emisión. Estos informes deben evaluar la adecuación de la rentabilidad ofrecida por los instrumentos a las condiciones existentes en los mercados mayoristas. La CNMV entiende que esta información resulta esencial para que los inversores puedan estimar adecuadamente el atractivo de los instrumentos ofertados, por lo que velará para que los análisis de valoración cumplan los requisitos de independencia y calidad técnica que cabe exigirles.

Las empresas no financieras cotizadas mostraron un descenso pronunciado en sus beneficios de 2008 como consecuencia de la desaceleración del crecimiento económico, aunque de diferente intensidad entre sectores. El beneficio conjunto de estas entidades superó los 22 mil millones de euros en dicho ejercicio, un 38% menos que en 2007 (véase cuadro 4). La evolución más negativa correspondió a las empresas pertenecientes al sector de la construcción y las inmobiliarias, que son las que están sufriendo el ajuste más rápido y severo, ya que de obtener unos beneficios agregados superiores a los 7.500 millones de euros en 2007 pasaron a mostrar unas pérdidas conjuntas cercanas a los 6.600 millones de euros en 2008. El resto de sectores mostraron beneficios en términos agregados aunque de menor cuantía que los del ejercicio anterior salvo en el caso de las empresas energéticas, cuyos resultados crecieron un 34% en 2008 hasta superar los 17.550 millones de euros. El beneficio de las empresas industriales cayó más de un 41% en términos anuales (desde los 2.335 millones de euros hasta los 1.367 millones de euros), mientras que el de las empresas pertenecientes al sector de los servicios descendió un 21% (desde los 14.498 millones de euros hasta los 11.430 millones de euros).

Las empresas no financieras mostraron un descenso de los beneficios agregados en 2008 del 38% como consecuencia de la desaceleración del crecimiento...

**Evolución de los resultados por sectores¹:
empresas cotizadas**

CUADRO 4

Millones de euros	EBITDA ²		EBIT ³		Resultado Ejercicio	
	2S07	2S08	2S07	2S08	2S07	2S08
Energía	28.258	29.341	19.572	20.035	13.087	17.557
Industria	4.811	3.779	3.426	2.269	2.335	1.367
Comercio y Servicios	31.290	30.861	19.415	19.216	14.498	11.430
Construcción e Inmobiliario	12.442	4.194	9.477	517	7.543	-6.595
Ajustes	-3.230	-3.431	-2.331	-2.467	-1.296	-1.415
TOTAL AGREGADO	73.570	64.744	49.559	39.570	36.168	22.344

Fuente: CNMV.

- 1 Resultados acumulados en el ejercicio.
- 2 Resultado bruto de explotación.
- 3 Resultados antes de intereses e impuestos.

... y una cierta estabilización en el volumen de deuda de las entidades, concentrado en el sector de la construcción e inmobiliarias.

El endeudamiento conjunto de las sociedades cotizadas no financieras apenas creció en 2008 (un 1,0%), alcanzando niveles algo superiores a los 304 mil millones de euros (véase cuadro 5), lo que representa 1,65 veces su patrimonio, ligeramente por encima de los valores de 2007 (1,48 veces). También se perciben diferencias notables entre sectores. La moderación del crecimiento de la deuda agregada de las sociedades se puede atribuir exclusivamente al descenso del volumen de deuda de las sociedades del sector de la construcción e inmobiliarias¹³ (superior al 14%) que, a pesar de ello, mostraron un incremento notable en su ratio de apalancamiento¹⁴ (de 3,1 en 2007 a 3,7 en 2008) como consecuencia del descenso de su patrimonio.

A pesa de ello, las ratios de apalancamiento han aumentado en todos los sectores debido al descenso del patrimonio de las entidades...

En el resto de los sectores, el volumen de deuda creció a tasas superiores al 11% en 2008 dando lugar a ascensos moderados en las ratios de apalancamiento, que fueron agravados por los descensos del patrimonio agregado de las entidades (en todos los sectores salvo el de energía) como consecuencia de los ajustes de valoración registrados por éstas.

...y los indicadores de la carga financiera han empeorado.

Los indicadores de la carga financiera que soportan las entidades han empeorado, debido principalmente a la moderación de los beneficios de las entidades. En el caso de las sociedades de la construcción e inmobiliarias, los beneficios antes de intereses e impuestos (EBIT) han descendido tanto que apenas cubren los gastos financieros. En el resto de sectores, estos indicadores también han mostrado un comportamiento desfavorable, especialmente en la industria, si bien la situación es más holgada. En conjunto, los beneficios antes de intereses e impuestos de las sociedades fueron el doble de la carga financiera total en 2008 (en 2007 fueron el triple).

13 Se trata del sector más endeudado a pesar del descenso de la importancia relativa de su deuda, que ha pasado del 46% del total en 2007 al 39% en 2008.

14 Definido como el cociente entre el volumen de deudas de las entidades y su patrimonio.

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

CUADRO 5

Millones de euros		2003	2004	2005	2006	2007	2008
Energía	Deudas	54.159	54.776	58.586	59.191	69.172	82.613
	Deudas/ Patrimonio	0,98	1,06	0,93	0,89	0,78	0,89
	Deudas/ EBITDA ¹	2,92	2,78	2,41	2,17	2,48	2,82
	EBIT ² / Carga financiera	2,06	3,52	4,02	4,65	4,10	3,67
Industria	Deudas	10.507	10.397	12.760	15.684	13.312	14.826
	Deudas/ Patrimonio	0,61	0,69	0,75	0,78	0,61	0,86
	Deudas/ EBITDA	1,98	1,91	2,07	2,07	1,82	3,92
	EBIT / Carga financiera/	4,00	6,65	6,50	5,71	5,93	2,26
Construcción e inmobiliario	Deudas	24.552	32.293	48.324	111.000	138.933	119.174
	Deudas/ Patrimonio	1,59	1,93	2,16	3,10	3,08	3,72
	Deudas/ EBITDA	5,91	5,71	6,52	11,52	10,83	28,42
	EBIT / Carga financiera	3,38	2,83	2,79	2,04	1,17	0,06
Comercio y Servicios	Deudas	34.956	44.505	55.710	91.522	96.941	108.187
	Deudas/ Patrimonio	0,89	1,61	1,70	2,52	1,70	2,12
	Deudas/ EBITDA	2,08	2,58	2,68	3,58	3,01	3,51
	EBIT / Carga financiera	3,18	2,67	3,37	2,44	3,23	3,23
Ajustes ³	Deudas	-208	-5.566	-7.942	-11.199	-17.391	-20.685
TOTAL AGREGADO ⁴	Deudas	123.966	136.405	167.438	266.198	300.967	304.116
	Deudas/ Patrimonio	1,01	1,26	1,27	1,71	1,48	1,65
	Deudas/ EBITDA	2,80	2,90	2,90	3,86	3,96	4,70
	EBIT / Carga financiera/	2,63	3,33	3,82	3,29	3,03	1,99

Fuente: CNMV.

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

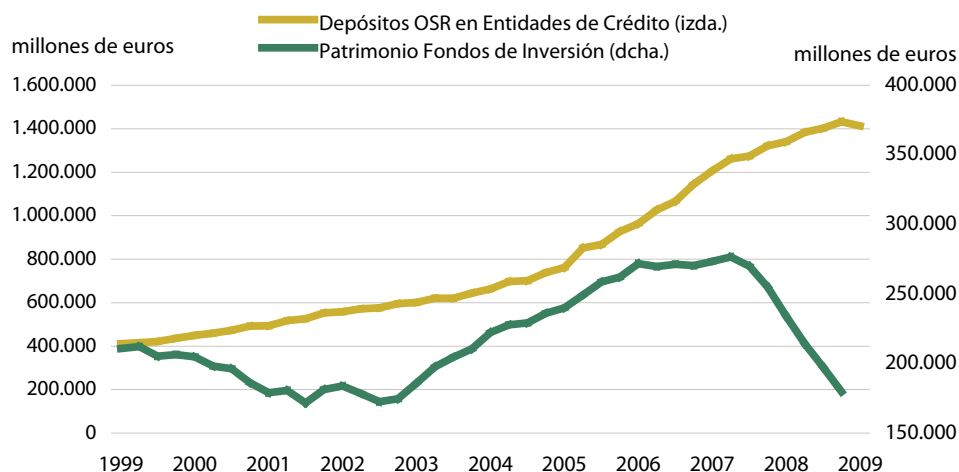
El comportamiento de los inversores minoristas continúa orientado por la incertidumbre generada por las continuas turbulencias de los mercados financieros y por el fuerte deterioro de la situación económica. A pesar del aumento del ahorro, los recursos disponibles de los hogares se han visto afectados por la desaceleración de la financiación obtenida, lo que se ha traducido en una moderación de las adquisiciones de activos financieros y no financieros a lo largo de 2008¹⁵. Por lo que se refiere a las compras y ventas de activos financieros, los hogares siguen primando las alternativas más conservadoras, especialmente los depósitos bancarios y seguros, en detrimento de las inversiones en renta variable y, sobre todo, en fondos de inversión. Así, entre enero y septiembre de 2008, los hogares se habrían deshecho de participaciones en fondos de inversión por un valor cercano a los 30 mil millones de euros, mientras que las adquisiciones de depósitos (no transferibles) superaron los 63 mil millones de euros en el mismo periodo.

Los hogares siguen primando las opciones de inversión más conservadoras en un contexto marcado por la incertidumbre y el deterioro económico.

15 Cuentas Financieras de la Economía Española, Banco de España. Datos hasta el tercer trimestre de 2008.

Evolución de los depósitos frente a los fondos de inversión

GRÁFICO 6



Fuente: CNMV y Banco de España. Datos de depósitos hasta enero de 2009 y de fondos de inversión hasta noviembre de 2008.

Suscripciones y reembolsos de los FI (millones de euros)

CUADRO 6

Categoría	Suscripciones				Reembolsos			
	1T08	2T08	3T08	4T08 ⁶	1T08	2T08	3T08	4T08 ⁶
Rta. fija ¹	37.511	22.581,5	17.343	31.631,3	35.049	32.357,6	24.503	38.626
Rta. fija mixta ²	620	315,9	239	484,1	2.862	1.891,3	1.437	1.473
Rta. vble. mixta ³	279	606,0	250,9	111,4	1.676	1.245,2	883	640
Rta. vble. ncal.	415	344,4	157,1	200,3	1.980	733,9	868	431
Rta. vble. intercal ⁴	1.867	1.545,7	926	809,6	6.457	2.735,1	2.383	1.502
Gar. rta. fija	3.286	2.983,5	2.692	2.426,0	2.086	1.867,5	1.785	2.843
Gar. rta. vble.	1.089	3.120,4	1.550	882,9	3.648	5.929,2	3.924	3.996
Fondos globales	1.949	1.953,1	738	641,5	8.276	5.302,1	3.570	2.813
IIC de IL ⁵	164,1	77,8	8,2	104,7	50,9	26,5	14,5	132
IIC de IIC de IL ⁵	200,1	447,3	165,9	n.d.	98,7	234,5	101,5	n.d.
TOTAL	47.016,2	33.450,6	23.896,0	37.186,9	62.032,7	52.061,9	39.354,3	52.324,0

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.
- 5 Datos estimados y provisionales para IIC de IIC de inversión libre e IIC de inversión libre.
- 6 Los datos corresponden a los meses de octubre y noviembre.

2.3 Perspectivas

Las principales previsiones apuntan hacia un ejercicio 2009 muy desfavorable, con numerosas economías en recesión...

Los principales organismos internacionales pronostican un ejercicio 2009 muy desfavorable, sobre todo en la primera mitad, en el que las principales áreas geográficas desarrolladas mostrarían diversos grados de recesión y en el que las economías emergentes crecerían de forma mucho más débil, sobre todo en China. No sería hasta la segunda mitad del año cuando se espera una ligera recuperación económica impulsada tanto por los diversos paquetes de estímulo fiscal como por las medidas de apoyo del sector financiero.

En 2010 se espera una cierta recuperación en el crecimiento del PIB de las diferentes áreas, si bien las tasas de variación serían modestas y, en algunos casos, aún negativas. Sin embargo, el grado de incertidumbre asociado a estas previsiones es muy elevado¹⁶. Los riesgos más importantes que se vislumbran sobre el panorama macro-financiero internacional son dos. El primero de ellos tiene que ver con la prolongación de las dificultades en el sector financiero internacional. Todavía estamos asistiendo a publicaciones de pérdidas muy elevadas por parte de entidades de gran tamaño en el sector y no se descarta que haya nuevas intervenciones por parte del sector público para garantizar la solvencia de algunas de ellas y facilitar la normalización del ciclo de crédito. El otro gran riesgo tiene que ver con la incertidumbre existente sobre el grado de efectividad a medio y largo plazo de los estímulos fiscales aprobados, sobre todo en las economías con un nivel elevado de deuda pública. No es descartable que en aquellas economías que presentan un deterioro fiscal mayor, los mercados acaben penalizando las emisiones de deuda, produciendo incrementos sensibles de su coste.

Las previsiones sobre la evolución macroeconómica nacional indican que el deterioro de la actividad económica será mayor en España que en la zona euro y que, posiblemente, tendrá más duración. Así, la Comisión europea estima que el PIB descenderá un 2,0% en 2009 y un 0,2% en 2010, que la tasa de paro se incrementará por encima del 16% este año y quedará cerca del 19% en 2010 y que el déficit público estará en torno al 6% en ambos ejercicios. Los riesgos que se vislumbran tienen que ver con la posibilidad de que la corrección del sector de la construcción e inmobiliario afecte con mayor intensidad y duración al resto de sectores de la economía, con el previsible aumento adicional en el número de desempleados y con la posibilidad de que se acentúe el deterioro del sector financiero, lo que puede dar lugar a una mayor restricción en la oferta de crédito. Como factores de fortaleza se mantienen la situación del sector bancario —más confortable que en los países de nuestro entorno— y los niveles todavía moderados de deuda pública.

...y un ejercicio 2010 algo mejor, aunque existe un grado de incertidumbre elevado, como consecuencia de las dificultades en el sector financiero internacional y el grado de efectividad a medio y largo plazo de los estímulos fiscales aprobados.

Las previsiones sobre la evolución macroeconómica nacional indican que el ajuste del PIB será mayor en España que en la zona euro y que se producirá un crecimiento notable en el déficit y la deuda públicos.

3 La evolución de los mercados nacionales

3.1 Los mercados bursátiles

Desde la última publicación de este informe los mercados financieros nacionales, en sintonía con el resto de los mercados internacionales, han mostrado nuevas caídas intensas en sus precios como consecuencia de la incertidumbre existente sobre los resultados de las entidades financieras y del deterioro de la actividad económica nacional.

Así, el Ibex 35 cedió un 16,3% en el cuarto trimestre de 2008, cerrando el ejercicio con unas pérdidas cercanas al 40%, en línea con el retroceso de los índices norteamericanos y algo menor que el de los europeos (véase cuadro 2). A lo largo del primer trimestre de 2009 no se ha observado un cambio de tendencia en los mercados de renta variable, cuyos precios hasta la fecha de referencia¹⁷ descendían un 19,2%. Los índices de las sociedades de pequeña y mediana capitalización retrocedieron aún

Las bolsas nacionales continúan cayendo, en línea con otros mercados, debido a la incertidumbre sobre la evolución económica y sobre las cuentas de resultados de las entidades financieras.

Destacan las caídas de los precios en las sociedades de pequeña y mediana capitalización...

16 En las últimas semanas, el grado de incertidumbre ha aumentado notablemente en algunas áreas geográficas emergentes, especialmente, en Europa del Este.

17 15 de marzo.

más que el Ibex 35, con pérdidas del 57% y del 46% respectivamente en el conjunto de 2008. Los índices FTSE Latibex Top y All Share cayeron un 45% y un 52% respectivamente en el mismo periodo, si bien han comenzado el ejercicio con ganancias apreciables.

Los sectores más afectados por la crisis (véase cuadro 8) fueron aquellos relacionados con la construcción, las sociedades inmobiliarias, las entidades financieras y también aquellos sectores de carácter más cíclico, algunos de ellos industriales (por ejemplo, químicas) y otros relacionados con los servicios (por ejemplo, hoteles).

...y en los sectores relacionados con la construcción, las sociedades inmobiliarias, las entidades financieras y algunos sectores más cíclicos.

Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español (%)

CUADRO 7

	2004	2005	2006	2007	2008	I-09 (hasta 13 de marzo)		
						% s/trim. ant.	% s/dic	% inter-anual ¹
Ibex 35	17,4	18,2	31,8	7,3	-39,4	-19,2	-19,2	-43,2
Madrid	18,7	20,6	34,5	5,6	-40,6	-19,8	-19,8	-44,6
Ibex Medium Cap	25,1	37,1	42,1	-10,4	-46,5	-16,4	-16,4	-48,2
Ibex Small Cap	22,4	42,5	54,4	-5,4	-57,3	-9,9	-9,9	-54,1
FTSE Latibex All-Share	31,0	83,9	23,8	57,8	-51,8	15,3	15,3	-39,5
FTSE Latibex Top	28,1	77,9	18,2	33,7	-44,7	3,0	3,0	-40,7

Fuente: Thomson Datastream.

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

Rentabilidad sectorial del mercado bursátil español (%)

CUADRO 8

	2004	2005	2006	2007	2008	I-09 ¹
Acero	25,3	20,7	81,2	-17,5	-40,9	-18,3
Agua	31,2	18,1	55,6	-0,8	-47,0	-28,6
Automoción	0,6	21,8	171,1	0,0	-51,7	-14,8
Bebidas	1,3	10,4	14,6	10,8	-19,2	-16,3
Construcción y mat. de construcción	28,5	50,4	61,6	-12,0	-51,0	-6,9
Consumo básico	40,0	19,0	12,9	6,9	-22,5	-10,5
Consumo discrecional	33,7	24,8	21,2	-7,7	-39,2	-9,4
Eléctricas	19,6	32,9	46,1	16,9	-27,9	-13,9
Empresas financieras	10,1	22,5	35,5	-10,5	-47,6	-28,5
Hoteles	17,3	41,8	27,9	-25,0	-64,3	-34,4
Inmobiliaria	29,5	58,9	100,4	-42,6	-58,6	-36,0
Papel	30,2	13,7	36,6	-12,4	-57,7	-14,4
Químicas	19,2	176,1	-20,4	-58,4	-67,8	14,2
Tabaco	49,8	13,7	5,0	21,5	0,1	0,0
Telecomunic. y medios de comunicación	16,7	-0,7	29,4	26,3	-31,4	-8,1
Utilities	21,5	27,2	42,0	18,5	-31,0	-15,2

Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos mensuales, variación entre el 28 de febrero de 2009 y el 31 de diciembre de 2008.

La ratio precio-beneficios de las acciones españolas siguió descendiendo hasta valores intermedios en el ámbito europeo, ...

La ratio precio-beneficios (PER) de las acciones españolas siguió descendiendo, aunque con menor intensidad que en 2008 (7,5 a mediados de marzo). Dicha ratio se mantiene en un rango intermedio respecto a los valores mostrados por otras bolsas de referencia europeas pero contrasta con el comportamiento de la bolsa japonesa, cuya ratio precio-beneficios ha mostrado un comportamiento alcista desde finales de enero.

El indicador que estima la prima de riesgo de los activos de renta variable sobre la deuda pública a largo plazo (*earning yield gap*) ha corregido ligeramente el fuerte movimiento alcista que inició a mediados de 2008, pero se mantiene en niveles elevados. El reciente descenso de las rentabilidades de la deuda pública española ha sostenido dicho indicador por encima del 7,5%, frente a una media del 4,4% desde 2005.

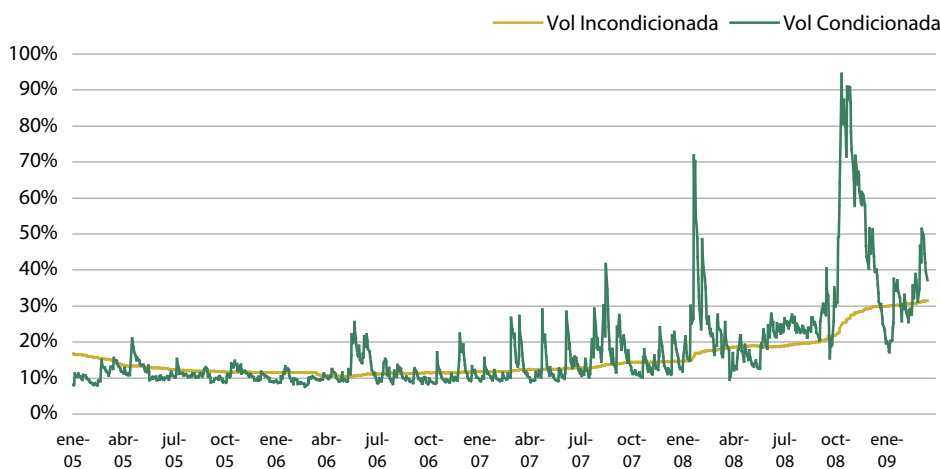
..., la prima de riesgo de los activos de renta variable sobre la deuda pública a largo plazo se ha estabilizado en niveles elevados...

La volatilidad del mercado de renta variable español ha dado ciertas muestras de normalización después de los máximos alcanzados en octubre, superiores al 90% en los momentos de mayores turbulencias, pues descendió hasta valores cercanos al 30% a mitad de febrero, si bien se ha incrementado ligeramente en las últimas semanas (véase gráfico 7). Es destacable el incremento del parámetro de la asimetría de la distribución de rendimientos diarios del Ibx 35 en la segunda mitad de 2008, lo que implica que la variabilidad de los precios es más sensible a los descensos del índice.

...mientras que la volatilidad del mercado y sus condiciones de liquidez han dado ciertas señales de normalización.

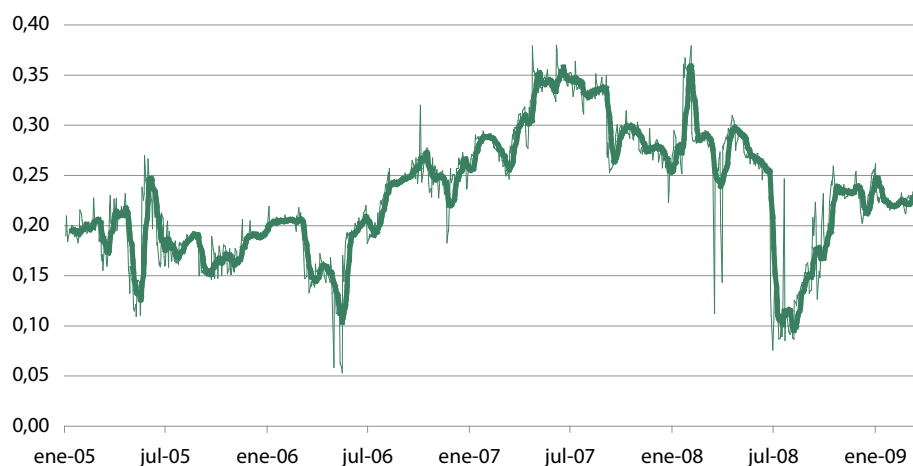
Volatilidad histórica. Ibx 35

GRÁFICO 7



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 13 de marzo.

Por su parte, se observa una ralentización en el proceso de deterioro de las condiciones de liquidez del mercado de renta variable (medidas a través del *spread bid - ask*), que fue muy acusado hasta finales de octubre de 2008, debido en buena parte a la brusca retirada de la inversión institucional (vease gráfico 9). El mantenimiento de unas condiciones de escasa profundidad en el mercado es el principal factor que se opone a una modernización decidida en los niveles de volatilidad.



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 13 de marzo.

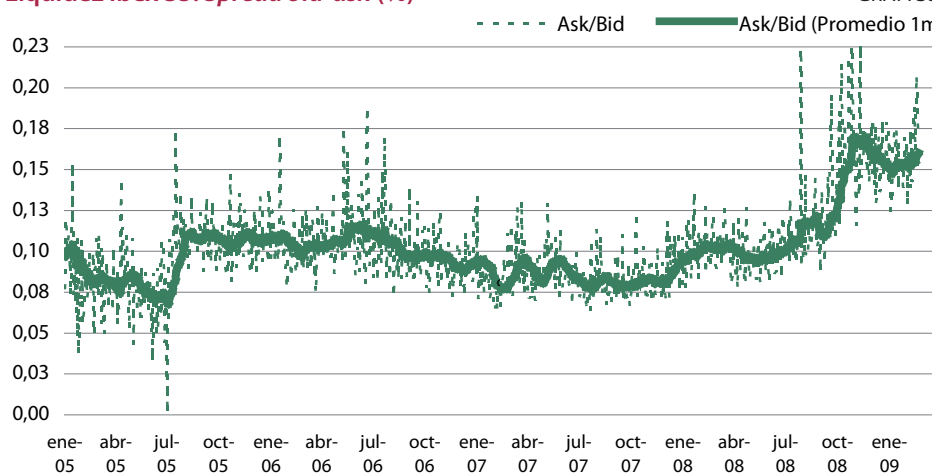
Se representa el parámetro que mide, en un modelo GARCH asimétrico(*), la sensibilidad de la volatilidad condicional a sorpresas negativas en los rendimientos.

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

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

Liquidez Ibx 35. Spread bid-ask (%)

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 13 de marzo.

La contratación en el mercado bursátil español descendió un 25% en 2008 como consecuencia fundamentalmente de la caída de las cotizaciones. En los primeros meses de 2009, la moderación de la contratación es aún mayor.

La contratación en el mercado bursátil español quedó algo por encima de los 1,2 billones de euros en 2008, un 25% inferior a la registrada en el conjunto de 2007. También se ha apreciado una reducción considerable de la contratación media diaria de forma progresiva a lo largo de 2008, desde los 6.181 millones de euros diarios de media en el primer trimestre del ejercicio hasta los 4.089 millones de euros en el último (3.043 millones de euros en enero y febrero de 2009). Sin embargo, la comparación es algo engañosa, ya que en el ejercicio 2007 la contratación registrada en el mercado fue anormalmente elevada. Además, con la caída de precios que se produjo en 2008 (cercana al 40% para el Ibx 35), se puede argumentar que el descenso de la contratación respondió fundamentalmente a la caída de las cotizaciones en dicho ejercicio. De hecho, la ratio de rotación, que se calcula como el cociente entre la contratación y la capitalización (en el mercado continuo), se incrementó notablemente entre agosto y noviembre de 2008. Por el contrario, la información disponible de los

dos primeros meses de 2009 muestra una reducción de la contratación en términos interanuales del 57%, superior a la caída de las cotizaciones.

Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 9

Importes en millones de euros

	2005	2006	2007	2008	II-08	III-08	IV-08	I-09 ¹
Total bolsas	854.145	1.154.294	1.667.219	1.243.387	318.939	287.680	253.514	123.961
Mercado continuo	847.664	1.146.390	1.658.019	1.235.330	317.051	286.063	251.282	123.208
Corros	5.899	5.318	1.154	207	25	65	73	10
de los que SICAV ²	4.864	3.980	362	25	3	7	10	7
MAB ³	-	1.814	6.985	7.060	1.646	1.406	2.042	680
Segundo Mercado	26	49	193	32	18	10	1	0
Latibex	557	723	868	758	199	136	116	63
Pro-memoria: contratación de no residentes (% s/ total bolsas)								
	57,4	58,4	61,6	nd	65,5	nd	nd	

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados desde el 1 de enero hasta el 28 de febrero.

2 Sociedades de inversión de carácter financiero.

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

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

Las dificultades de financiación de las entidades a lo largo de 2008 se han traducido en un descenso muy pronunciado de las emisiones de renta variable (véase cuadro 10), que apenas superaron los 7.800 millones de euros en 2008, lo que contrasta con los 23.757 millones de 2007. Prácticamente todo el importe de las emisiones se produjo mediante ampliaciones de capital (el importe de las ofertas públicas de venta —OPV— fue prácticamente nulo).

Las dificultades de financiación de las entidades se han traducido en un descenso muy pronunciado de las emisiones de renta variable.

Emisiones de renta variable y OPV¹

CUADRO 10

	2004	2005	2006	2007	2008	2008			
						II-08	III-08	IV-08	I-09 ²
IMPORTE EFECTIVOS³									
(millones de euros)	21.735,6	2.960,5	5.021,7	23.757,9	7.812,8	356,6	40,8	7.405,8	883,0
Ampliaciones de capital	18.748,0	2.803,4	2.562,9	21.689,5	7.803,3	356,6	40,8	7.405,8	883,0
De ellas, mediante OPS	1.101,9	0,0	644,9	8.502,7	292,0	292,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	537,9	0,0	303,0	4.821,4	292,0	292,0	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	564,0	0,0	342,0	3.681,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.987,6	157,1	2.458,8	2.068,5	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	1.664,4	54,7	1.568,1	1.517,1	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	1.323,2	102,5	890,7	551,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴									
Ampliaciones de capital	42	27	30	35	11	4	2	4	3
De ellas, mediante OPS	37	25	21	26	10	4	2	4	3
De ellas, liberadas	4	0	8	8	2	2	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	15	6	0	0	0	0	0	0	0
	7	2	14	12	2	1	0	0	0

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

2 Datos disponibles: 28 de febrero de 2009.

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.

Las variables fundamentales que influyen sobre el comportamiento de la renta variable continúan sujetas a un grado elevado de incertidumbre. La desconfianza de los agentes sobre la viabilidad del sector financiero y el fuerte deterioro de la economía, que ya se refleja en la cuenta de resultados de las sociedades, no están permitiendo una recuperación de las bolsas de valores.

Las variables que influyen sobre el comportamiento de la renta variable continúan sujetas a un grado de incertidumbre muy elevado.

3.2 Los mercados de renta fija

La evolución de los tipos de interés a corto plazo ha estado marcada por el carácter expansivo de la política monetaria del BCE.

Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo descendieron notablemente en el segundo semestre de 2008, si bien...

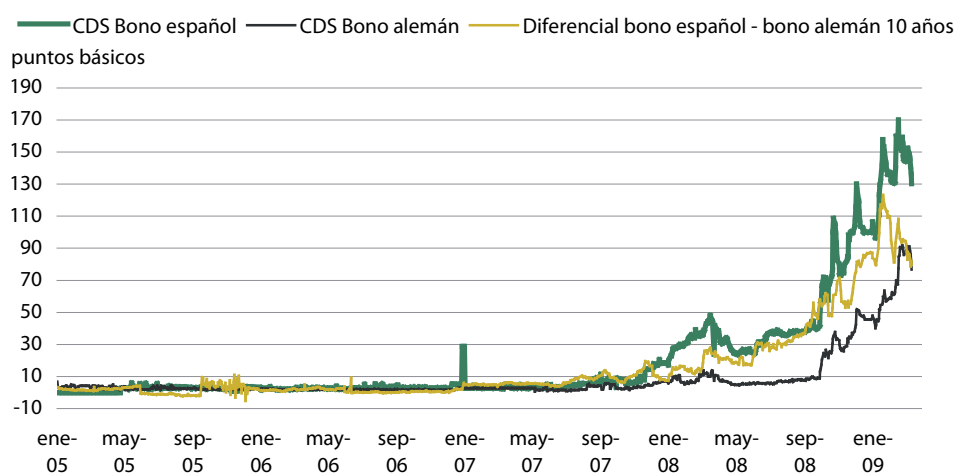
...el aumento de la percepción de riesgo de crédito sobre la economía española y el incremento de las emisiones asociado a las medidas del Gobierno han modificado dicha tendencia.

La evolución de los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública y privada en los mercados nacionales ha estado marcada en los últimos meses por el tono marcadamente expansivo de la política monetaria del BCE.

Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo descendieron sustancialmente en el tercer y cuarto trimestre de 2008 por la evidente debilidad del crecimiento económico y el descenso de la inflación. Sin embargo, en las últimas semanas otros factores han tomado mayor relevancia dando lugar a un freno en el descenso de los tipos de la deuda pública a más largo plazo. Estos factores son el aumento de la percepción de riesgo de crédito sobre la economía española y el incremento de las emisiones de deuda pública asociado a las medidas adoptadas por el Gobierno para apoyar la situación de liquidez de las entidades españolas (véase recuadro 2). El aumento del riesgo de crédito sobre la economía española, que ya se venía observando en el ascenso del diferencial de tipos de interés entre el bono español y el bono alemán (que alcanzó máximos superiores a 120 puntos básicos a final de enero y actualmente oscila en torno a 80 puntos básicos) y en el notable incremento de la prima de riesgo del CDS del bono español (véase gráfico 10), fue confirmado el 19 de enero por la agencia de calificación crediticia Standard & Poor's, que rebajó el *rating* del Reino de España desde la máxima calificación (AAA) hasta AA+.

Prima de riesgo de la deuda pública española¹

GRÁFICO 10



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 13 de marzo.

En el ámbito de la deuda privada los tipos de interés de los pagarés de empresa se han recortado más de 3,5 puntos porcentuales desde septiembre, un descenso acumulado mayor que el mostrado por el tipo oficial de referencia del BCE. El promedio de marzo del tipo de interés de los pagarés a tres meses quedó en el 1,8%, en el plazo a seis meses fue del 1,9% y del 2,2% en el de 12 meses.

Los tipos de interés de la deuda privada a largo plazo han descendido notablemente desde septiembre debido al empeoramiento de la situación económica y al descenso de la inflación...

Los tipos a más largo plazo de la deuda privada también han descendido notablemente desde septiembre, como consecuencia del empeoramiento de la situación macroeconómica y del descenso de la inflación. El promedio de los tipos de interés de la deuda a tres, cinco y diez años, que en septiembre se situaban por encima del 5% en todos los plazos, descendió hasta el 3,18% en la deuda privada a tres años, 3,92%

a cinco años y 4,72% a diez años. Destaca la mayor caída de los tipos en los plazos más cortos (de entre 1,6 puntos porcentuales y 2,2 puntos porcentuales) respecto a los más largos (10 años), plazo en el que incluso se produjo un ligero repunte entre diciembre y febrero, aunque en marzo volvió a los niveles de diciembre.

Tipos de interés de la renta fija privada¹

CUADRO 11

%	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	mar-08	jun-08	sep-08	dic-08	mar-09
Corto plazo: pagarés de empresa ²									
3 meses	2,58	3,78	4,97	3,45	4,74	5,16	5,24	3,45	1,79
6 meses	2,74	3,91	4,91	3,54	4,74	5,31	5,45	3,54	1,93
12 meses	2,93	4,00	4,85	3,68	4,73	5,59	5,63	3,68	2,16
Medio y largo plazo ³									
3 años	3,15	4,04	4,59	3,79	4,21	5,79	5,39	3,79	3,18
5 años	3,48	4,14	4,65	4,17	4,41	5,97	5,48	4,17	3,92
10 años	3,89	4,26	4,94	4,73	4,82	5,94	5,65	4,73	4,72

Fuente: AIAF.

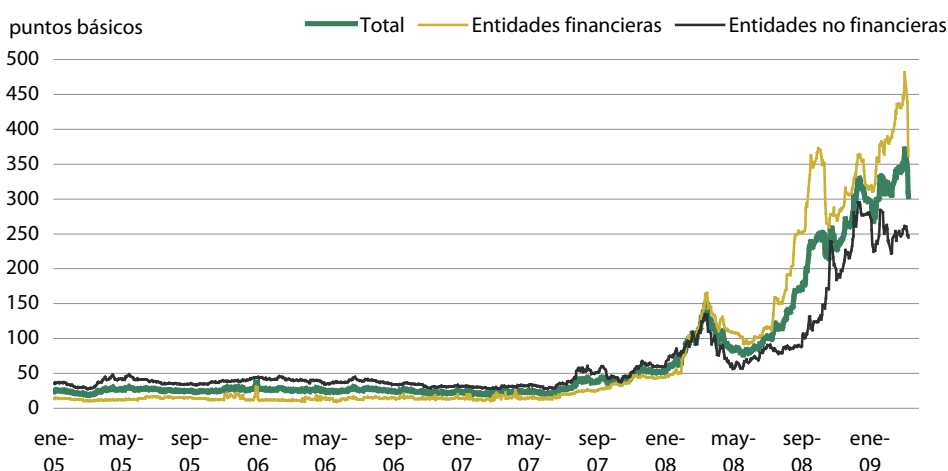
- 1 Promedio de datos diarios. Los datos de marzo corresponden al promedio entre el 1 y el 13.
- 2 Negociados en el mercado AIAF de renta fija privada.
- 3 Bonos y obligaciones en operaciones a vencimiento negociados en el mercado AIAF.

A pesar de los descensos en el nivel de tipos de interés de la renta fija privada, de acuerdo con la información de AIAF, lo cierto es que persisten las tensiones en los mercados de crédito si atendemos a las primas de riesgo de los CDS de los emisores españoles. Como se observa en el gráfico 11, el promedio de la prima de riesgo del conjunto de los emisores españoles ha seguido aumentando en los últimos meses, desde un promedio cercano a 250 puntos básicos hasta cerca de los 300 puntos básicos en marzo, lo que se puede atribuir fundamentalmente al empeoramiento del riesgo de crédito percibido sobre las entidades financieras. Las frecuentes revisiones en los *ratings* de algunas de ellas a lo largo del segundo semestre de 2008 por su elevada exposición al mercado inmobiliario o al deterioro del ciclo económico confirmarían el empeoramiento de dichas perspectivas.

...pero persisten las tensiones en los mercados de crédito si atendemos a las primas de riesgo de los CDS de los emisores españoles, especialmente los de las entidades financieras.

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

GRÁFICO 11



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta 13 de marzo.

- 1 Media simple.

El volumen de emisiones de renta fija en 2008, que descendió notablemente respecto a las cifras de 2007, se concentró en pagarés de empresa y en bonos de titulización...

Las emisiones de renta fija experimentaron un fuerte incremento entre el tercer y el cuarto trimestre de 2008, desde los 90 mil millones de euros hasta más de 133 mil millones de euros (véase cuadro 12), a pesar de lo cual el volumen total emitido en 2008 ascendió a 476 mil millones de euros, una cifra sensiblemente inferior al volumen registrado en 2007 (649 millones de euros), como consecuencia del fenómeno de desapalancamiento global en que se encuentran las entidades. Además del descenso en el volumen de financiación de las entidades destaca el cambio de su composición. La emisión de pagarés de empresa continúa siendo la fuente principal de financiación, ya que viene representando entre un 64% y un 68% del total emitido en los últimos años. Sin embargo, la emisión de bonos de titulización (especialmente elevada en el último trimestre de 2008) supuso cerca del 30% de las emisiones de 2008, frente al 22% de 2007 o el 17% de 2006, lo que contrasta con el descenso de la emisiones de bonos y obligaciones no convertibles y de cédulas hipotecarias.

...que fueron adquiridos mayoritariamente por las entidades originadoras para tener garantías con las que obtener financiación del banco central y del Tesoro.

Las elevadas emisiones de bonos de titulización de las entidades, como ya se ha comentado en informes anteriores, han sido adquiridas casi en su totalidad por las entidades originadoras (un 97,8% del total emitido en 2008) con el fin de dotarse de activos que puedan utilizar como garantía de la financiación concedida por el banco central y, más recientemente, por el Tesoro.

La información de los primeros meses de 2009 parece apuntar a una cierta recuperación en las emisiones de algunos segmentos, aunque a tipos de interés relativamente elevados.

Respecto a la información (aún demasiado breve) de las emisiones efectuadas en 2009, parece detectarse una cierta recuperación en las emisiones de renta fija de ciertos segmentos, concretamente en el de bonos y obligaciones no convertibles y también en el de cédulas hipotecarias. Muchas de las emisiones, eso sí, se están efectuando a unos tipos de interés relativamente elevados, en ocasiones por encima de las primas de riesgo de los CDS. Las diferencias entre los *spreads* de los bonos y los de los CDS se podrían atribuir al aumento del riesgo de contraparte percibido en el mercado de CDS después de la quiebra de los grandes bancos de inversión (véase recuadro 4 para un mayor detalle sobre las causas que pueden explicar las diferencias entre ambos *spreads*).

	2005	2006	2007	2008	2008		2009	
					II-08	III-08	IV-08	I-09 ³
NÚMERO DE EMISIONES	263	335	334	337	94	62	107	68
Cédulas hipotecarias	21	37	32	47	20	8	8	29
Cédulas territoriales	3	6	8	8	0	0	1	0
Bonos y obligaciones no convertibles	93	115	79	76	22	18	29	9
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	4	1	0	1	0	0	1	0
Bonos de titulización	54	82	101	108	30	23	37	13
Programas de pagarés	80	83	106	88	21	11	29	13
De titulización	3	3	3	2	1	0	1	0
Resto de pagarés	77	80	103	86	20	11	28	13
Otras emisiones de renta fija	1	0	3	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	7	11	5	9	1	2	2	4
IMPORTE NOMINAL (mill. de euros)	414.254	523.131	648.757	476.276	134.468	90.554	133.727	76.611
Cédulas hipotecarias	35.560	44.250	24.696	14.300	10.120	1.685	1.245	9.819
Cedulas territoriales	1.775	5.150	5.060	1.820	0	0	800	0
Bonos y obligaciones no convertibles	41.907	46.688	27.416	10.490	3.744	4.215	1.927	9.775
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	163	68	0	1.429	0	0	1.429	0
Bonos de titulización	69.044	91.608	141.627	135.253	34.386	11.736	60.473	14.158
tramo nacional	28.746	30.886	94.049	132.730	32.993	10.607	60.473	14.158
tramo internacional	40.298	60.722	47.578	2.522	1.393	1.129	0	0
Pagarés de empresa ²	264.360	334.457	442.433	311.738	86.118	72.868	66.853	41.760
De titulización	2.768	1.993	465	2.843	48	94	2.568	1.292
Resto de pagarés	261.592	332.464	441.969	308.895	86.070	72.774	64.285	40.468
Otras emisiones de renta fija	89	0	7.300	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	1.356	911	225	1.246	100	50	1.000	1.100
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	11.079	27.361	47.158	12.950	1.945	1.575	7.120	6.433
Emisiones aseguradas	94.368	92.213	86.161	9.170	2.200	946	928	0

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.

3 Datos disponibles: 28 de febrero de 2009.

Recuadro 4: Las diferencias entre los *spreads* de los CDS y los *spreads* de los bonos

La literatura sobre la valoración de riesgo de crédito establece que, dada la misma duración, los *spreads* de los bonos con respecto a los activos sin riesgo y los *spreads* de los CDS deberían estar muy próximos. Esta relación se basa en condiciones de no arbitraje entre los mercados de bonos y CDS aplicados en modelos de valoración de riesgo de crédito basados en la intensidad. De esta teoría de valoración podemos concluir que ambos *spreads* deberían ser equivalentes como medio de medir el riesgo de crédito de un emisor. Otros trabajos encuentran que ambos *spreads* están cointegrados y que en largo plazo deberían converger mediante procesos de reversión a la media¹.

En la práctica, la diferencia de *spreads* entre los dos instrumentos no siempre es próxima a cero. Es normal encontrar periodos de tiempo donde el *spread* del bono es mayor que el del CDS y viceversa. Estas diferencias, que se han visto acentuadas en el último año con la irrupción de la crisis (véase gráfico), permiten concluir que ambos instrumentos no son equivalentes a la hora de medir el riesgo de crédito de un emisor como consecuencia de diferentes factores:

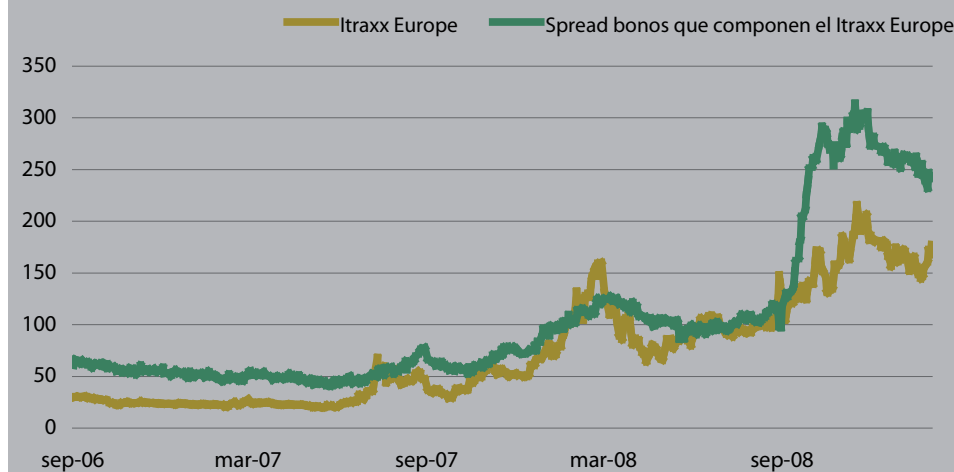
- Diferencias de liquidez entre los mercados de CDS y de bonos. Ambos instrumentos llevan en sus *spreads* una prima por liquidez. Los CDS suelen ser más líquidos debido a que no es necesario desembolsar una cantidad elevada de di-

nero a la hora de crear una posición. La diferencia de liquidez es especialmente importante en momentos en los que existen importantes tensiones en los mercados de crédito. En esos momentos, la demanda de protección se dispara y se hace principalmente a través del mercado de CDS, ante la mayor dificultad de establecer posiciones cortas en los mercados de bonos. Es frecuente que en episodios de fuertes tensiones en el mercado de crédito los diferenciales de los CDS estén por encima de los diferenciales observados en los mercados de bonos.

- El CDS es una cobertura imperfecta del riesgo de crédito del emisor. La mayoría de los CDS que se suscriben en Europa son del tipo *Modified Modified Restructuring* (MM). Con este tipo de CDS, los compradores están cubiertos contra cualquier reestructuración de la deuda del emisor, incluida la bancarrota. Sin embargo, en el porcentaje de estos CDS que se liquidan por diferencias la tasa de recuperación está fijada normalmente en el 40% del nominal del contrato. Por tanto, en caso de que suceda alguno de los eventos contemplados en el contrato del CDS, el comprador recibirá una cantidad que puede ser mayor o menor de la que provendría de la verdadera tasa de recuperación de la deuda del emisor.
- El riesgo de contraparte presente en los mercados de CDS. Los contratos de CDS establecen que cuando alguno de los eventos contemplados suceden, el vendedor de la protección debe entregar un bono o compensar con una cantidad fijada al comprador. Esto supone para el vendedor de protección el desembolso de una gran cantidad de recursos en un corto periodo de tiempo, lo que le puede llevar a la bancarrota. Es habitual que los *spreads* de los CDS de un emisor estén por debajo de los *spreads* de sus bonos cuando hay en este mercado la creencia de que existe un riesgo evidente de contraparte.
- La opción implícita que posee en los CDS el vendedor de protección al poder entregar el bono que él elija (*cheapest to deliver*) de entre una cesta en caso de que un emisor quiebre. Esta opción implícita tiende a aumentar el *spread* que se paga por un CDS en relación con el *spread* pagado por un bono.

Como se puede ver en el gráfico inferior, en los últimos meses se han combinado periodos donde el *spread* de los bonos ha estado por encima del CDS y viceversa. Dependiendo del periodo, se puede concluir cómo han influido los diferentes factores expuestos anteriormente. Así, en los dos primeros meses de 2008 el *spread* del CDS estaba claramente por encima del *spread* del bono y es razonable pensar que en esos momentos de tensiones en el mercado de crédito (quiebra de Bear Stearns, etc.) los inversores optaran por el mercado de CDS como modo de cubrirse ante posibles eventos negativos de crédito, por lo que las discrepancias entre los *spreads* se podrían atribuir a las diferencias en la liquidez de ambos instrumentos. Sin embargo, a partir de septiembre, los *spreads* de los bonos han estado por encima de los CDS a pesar de la persistencia en las tensiones de los mercados de crédito. Es probable que en este periodo los inversores recurrieran en menor medida al mercado de CDS (y, por tanto, dan lugar a *spreads* menores) para cubrirse ante el evidente deterioro crediticio de los bancos de inversión, que normalmente actúan como contraparte en este mercado.

Itraxx Europe (CDS) y spreads de bonos corporativos (puntos básicos)



Fuente: Bloomberg, Markit y elaboración propia.

(1) Haibin Zhu (2004), *An empirical comparison of credit spreads between the bond market and the credit default swap market*. BIS Working Papers n° 160.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero¹⁸

El patrimonio del conjunto de fondos de inversión de carácter financiero cerró el año¹⁹ en 179,6 mil millones de euros, lo que supone un descenso cercano al 30% con respecto al ejercicio anterior (véase cuadro 13). El aumento de la incertidumbre de los inversores, la rentabilidad negativa de la mayor parte de los instrumentos financieros con riesgo y la competencia por el pasivo de las entidades bancarias siguieron propiciando la sustitución de participaciones de fondos de inversión por depósitos bancarios. Para el conjunto de los fondos, el descenso del patrimonio se debió en un 85% a los reembolsos y el resto a la pérdida de valor de la cartera, que se produjo fundamentalmente como consecuencia de los fuertes descensos mostrados por los instrumentos financieros de renta variable.

En términos absolutos, los descensos de patrimonio más voluminosos se produjeron en las categorías de renta fija (cerca de 19 mil millones de euros), fondos globales (17,7 mil millones) y renta variable internacional (cerca de 15 mil millones euros), aunque por causas algo diferentes dependiendo de la vocación. En el caso de la renta fija y de los fondos globales, casi toda la pérdida de patrimonio fue provocada por la elevada cifra de reembolsos de los partícipes. De hecho, las categorías de renta fija concentraron el 63% de los reembolsos totales (205,8 mil millones de euros). Por su

El patrimonio de los fondos de inversión descendió cerca de un 30% en 2008, hasta los 180 mil millones de euros, como consecuencia del incremento de los reembolsos, ...

...y se concentró en las categorías de renta fija, fondos globales y renta variable internacional.

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

19 Información hasta noviembre de 2008.

parte, en el caso de la renta variable internacional, los reembolsos y la pérdida de valor de la cartera contribuyeron de manera similar al descenso del volumen gestionado. Todas las vocaciones con algún porcentaje significativo de renta variable mostraron rendimientos negativos en el conjunto del ejercicio, es decir, sólo en las vocaciones de renta fija y los garantizados de renta fija fueron positivos.

El descenso en el número de partícipes (superior a los dos millones) también fue sustancial...

...mientras que el número de fondos aumentó ligeramente.

Igualmente notable fue el descenso en el número de partícipes, que se redujo en más de dos millones a lo largo de 2008, hasta finalizar ligeramente por encima de los 6 millones. Las categorías de renta fija perdieron más de medio millón de partícipes, las de renta variable internacional casi 400 mil y 350 mil los fondos globales.

A pesar de esta evolución, el número de fondos de inversión se incrementó ligeramente desde los 2.926 a finales de 2007 hasta los 2.936, como consecuencia del aumento en las categorías de renta fija (30 fondos más) y, en menor medida, de los garantizados (13 más). En el resto de categorías de fondos, su número descendió.

Principales magnitudes de los fondos de inversión

CUADRO 13

Número	2008					
	2006	2007	I	II	III	IV ⁶
Total fondos de inversión	2.822	2.926	2.942	2.950	2.932	2.936
Renta fija ¹	606	600	609	614	616	630
Renta fija mixta ²	212	204	203	197	195	196
Renta variable mixta ³	222	207	206	205	204	204
Renta variable nacional	118	123	123	122	117	117
Renta variable internacional ⁴	467	481	477	482	469	463
Garantizado renta fija	220	251	256	251	255	261
Garantizado renta variable	559	590	592	601	600	593
Fondos globales	418	470	476	478	476	472
Patrimonio (millones de euros)						
Total fondos de inversión	270.406,3	255.040,9	234.043,9	214.251,8	197.305,6	179.604,6
Renta fija ¹	116.511,9	113.234,1	116.544,0	107.349,4	100.931,9	94.278,1
Renta fija mixta ²	15.314,5	13.011,9	10.551,0	8.488,5	7.175,8	5.996,7
Renta variable mixta ³	10.149,2	8.848,0	6.811,6	5.990,9	5.092,8	4.102,6
Renta variable nacional	10.416,4	7.839,4	5.369,9	4.584,1	3.612,5	2.749,0
Renta variable internacional ⁴	24.799,6	22.698,4	14.962,8	13.433,5	10.472,7	7.856,0
Garantizado renta fija	14.484,8	17.674,4	19.253,8	19.841,0	20.968,0	21.469,5
Garantizado renta variable	44.796,6	42.042,1	38.521,4	36.633,2	33.782,8	31.176,7
Fondos globales	33.933,3	29.692,6	22.029,4	18.931,4	15.269,2	11.976,0
Partícipes						
Total fondos de inversión	8.637.781	8.053.049	7.420.379	7.023.292	6.520.089	6.026.860
Renta fija ¹	2.960.879	2.763.442	2.620.712	2.498.451	2.389.795	2.228.281
Renta fija mixta ²	524.827	493.786	434.935	359.904	319.445	279.989
Renta variable mixta ³	357.013	331.214	289.184	263.926	236.645	216.285
Renta variable nacional	317.386	288.210	219.842	204.259	180.472	169.765
Renta variable internacional ⁴	1.258.426	1.089.868	942.733	907.345	758.463	691.529
Garantizado renta fija	497.540	549.108	552.116	542.500	552.515	546.583
Garantizado renta variable	1.783.867	1.715.144	1.639.760	1.575.766	1.513.064	1.422.055
Fondos globales	937.843	822.277	721.097	671.141	569.690	472.373
Rentabilidad⁵(%)						
Total fondos de inversión	5,59	2,73	-1,96	-0,56	-0,79	-1,82
Renta fija ¹	1,95	2,71	0,54	0,57	0,48	0,47
Renta fija mixta ²	4,18	1,93	-2,32	-1,29	-1,29	-3,93
Renta variable mixta ³	10,34	2,69	-7,56	-2,91	-4,73	-13,22
Renta variable nacional	33,25	8,02	-12,01	-7,66	-9,73	-25,25
Renta variable internacional ⁴	14,98	2,13	-15,06	-2,73	-11,31	-26,17
Garantizado renta fija	0,83	2,78	1,02	-0,01	0,80	1,51
Garantizado renta variable	4,66	2,44	-2,56	-1,94	0,42	1,44
Fondos globales	4,01	1,47	-2,56	-0,29	-2,17	-5,86

1 Incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, renta fija internacional y monetarios. Hasta diciembre de 2006 incluía FIAMM.

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.

5 Rentabilidad anual para 2006 y 2007 y rentabilidad trimestral no anualizada para los trimestres de 2007 y 2008. La rentabilidad del cuarto trimestre de 2008 (que no está completo) está trimestralizada para permitir comparaciones.

6 Datos hasta noviembre.

Tras la quiebra de Lehman Brothers, en diciembre se produjo otro acontecimiento de carácter inesperado, el fraude de las inversiones Madoff, que tuvo una repercusión directa limitada en las IIC españolas (véase recuadro 5 para un análisis detallado del impacto de Madoff desde el punto de vista de la regulación y la supervisión de IIC). En una nota de prensa del 16 de diciembre, la CNMV publicó el grado de exposición directa de las IIC españolas a los productos afectados por el fraude de Madoff, con la última información disponible hasta el momento (31 de octubre de 2008). En dicha fecha, el volumen de activos expuestos era de 106,9 millones de euros, es decir, un 0,05% del patrimonio global de las IIC. De ellos, 56,5 millones de euros correspondía a fondos (0,03% de su patrimonio) y 50,4 millones a SICAV (0,2% sobre su valor patrimonial). El número de IIC afectadas ascendía a 224; de ellas 39 fondos de inversión (7 IIC de IIC de IL) y 185 SICAV. La exposición media para los fondos que mantenían posiciones era de un 4,7% y de un 3,2% para las SICAV.

El fraude de las inversiones Madoff afectó a 224 IIC españolas y tuvo un impacto limitado que ascendió al 0,05% del patrimonio conjunto de las IIC.

Recuadro 5: El impacto de Madoff en las IIC desde la perspectiva de la regulación y supervisión de IIC

La presunta estafa piramidal o esquema Ponzi llevada a cabo por Bernard Madoff a través de su firma de intermediación Bernard L. Madoff Investment Securities ha tenido un impacto muy profundo en la industria de gestión de IIC, puesto que han sido principalmente los fondos de inversión expuestos a las estrategias Madoff (fondos *feeder* de estas estrategias, tanto UCITS como *hedge funds*), los principales vehículos transmisores del fraude a los inversores.

Las operaciones de Madoff, en la práctica o de facto, constituían una actividad de gestión de carteras por delegación de los gestores de IIC en la que, adicionalmente, confluía también la custodia de activos, por delegación de los depositarios de los fondos.

Considerando la normativa europea sobre IIC en relación a las actividades Madoff, la Directiva de UCITS establece que la gestora y el depositario deben ser entidades distintas y actuar con independencia y en interés de los inversores. Adicionalmente, debe señalarse la necesidad de controles por parte de la gestora respecto a las entidades en que se delega y controles del depositario respecto a la actividad de la gestora y la actividad de sus entidades subcustodias.

En España, la transposición de la Directiva UCITS ha dado lugar a un desarrollo normativo más detallado. De este modo, se incorpora la prohibición expresa de delegar actividades de gestión en los subcustodios. Por otra parte, el depositario debe realizar un informe sobre la calidad crediticia del subcustodio y los posibles riesgos del mismo. Asimismo, el depositario debe controlar las cuentas de efectivo abiertas en un intermediario (por ejemplo tener firma). Por último, el depositario debe replicar y controlar la evolución del valor liquidativo del fondo.

En lo que se refiere a la normativa sobre *hedge funds*, la regulación española de IICIL establece la necesaria verificación de una serie de aspectos cualitativos, cuantitativos y operaciones en la selección de inversiones, aspectos que deben ser revisados periódicamente (verificaciones conocidas como *due diligence*).

En definitiva, el caso Madoff plantea importantes cuestiones para la reflexión desde un punto de vista de la supervisión y regulación no sólo de IIC, sino en general de la custodia de activos. No en vano se ha puesto de manifiesto el alto grado de complejidad que los sistemas de custodia de activos han adquirido en unos merca-

dos financieros caracterizados por una amplia sofisticación y globalidad, lo cual sin duda aflorará iniciativas de trabajo en este ámbito, como el reciente anuncio de la Comisión europea de revisar la implementación de las normas sobre depositarios de la Directiva de UCITS en los distintos miembros.

El análisis de la liquidez de las inversiones de las IIC puso de manifiesto un descenso en el volumen de las inversiones menos líquidas, que se concentraban en titulizaciones y renta fija financiera de rating inferior a AA.

La supervisión de la liquidez de las inversiones de los fondos de inversión sigue siendo una prioridad de la CNMV, teniendo en cuenta la complejidad del marco financiero actual. Las últimas estimaciones efectuadas sobre las inversiones de la cartera de renta fija privada, que es donde, a priori, los problemas de liquidez pueden resultar mayores, indican que el volumen de activos de liquidez reducida²⁰ se situaría en torno a 14.458 millones de euros en noviembre de 2008 (8,6% del patrimonio total de los FI), lo que supone una reducción superior a los 6.800 millones sobre la última estimación. De la cifra total de activos menos líquidos, aproximadamente dos terceras partes estarían relacionados con titulizaciones y el resto con renta fija financiera de rating inferior a AA. Pese a que el volumen de activos de liquidez reducida se ha moderado de manera apreciable, la CNMV mantiene un seguimiento permanente de aquellos fondos y gestoras en los que el volumen de estos instrumentos financieros es elevado con respecto a su patrimonio total.

Evaluación de la liquidez de los activos de los FI

CUADRO 14

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida		Total
	Millones de euros	% s. total	Millones de euros
Renta Fija Financiera de rating AAA/AA	456,8	2,9	15.528,3
Renta Fija Financiera de rating inferior a AA	4.520,6	35,1	12.874,1
Renta Fija no Financiera	128,7	3,1	4.190,7
Titulizaciones	10.351,7	88,4	11.709,3
Titulización AAA	8.183,7	86,7	9.434,4
Resto titulizaciones	2.168,0	95,3	2.274,9
TOTAL	15.457,8	34,89	44.302,3
% sobre patrimonio FI	8,6	-	24,7

Fuente: CNMV. Datos hasta noviembre de 2008.

En un marco que no favorece la entrada de recursos en la industria de la inversión colectiva...

Las perspectivas a corto plazo sobre la industria de inversión colectiva siguen siendo débiles, ya que concurren varios factores que no favorecen la entrada de recursos en la misma. Por una parte, se encuentra el deterioro del entorno económico y financiero nacional que, además de afectar a los recursos disponibles de los inversores, mantiene la incertidumbre de los mismos, favoreciendo la inversión en instrumentos financieros con escaso riesgo como los depósitos bancarios o la deuda pública²¹. Los últimos acontecimientos extraordinarios producidos a raíz de la quiebra de Lehman Brothers o el fraude de las inversiones Madoff no han hecho sino acentuar estas tendencias.

...la CNMV seguirá haciendo hincapié en asegurar la idoneidad de las políticas de valoración de las sociedades gestoras y de la información que se ofrece a los inversores.

La CNMV seguirá haciendo hincapié en los trabajos de valoración de la liquidez de las inversiones de los fondos de inversión y en asegurar la idoneidad tanto de las políticas de valoración adoptadas por las sociedades gestoras de IIC como de la información que se ofrece a los inversores.

20 Dentro de la cartera de renta fija privada que excluye la inversión en pagarés de empresa y las inversiones en instrumentos financieros de vida residual inferior a un año, se ha tomado la información de un difusor de información de referencia y se ha definido como activo menos líquido aquel cuya diferencia entre el promedio de precios indicativos de un conjunto de contribuidores y el promedio de precios ejecutado es superior a un 5% en un determinado momento.

21 Siempre que se mantenga el título hasta el vencimiento.

IIC inmobiliarias

La situación de las IIC inmobiliarias españolas reviste en estos momentos gran complejidad, especialmente en el caso de los fondos de inversión inmobiliarios (FII). El fuerte aumento de los reembolsos solicitados por los inversores a lo largo de 2008 ha presionado sobre la liquidez de estas IIC, que por su propia naturaleza es menor que la de otras IIC. Esta se ha visto además mermada, en el marco económico actual, por la escasa actividad en el mercado inmobiliario, como consecuencia del intenso proceso de ajuste en el que se encuentra inmerso.

Esta situación dio lugar a un descenso progresivo en el volumen gestionado de los fondos de inversión inmobiliaria a lo largo de 2008, que ha alcanzado los 1.100 millones de euros en el conjunto del año y situado el patrimonio de estas IIC en torno a los 7.500 millones de euros en noviembre (véase cuadro 15). El descenso en el número de partícipes también fue significativo: entre enero y noviembre éste se aproximó a los 50.000, dejando el número de inversores por debajo de los 100.000.

Las rentabilidades del conjunto de FII también se fueron moderando a medida que avanzaba el ejercicio 2008, aunque no fueron negativas hasta el último trimestre del mismo.

De los nueve FII existentes en la fecha de cierre de este informe, dos se encontraban en proceso de liquidación y otros dos (los de mayor tamaño) han tenido que realizar modificaciones importantes en sus regímenes de reembolsos. La gestora del fondo Santander Banif Inmobiliario, que es el más grande en términos de patrimonio²², solicitó en el mes de febrero a la CNMV autorización para suspender los reembolsos durante un periodo de dos años por falta de liquidez para atender las solicitudes recibidas²³. Esta medida, que fue posteriormente autorizada por la CNMV²⁴, permitirá a la gestora aplicar un plan ordenado de venta de activos del fondo con el fin de obtener la liquidez necesaria para atender los reembolsos solicitados. Además, la gestora ha previsto que se procedería a la disolución del fondo en los siguientes casos:

- Antes de que finalice el plazo de dos años, si una vez efectuado el pago de los reembolsos el patrimonio del fondo se situara por debajo del mínimo legal, fijado en 9 millones de euros.
- Una vez transcurrido el plazo de dos años, si no hubieran sido satisfechos íntegramente los reembolsos pendientes.

En el caso del segundo fondo de inversión inmobiliaria por tamaño, BBVA Propiedad FII²⁵, su gestora optó por dar a los inversores la posibilidad de recuperar su inversión a finales de 2008, antes de suspender el régimen de reembolsos por un periodo de

El fuerte aumento de los reembolsos de las IIC inmobiliarias ha presionado sobre la liquidez de estas IIC que, además, se ve mermada por la escasa actividad en el mercado inmobiliario.

El resultado ha sido un descenso acusado del patrimonio y del número de partícipes de estas instituciones en 2008, ...

...y también de su rentabilidad.

Como consecuencia del incremento de los reembolsos, los dos FII de mayor tamaño han suspendido el régimen de reembolsos durante dos años. Una de ellos contempla la disolución del fondo si en este periodo no puede satisfacer los reembolsos pendientes.

22 Su patrimonio representa cerca del 46% del patrimonio conjunto de los FII.

23 La normativa española contempla los mecanismos necesarios para hacer frente a situaciones en las que estos fondos deban atender reembolsos significativos que puedan ocasionar dificultades de pago, teniendo en cuenta la menor liquidez de los activos en los que invierten.

24 En marzo, la gestora envió una nueva comunicación a la CNMV en la que, entre otros, confirmaba la autorización de la CNMV para suspender el reembolso de las participaciones del fondo desde el 28 de febrero de 2009 hasta el 28 de febrero de 2011 e indicaba que destinará un importe equivalente al 10% del patrimonio del Fondo al pago a prorrata de los reembolsos solicitados hasta el 27 de febrero de 2009 en dos plazos. También indicó que dadas las condiciones actuales del mercado inmobiliario, es previsible que el grueso de las ventas de los activos del fondo se produzca a partir del segundo semestre de 2010.

25 Su patrimonio representa más del 20% del patrimonio conjunto de los FII.

dos años. La entidad financiera BBVA decidió adquirir participaciones del fondo, lo que le permitió atender todas las solicitudes de reembolsos presentadas.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 15

	2004	2005	2006	2007	2008			
					I	II	III	IV
FONDOS								
Número	7	7	9	9	9	9	9	9
Participes	86.369	118.857	150.304	145.510	144.197	141.037	135.307	97.784
Patrimonio (millones de euros)	4.377,9	6.476,9	8.595,9	8.608,5	8.563,8	8.394,0	8.166,7	7.489,5
Rentabilidad ¹ (%)	6,65	5,35	6,12	5,30	1,16	0,87	0,35	-1,12
SOCIEDADES								
Número	2	6	8	9	8	8	8	8
Participes	121	256	749	843	839	839	938	938
Patrimonio (millones de euros)	56,4	213,9	456,1	512,9	349	359,2	363,8	365,3

Fuente: CNMV. Datos hasta noviembre.

1 Rentabilidad del cuarto corresponde al periodo octubre-noviembre trimestralizado.

Las IIC continuarán teniendo dificultades de liquidez si se mantiene un volumen de reembolsos tan elevado.

Es previsible que las IIC inmobiliarias sigan teniendo dificultades de liquidez en el futuro más próximo si se mantiene un volumen de reembolsos tan elevado en este sector. Por ello, es posible que algunos fondos opten por modificar o restringir sus regímenes de reembolsos para favorecer la venta ordenada de sus activos. Estos pueden verse acentuados por el previsible descenso de la rentabilidad de estos fondos como consecuencia del descenso de los precios inmobiliarios y de los efectos de algunas tasaciones extraordinarias.

IIC de inversión libre

Las IIC de inversión libre también afrontan un periodo complejo tanto por los obstáculos que está encontrando la operativa que requieren algunas estrategias de estas IIC...

El marco de actuación para las IIC de inversión libre también se ha complicado notablemente en los últimos meses. Por una parte, la operativa de estas entidades se ha visto obstaculizada por las dificultades para obtener financiación, que resulta importante para el desarrollo de algunas estrategias, por las restricciones a la operativa de ventas en corto en algunas jurisdicciones y, finalmente, por las fuertes turbulencias en los mercados financieros.

...como por el incremento de las solicitudes de reembolsos por parte de los inversores, especialmente en las semanas más recientes. Algunas gestoras han optado por modificar sus folletos (régimen de preavisos, prorrateos, reembolsos parciales, etc.)

Por otra parte, las IIC de inversión libre también han sido objeto de numerosos reembolsos por parte de los inversores. En febrero, nueve gestoras de IIC de inversión libre comunicaron a la CNMV²⁶ que habían afrontado reembolsos por un valor superior al 20% del patrimonio del fondo. De las nueve comunicaciones, cuatro estaban relacionadas con IIC de inversión libre y cinco con IIC de inversión libre²⁷. Los reembolsos han sido más difíciles de afrontar en algunas IIC de inversión libre, cuyas IIC subyacentes han sufrido restricciones o suspensiones en los regímenes de reembolsos. En estas condiciones, algunas gestoras han optado por modificar sus folletos. Los cambios más habituales tienen que ver con la modificación del régimen de preavisos, el prorrateo para reembolsos superiores a determinado porcentaje del patrimonio y el establecimiento de reembolsos parciales o únicamente por la parte líquida de la cartera.

26 En cumplimiento del artículo 28 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre por el que se aprobó el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre de Instituciones de Inversión Colectiva.

27 Con anterioridad sólo se habían producido otras tres comunicaciones de este estilo (en enero de 2009, octubre de 2008 y julio de 2008).

El número total de IIC de IIC de IL permaneció en torno a cuarenta a lo largo del ejercicio y el número de IIC de IL en torno a 25. No obstante, cinco instituciones (4 IIC de IIC de IL y 1 IIC de IL) se encuentran en periodo de liquidación después de que las sociedades gestoras respectivas hayan comunicado a la CNMV su intención de dar de baja la institución.

El patrimonio conjunto de estas instituciones fue creciendo hasta superar los 2.000 millones de euros en el tercer trimestre de 2008, pero a final de año descendió hasta los 1.800 millones de euros, como consecuencia del fuerte descenso de la rentabilidad promedio de estas instituciones (véase cuadro 16) y del incremento del volumen de reembolsos. El número de partícipes, que aumentó notablemente en el conjunto de las IIC de IIC de IL hasta septiembre, también sufrió un ligero retroceso a final de año. En noviembre, el número total de partícipes superó los 11.100 frente a algo más de 5.000 de finales de 2007.

Dada la previsible continuidad de las dificultades para obtener financiación, la escasez de liquidez en algunos mercados y la mayor percepción de riesgo de los inversores, cabe predecir que el patrimonio y el número de partícipes desciendan adicionalmente en el futuro próximo.

Al menos en los tres primeros trimestres del año, el número de este tipo de instituciones, ...

...su patrimonio y su número de partícipes fueron estables o mostraron crecimientos moderados.

Sin embargo, las condiciones de los mercados financieros y la mayor percepción de riesgo de los inversores ralentizarán el desarrollo del sector.

Principales magnitudes de las IIC de inversión libre

CUADRO 16

	2007				2008			
	II	III	IV	I	II	III	IV	
IIC de IIC de inversión libre								
Número	22	30	31	38	39	41	40	
Partícipes	1.456	3.142	3.950	5.488	8.582	9.739	9.596	
Patrimonio (millones de euros)	600,2	829,2	1.000,0	1.129,6	1.389,6	1.427,5	1.252,1	
Rentabilidad ¹ (%)	1,08	-2,14	1,22	-2,31	2,2	-7,56	-13,75	
IIC de inversión libre								
Número	9	17	21	25	23	25	25	
Partícipes	183	251	1.127	1.335	1.429	1.583	1.576	
Patrimonio (millones de euros)	152,0	210,2	445,8	546,3	603,9	597,7	550,3	
Rentabilidad ¹ (%)	3,18	-2,2	-1,31	-1,95	1,48	-0,29	-6,92	

Fuente: CNMV. Datos hasta noviembre.

1 Rentabilidad del cuarto corresponde al periodo octubre-noviembre trimestralizado.

4.2 Empresas de servicios de inversión

La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) se está viendo sensiblemente afectada por el impacto de la crisis financiera sobre los precios de los activos, las decisiones de inversión de los agentes y el volumen de contratación en los mercados. La ralentización de sus principales líneas de negocio, a saber, la intermediación de órdenes de compra y venta en los mercados, la colocación y el aseguramiento de las emisiones y las suscripciones y reembolsos de participaciones de IIC han dado lugar a notables caídas de los ingresos y propiciado un incremento sustancial en el número de entidades en pérdidas.

En el caso de las **sociedades de valores**, los beneficios agregados antes de impuestos entre enero y noviembre de 2008²⁸ fueron de 314,5 millones de euros, lo que representa un descenso del 53% respecto al mismo periodo del año anterior (véase cuadro

La crisis financiera está erosionando notablemente las principales líneas de negocio de las ESI.

Los beneficios agregados de las sociedades de valores cayeron un 53% en los once primeros meses del año...

28 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".

17). La evolución ha sido, por otra parte, desigual. Las diez entidades que presentaron mayores beneficios (de un total de 49) concentraron el 80% de los resultados agregados totales.

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada

CUADRO 17

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	nov-08	nov-07	% var.	nov-08	nov-07	% var.
I. MARGEN FINANCIERO	146.741	116.110	26,4	8.758	13.853	-36,8
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	-46.807	115.337	n.s.	-3.348	443	n.s.
III. COMISIONES NETAS	522.174	729.541	-28,4	137.843	212.041	-35,0
Comisiones percibidas (=1 a 9)	758.915	992.177	-23,5	157.483	279.979	-43,8
1. Tramitación y ejecución de órdenes	539.234	648.148	-16,8	58.846	116.985	-49,7
2. Colocación y aseguramiento de emisiones	36.179	54.464	-33,6	4.745	2.381	99,3
3. Depósito y anotación de valores	18.929	23.090	-18,0	338	1.524	-77,8
4. Gestión de carteras	15.874	25.135	-36,8	19.093	24.200	-21,1
5. Diseño y asesoramiento	18.860	50.391	-62,6	2.680	1.965	36,4
6. Búsqueda y colocación de paquetes	12	9	33,3	0	0	-
7. Operaciones de crédito al mercado	12	21	-42,9	0	0	-
8. Suscripción y reembolso en IIC	72.225	126.150	-42,7	27.133	67.862	-60,0
9. Otras	57.590	64.769	-11,1	44.648	65.062	-31,4
Comisiones satisfechas	236.741	262.636	-9,9	19.640	67.938	-71,1
IV. MARGEN ORDINARIO (=I+II+III)	622.108	960.988	-35,3	143.253	226.337	-36,7
10. Gastos de explotación	334.600	382.756	-12,6	124.429	135.300	-8,0
V. MARGEN DE EXPLOTACIÓN (=IV-10)	287.508	578.232	-50,3	18.824	91.037	-79,3
11. Amortizaciones y otras dotaciones	74.273	68.197	8,9	5.518	7.280	-24,2
12. Otras ganancias y pérdidas	101.273	157.201	-35,6	12.231	29.869	-59,1
VI. RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (=V-11+12)	314.508	667.236	-52,9	25.537	113.626	-77,5
VII. RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS	314.508	667.236	-52,9	25.537	113.626	-77,5

Fuente: CNMV.

n.s. No tiene sentido la comparación al ser las magnitudes de distinto signo.

...debido a la moderación de sus comisiones más importantes (por tramitación y ejecución de órdenes y por suscripción y reembolso de IIC).

Las sociedades de valores obtuvieron menores ingresos en su actividad por cuenta ajena, es decir, en su negocio típico de prestación de servicios de inversión a terceros, y también en alguna de sus actividades por cuenta propia, concretamente en su operativa con valores. El descenso de las comisiones percibidas por estas entidades fue superior al 23% en el periodo de referencia²⁹. Destaca la caída de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes (un 17%), que en 2008 supuso más del 70% de las comisiones percibidas por las sociedades de valores. También ha sido sustancial la moderación de los ingresos percibidos por suscripción y reembolso de IIC (casi un 43%), en línea con la debilidad de esta industria y de los derivados de la colocación y el aseguramiento de emisiones (-34%) —debido a la práctica ausencia de emisiones en los mercados primarios—, o el diseño y asesoramiento de operaciones (-63%).

Los márgenes más importantes (ordinario y de explotación) también mostraron caídas significativas.

La evolución comentada de todos los ingresos percibidos por las sociedades de valores dio lugar a un margen ordinario de 622,1 millones de euros, una cifra que resulta un 35% inferior a la de 2007. El descenso fue incluso mayor en el caso del margen de explotación (50%) puesto que los gastos de explotación no descendieron al mismo ritmo que los ingresos, lo que dio lugar a una cierta pérdida de eficiencia de las entidades. Los beneficios obtenidos en actividades extraordinarias también descendieron en términos interanuales.

En el caso de las **agencias de valores**, el beneficio agregado antes de impuestos acumulado entre enero y noviembre de 2008 fue de 25,5 millones de euros, lo que

29 Enero-noviembre de 2008 respecto al mismo periodo de 2007.

supone un descenso anual del 77%, muy superior al mostrado por las sociedades de valores. La concentración de estas entidades es incluso mayor que la de las sociedades de valores, las siete que presentaron mayores beneficios (de un total de 53) concentraron el 85% de los resultados agregados totales.

Las comisiones percibidas por estas entidades, que legalmente tienen restringida la operativa por cuenta propia y básicamente operan por cuenta ajena, descendieron un 35% hasta los 137,8 millones de euros. Como en el caso de las sociedades de valores, destacan las caídas en las dos vías principales de ingresos: la tramitación de órdenes en los mercados (casi un 50%) y la suscripción y el reembolso de IIC (un 60%).

El margen ordinario agregado de las agencias de valores quedó en 143,3 millones de euros, un 37% menor que el 2007, pero aún mayor fue el descenso del margen de explotación (más del 79%) debido a la escasa contención de los gastos de explotación. Se deduce también para estas entidades una pérdida de eficiencia relativa. Los ingresos obtenidos en actividades extraordinarias también cayeron con fuerza (casi un 60% respecto a 2007).

Como consecuencia de esta evolución en las cuentas de pérdidas y ganancias, los ratios de rentabilidad agregada³⁰ sobre recursos propios (ROE) de estos intermediarios financieros descendieron notablemente en 2008 (véase gráfico 12). En el caso de las sociedades de valores, el ROE agregado cayó desde el 63% en 2007 hasta el 27% en 2008, mientras que las agencias de valores mostraron una caída aún mayor (del 62% al 21%). Así, los ratios de rentabilidad quedan lejos de los elevados registros de los últimos años y se acercan a unos niveles similares a los existentes al principio de la década. El análisis de los componentes que explican la variación de la rentabilidad³¹ de las sociedades y agencias de valores muestra que la moderación de la rentabilidad de estos intermediarios tuvo origen en dos factores fundamentalmente: el significativo descenso de la productividad de los activos y la reducción de la eficiencia de estas entidades financieras³². La aportación de los ingresos extraordinarios también fue negativa, pero de mucha menor intensidad (véase gráfico 13).

El descenso de los beneficios agregados de las agencias de valores fue incluso superior que el de las sociedades de valores (un 77% en términos anuales)...

...como consecuencia de la fuerte moderación de los ingresos derivados de las actividades ordinarias...

...y extraordinarias.

Las rentabilidades sobre los recursos propios descendieron tanto en las sociedades como en las agencias de valores desde niveles superiores al 60% en 2007 hasta registros inferiores al 30% en 2008...

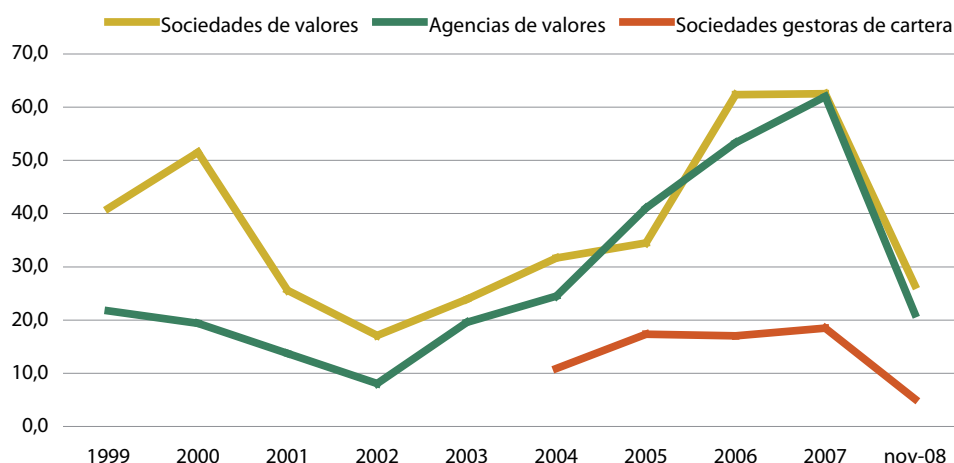
30 Tomando resultados anualizados antes de impuestos hasta noviembre de 2008.

31 Para mayor detalle, véase recuadro en el primer informe sobre los mercados de valores y sus agentes publicado en el Boletín Trimestral de la CNMV, Trimestre I 2008.

32 Las medidas tradicionales de eficiencia habitualmente se entienden como cocientes entre los márgenes obtenidos por las entidades y los gastos en que han incurrido para obtenerlos. Sin embargo, en un marco como el actual, caracterizado por un fuerte descenso de los precios de la renta variable, y teniendo en cuenta que la tramitación de órdenes en los mercados de renta variable es la principal vía de ingresos de las ESI, se puede argumentar que al menos una parte de la pérdida de eficiencia de las ESI tiene origen en la caída de dichos precios (de hecho, el número de órdenes que tramitaron en los mercados nacionales de renta variable en 2008 creció cerca de un 7%).

ROE antes de impuestos Sociedades, agencias de valores y sociedades gestoras de cartera

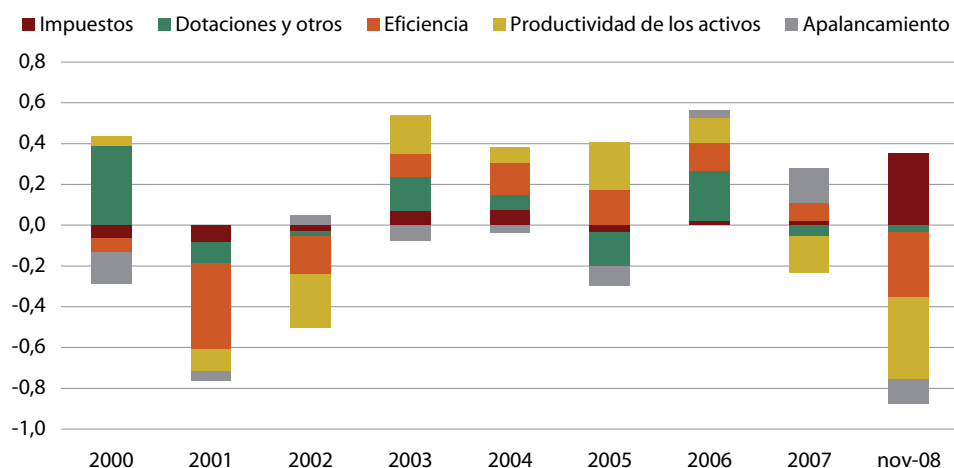
GRÁFICO 12



Fuente: CNMV y elaboración propia.

Descomposición factorial de la variación interanual del ROE Sociedades y agencias de valores

GRÁFICO 13



Fuente: CNMV y elaboración propia.

...al tiempo que aumentaba el número de entidades en pérdidas (de 9 a 31), si bien estaban concentradas en pocas entidades.

Los márgenes de solvencia de las ESI, ya suficientemente holgados, se ampliaron ligeramente en 2008 debido a la acumulación de reservas de las entidades.

En paralelo con el fuerte descenso de las rentabilidades de las empresas de servicios de inversión, se ha producido un incremento notable del número de entidades en pérdidas. Concretamente, a finales de noviembre de 2008, el número de entidades con resultado antes de impuestos negativo ascendió a 31³³ (18 agencias de valores, 10 sociedades de valores, y 3 sociedades gestoras de cartera), una cifra sensiblemente superior a la de finales de 2007, cuando únicamente 9 entidades estaban en dicha situación. Las pérdidas están concentradas en pocas entidades. Así, las cinco entidades con mayores pérdidas aglutinan casi el 70% de las pérdidas totales del sector.

La posición de solvencia de los intermediarios financieros sigue siendo holgada en términos generales. Como se observa en el gráfico 14, el margen de solvencia agregado de las sociedades de valores finalizó 2008 en niveles más holgados que los de 2007 (los recursos propios eran casi seis veces mayores que los exigidos) mientras

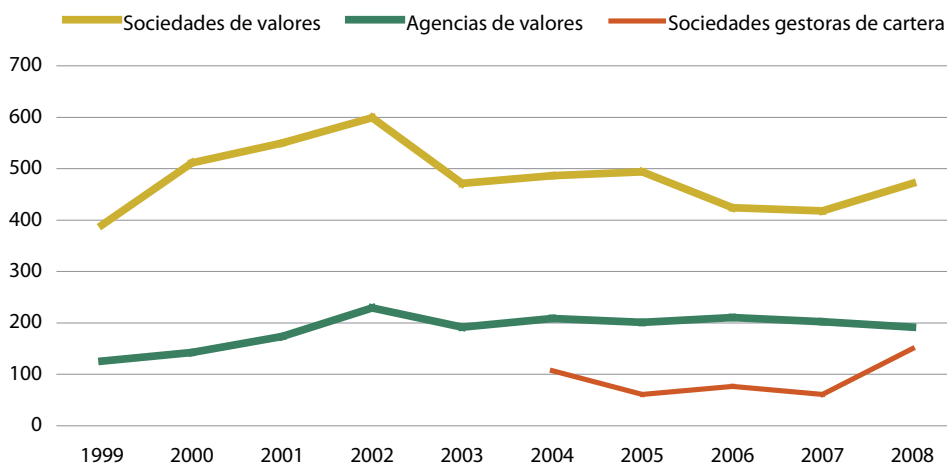
33 De un total de 113.

que el margen agregado de las agencias de valores se mantuvo en niveles similares (los recursos propios eran tres veces superiores a los exigidos). El reforzamiento de los recursos propios de las entidades está directamente relacionado con la acumulación de reservas por parte de las mismas. El número de intermediarios financieros con márgenes de solvencia más ajustados (por debajo del 50%) fue algo inferior al registrado en diciembre de 2007 (11 frente a 14).

Margen de solvencia de las ESI

GRÁFICO 14

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



Fuente: CNMV y elaboración propia.

Las perspectivas para este conjunto de intermediarios financieros para los próximos meses continúan estando lastradas por la atonía de las principales líneas de negocio, especialmente en el ámbito de la contratación en los mercados financieros. Se vislumbra, por lo tanto, la permanencia de una situación de exceso de capacidad en el sector que invita a las entidades a revisar su estructura de costes y a adoptar, en su caso, las oportunas decisiones estratégicas.

La complejidad del marco actual puede propiciar una cierta reestructuración del sector a medio plazo.

4.3 Otros intermediarios: capital riesgo³⁴

Según el registro de entidades de capital riesgo (ECR), durante 2008 se registraron 55 nuevas entidades de capital riesgo. De estas, 25 fueron sociedades de capital riesgo, 21 fueron fondos y 9 sociedades gestoras de ECR. En 2007, el número de ECR registradas en el CNMV aumentó en 61, de las cuales 33 fueron sociedades (SCR), 16 fueron fondos y 12 sociedades gestoras.

El número de entidades de capital riesgo continuó al alza en 2008...

34 Con motivo del cambio normativo contable en el ámbito de las sociedades gestoras de IIC (Circular 7/2008 de 26 de noviembre de la CNMV), en la fecha de cierre de este informe no se disponía de información adecuada para exponer la evolución de estas entidades en el conjunto de 2008, que se realizará, por tanto, en el siguiente número.

Entidades	Situación a 31/12/2007	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2008
Entidades	276	55	9	322
Fondos de capital-riesgo	76	21	2	95
Sociedades de capital-riesgo	134	25	5	154
Sociedades gestoras de ECR	66	9	2	73

Fuente: CNMV.

...a pesar de que tanto los volúmenes de inversión como el número de operaciones descendieron en 2008.

Los datos facilitados por la asociación española de capital riesgo (ASCRI) muestran que la inversión de las compañías de capital riesgo en España alcanzó los 2.948 millones de euros en 2008, un 32,3% menos que en el año anterior, pero sólo un 5,2% inferior al volumen alcanzado en 2006. Esta caída está en consonancia con la producida en el resto de países europeos. El número de operaciones también descendió, si bien con menor intensidad, un 5,7%³⁵ respecto a 2007. Por su parte, las desinversiones ascendieron a 604 millones de euros, lo que supone un retroceso del 62%. El número de operaciones de desinversión fue de 336, cifra un 16% inferior al año anterior.

Las dificultades de acceso a la financiación de estas entidades condicionarán el patrón y el volumen de las inversiones en el futuro próximo.

Existe una gran incertidumbre acerca de la posible evolución futura del volumen de la inversión del sector o del número de operaciones. Por un lado, las entidades con una mayor liquidez están en condiciones de afrontar las compras en mejores condiciones y así poder obtener rentabilidades a medio y largo plazo por encima de la media del mercado. Por otro, las entidades que requieran apalancamiento (operaciones LBO), cuando el coste de financiación de estas operaciones ha aumentado, los plazos de amortización son más cortos y los importes menores, con la recurrencia a préstamos sindicados que pudiera derivarse, deberán sortear las dificultades presentadas en el acceso a financiación ante la contracción crediticia. Únicamente aquellas ECR con mejor historial de resultados tendrán más facilidades para conseguir financiación. Por el momento, las dificultades de financiación del marco actual están obligando a las ECR a cambiar el patrón de sus inversiones hacia operaciones que requieran menor endeudamiento³⁶, a tomar participaciones minoritarias y a adaptarse a las exigencias de unos inversores más selectivos a la hora de confiar su capital a los gestores, con una canalización de la inversión hacia sectores con rentabilidades más predecibles y una regulación más favorable³⁷. Tampoco se descarta la vía de la reestructuración de algunas entidades y un efecto selección positivo de aquellos intermediarios que afronten con mayor solvencia los acontecimientos futuros.

35 Datos provisionales.

36 De hecho, la inversión en operaciones apalancadas ha descendido 22 puntos porcentuales, desde el 54% del volumen total en 2007 hasta el 32% en 2008. Dichas operaciones representaron en 2008 tan solo el 3% del total de operaciones.

37 En este sentido, cabe destacar el volumen de inversión recibido por aquellas empresas pertenecientes al sector de la energía y recursos naturales (34% del total en 2008).

5 La transparencia en los mercados distintos de las acciones

5.1 Introducción: la transparencia y la crisis

El funcionamiento correcto de los mercados financieros requiere la existencia de un nivel adecuado de transparencia, ya que ésta asegura un proceso de formación de precios eficiente y proporciona confianza a los inversores. La difusión de información es importante para reducir la asimetría informativa y, por tanto, evitar la presencia de agentes informados que puedan obtener beneficios a expensas de los no informados. Sin embargo, la transparencia no está exenta de costes. Por una parte, existen costes de implantación de los mecanismos adecuados para recoger la información y difundirla y, por otra parte, las entidades quedan sujetas a la disciplina de mercado, ya que uno de los beneficios de la transparencia es permitir a los inversores enjuiciar el resultado de la actividad de los intermediarios de mercado.

Los participantes necesitan información sobre las características de los activos que se negocian y sobre la propia negociación. Esto supone que haya información sobre las condiciones de demanda y oferta y sobre los resultados del intercambio. Un primer tipo de información relevante afecta a las órdenes existentes, su tamaño y las cotizaciones que se ofrecen/solicitan. Esta información relativa a las condiciones existentes antes de la negociación se conoce como *pre-transparencia*. Un segundo conjunto de variables de interés, como precios cruzados o volúmenes negociados, se determina después de la negociación, por lo que se las asocia al término *post-transparencia*.

Las características de la negociación y la regulación han hecho que el régimen de transparencia existente en general sea diferente en el caso de los mercados de renta variable que en el resto de mercados. Los primeros son mercados centralizados, con una participación minorista importante y la transparencia en ellos está consolidada, algo que no ocurre en los mercados de renta fija y de productos estructurados, cuya negociación suele ser bilateral y, en el segundo de los casos, OTC.

La crisis financiera ha puesto de manifiesto ciertas deficiencias en la transparencia de los mercados de deuda privada y, sobre todo, en los mercados de productos estructurados y CDS, que contribuyeron a la generación y la transmisión de desconfianza en los mercados.

En el ámbito de los mercados de deuda privada, una de las primeras consecuencias de la crisis financiera fue una fuerte contracción de la liquidez en algunos segmentos del mercado que vino acompañada de una ampliación de los *spreads* de compra y venta y, más recientemente, una divergencia notable entre los *spreads* de los CDS y de los respectivos mercados de bonos. Como consecuencia de ello, la valoración de ciertos productos estructurados se hizo más difícil. Por ello, existe el convencimiento de que una mayor disponibilidad de información (especialmente *post* negociación) resultaría positiva en el proceso de restaurar la confianza en los mercados, retomar los niveles de contratación habituales y realizar unas valoraciones creíbles de los productos.

Los diversos análisis de la crisis y de las deficiencias que pudieron agravarla dieron lugar a algunas recomendaciones en diversas materias relacionadas con los mercados

El funcionamiento correcto de los mercados financieros requiere la existencia de un nivel adecuado de transparencia cuya implantación no está, por otra parte, exenta de costes.

Los participantes necesitan información sobre las características de los activos que se negocian y sobre la propia negociación.

Las características de la negociación y la regulación han hecho que la transparencia esté consolidada en los mercados de acciones, pero no en los de renta fija y productos estructurados.

La crisis financiera ha puesto de manifiesto ciertas deficiencias en la transparencia de estos últimos que, ...

...en los mercados de deuda ha dado lugar a una fuerte contracción de la liquidez en algunos segmentos...

...lo que, en definitiva, ha puesto de manifiesto la necesidad de revisar la transparencia de los mercados financieros de renta fija y derivados.

Las recomendaciones del FSF, las propuestas del G-20 o los trabajos de IOSCO apuntan en esa dirección.

En los mercados de deuda privada existe un déficit de información tanto en el ámbito de la pre- como de la post-negociación.

En los mercados de productos estructurados, en la mayoría de los casos, tampoco se dispone de los parámetros básicos en el ámbito de la información post negociación.

En el caso de los ABS el déficit de información se puede atribuir a la falta de un mercado secundario establecido, ...

financieros, entre las que destacan las del Foro de Estabilidad Financiera (Financial Stability Forum, FSF), que en su informe “Mejora de la resistencia institucional y de los mercados” de abril de 2008 llamaba la atención, entre otros temas, sobre la necesidad de aumentar la transparencia *post* negociación en los mercados secundarios, ya que resulta esencial para mejorar la valoración de los productos financieros y constituye una buena fuente de información sobre la transferencia de los riesgos.

Entre las iniciativas que se han emprendido desde el inicio de la crisis destacan las propuestas del G-20 en la cumbre de Washington sobre el papel de la transparencia en los mercados distintos de acciones, especialmente en los productos estructurados, y el trabajo del Task Force de IOSCO sobre transparencia en los mercados y productos no regulados. Adicionalmente, se han realizado estudios dentro del grupo de trabajo de mercados de IOSCO cuyo objeto es analizar los mercados de productos estructurados y las consecuencias derivadas de la exigencia de una mayor transparencia *post* negociación en estos mercados.

5.2 La información existente

En los mercados de deuda privada existe un déficit de información tanto en el ámbito de la *pre-* como de la *post-*negociación. Existe una cierta cantidad de información referente a precios en el ámbito de la *pre-*negociación, disponible a un coste generalmente elevado a través de determinados difusores de información, con lo que esta información no suele llegar al inversor minorista. La información *post-*negociación en los mercados de bonos es proporcionada por los mercados regulados para los instrumentos que se negocian en ellos, por plataformas de negociación entre *dealers* o abiertas a clientes, o por asociaciones, como es el caso de ICMA (International Capital Market Association). En los mercados de bonos la información se controla por los participantes mayoristas y esto implica una asimetría entre los inversores minoristas que negocian a través de intermediarios que disponen de la información que estos les proporcionan y los minoristas que negocian de forma directa, cuya información se limita a la proporcionada por periódicos o Internet o por los mercados regulados, si es el caso. Por lo tanto, la práctica ausencia de información pública en el ámbito de la *post-*contratación, que sólo existe en algunos países para determinados instrumentos que cotizan en las bolsas, ha complicado, especialmente después de la crisis, la valoración de las carteras de los inversores institucionales más importantes (bancos, fondos de inversión, *hedge funds*,...) y también la generación de estadísticas apropiadas.

En los mercados de productos estructurados, en la mayoría de los casos, tampoco se dispone de los parámetros básicos en el ámbito de la información *post* negociación, que deberían incluir el nombre del emisor, el nombre del tramo, el volumen, el precio y la fecha de transacción. En la actualidad, la información disponible según el tipo de producto estructurado es la siguiente:

- Asset Backed Securities (ABS): Existe poca información, lo cual puede atribuirse a la falta de un mercado secundario establecido. Los participantes siguen estrategias de inversión hasta vencimiento y la negociación suele ser bilateral entre los inversores y los *dealers*, los cuales sí parecen tener acceso a información sobre estos productos. En el caso de estos productos, donde el mercado secundario es muy limitado, la instauración de un régimen de información *post* negociación

estandarizado puede contribuir a la formación de precios y a la valoración de productos.

- Collateral Debt Obligations (CDO): La información sobre estos productos es difícil de obtener, incluso para los intermediarios, los cuales utilizan precios indicativos o distintos *benchmarks* para valorar los precios de ejecución. Los *benchmarks* a su vez se pueden basar en precios de bonos o clases de bonos, en modelos de valoración o en herramientas que producen precios *proxy* para diferentes tramos, vencimientos, diferenciales, etc.
- Asset Backed Commercial Paper (ABCP): También en este caso existe un déficit de transparencia, tanto *pre* como *post* negociación. Estos productos normalmente se compran con la finalidad de mantenerse hasta vencimiento y no existe en general negociación posterior a la emisión. En el caso de estos productos se ha echado en falta información sobre los activos subyacentes, en muchos casos de duración superior al propio ABCP, y sobre los compromisos de liquidez que suelen tener con los propios emisores. Hay que considerar que muchos de estos productos forman parte de la cartera de fondos de inversión monetarios con ventanilla de reembolso diaria y dudas sobre la valoración de activos incorporados a la cartera de estos fondos podrían provocar el alejamiento de estos productos por parte de los inversores.
- Credit Default Swaps (CDS): Aunque una mayor información de parámetros *post* negociación (volumen, precio) sería positiva, este mercado dispone de más información de precios que en los de otros productos estructurados.

...en los CDO, la información es difícil de obtener para los intermediarios,...

...en los ABCP existe un déficit de transparencia pre- y post-negociación,...

...mientras que en los CDS la disponibilidad de información es algo mayor.

5.3 La transparencia en la MiFID y en EEUU

En el caso de los mercados europeos, las obligaciones de transparencia vienen recogidas en la Directiva de Mercados en Instrumentos Financieros (MiFID). Esta Directiva contiene un régimen extenso de obligaciones de transparencia de los mercados de acciones que deben ser cumplidas por los mercados regulados, los sistemas multilaterales de negociación (MTF) y las entidades financieras que realizan internalización (internalizadores sistemáticos).

En el caso de los mercados europeos, las obligaciones de transparencia se recogen en la MiFID, que contiene un régimen de obligaciones extenso para los mercados distintos de acciones...

Sin embargo, este régimen no se ha extendido a otros mercados distintos de las acciones. La justificación habitual de este tratamiento heterogéneo se encuentra en la naturaleza mayorista de estos mercados. Es frecuente que los mercados de deuda privada no sean de negociación centralizada, sino bilateral, lo que implica la búsqueda de contrapartida y en ellos, generalmente, es importante la presencia de *dealers*. La participación de inversores minoristas es reducida y lo más habitual es que sus decisiones sean de “comprar y mantener” y no realizar una negociación activa.

...que no está extendido a otros mercados distintos de acciones...

La propia MiFID recoge un periodo de estudio para la exención de transparencia en los mercados distintos de acciones. Así, en su artículo 65 se establece la obligación de la Comisión europea de informar, en el plazo de dos años tras la entrada en vigor de la Directiva, al Parlamento Europeo y al Consejo sobre la posible ampliación de las obligaciones de transparencia *pre* y *post* negociación para instrumentos financieros distintos de las acciones.

...si bien la propia MiFID recoge un periodo de estudio para la exención de transparencia en dichos mercados.

En consecuencia, en 2006 la Comisión europea encargó a CESR que realizase un estudio sobre la situación de los mercados de deuda corporativa. A ese mandato inicial

Por ello, en 2006 la Comisión europea le encargó a CESR que realizase un estudio...

le siguió, a finales de 2006, una petición de asistencia técnica sobre diversas cuestiones que se publicó en agosto de 2007, ya en una situación en la que los mercados financieros sufrían las primeras consecuencias de la crisis.

...en el que no encontró evidencia de fallo de mercado.

Las conclusiones de ese informe de CESR señalaban que no había evidencia de un fallo de mercado que requiriese alguna intervención regulatoria y que, por tanto, no se veía necesario extender las obligaciones de transparencia a otros mercados distintos de acciones.

Sin embargo, a la vista del desarrollo de la crisis financiera, CESR decidió reabrir el estudio de la transparencia.

Sin embargo, a la vista del desarrollo de la crisis financiera, CESR decidió reabrir el estudio de la transparencia en los mercados no de acciones centrándose en su posible contribución al agravamiento de la crisis. Este nuevo estudio ha sido sometido a consulta pública y será aprobado por CESR en el próximo verano. Aunque el estudio no identifica fallos de mercado que exijan la actuación regulatoria, sí señala, a diferencia del estudio precedente, que el aumento de la transparencia tendría un efecto positivo.

La situación europea contrasta con la existente en EEUU, donde está implantado el sistema de información TRACE desde 2002.

La situación europea contrasta con la existente en EEUU, donde el sistema de información TRACE, implantado desde 2002, proporciona información detallada *post*-negociación de un importante conjunto de valores de renta fija. Entre 2002 y 2005 el sistema pasó por tres fases en las que el número de instrumentos financieros se fue ampliando y el tiempo para proporcionar la información fue disminuyendo. Los intermediarios del sistema que realizan operaciones con alguno de estos valores están obligados a proporcionar información de las operaciones OTC, una parte de la cual se hace pública. Para cada transacción, el intermediario debe identificar, entre otros elementos, el bono, el día y hora de la operación, el volumen, el precio, las comisiones establecidas, la contraparte de la operación, etc.

5.4 Los argumentos tradicionales en contra de la regulación de la transparencia

El primer argumento en contra se basa en el carácter mayorista de los mercados...

Habitualmente se esgrimen dos argumentos para posicionarse en contra del aumento de transparencia de los mercados financieros. El primero de ellos niega que exista un fallo de mercado asociado a la falta de transparencia por el hecho de que existe información privada y de que, en la mayoría de los casos, se trata de mercados mayoristas en los que los participantes declaran no tener problemas para obtener información *pre* y *post* negociación a través de servicios de difusión de información.

... pero cada vez hay más minoristas y los institucionales precisan más información.

Sin embargo, la información que existe en el ámbito privado es insuficiente (no existe, por ejemplo, mucha información sobre las transacciones realizadas) y el hecho de que exista información privada no es determinante por sí solo. Por otra parte, aunque es cierto que tradicionalmente estos mercados han tenido un carácter mayorista, existen tres razones que permiten argumentar la necesidad de un aumento de la transparencia. Una es el incremento reciente de la presencia de los inversores minoristas, no sólo en los mercados de deuda sino también en el de productos estructurados. Otra radica en el hecho de que detrás de las operaciones de algunos inversores mayoristas se encuentran minoristas que, como consecuencia de la falta de información, no son capaces de efectuar un seguimiento y evaluación adecuados de las decisiones que toman los intermediarios mayoristas en su nombre. Por último, la complejidad de algunos de los instrumentos financieros ha puesto de manifiesto la necesidad de aumentar la información sobre los mismos, particularmente en lo

que se refiere a las transacciones realizadas, como forma de mejorar el diseño de las estrategias de compra y venta de los inversores.

El segundo argumento en contra del aumento de la transparencia relaciona incrementos excesivos de transparencia con caídas en la liquidez de los mercados. Por el momento, la evidencia empírica del efecto sobre la liquidez de la instauración de regímenes de mayor transparencia no es concluyente. De hecho, algunos análisis efectuados sobre el impacto de la introducción del sistema de información TRACE en Estados Unidos han detectado una cierta disminución de los *spreads bid/ask* de las cotizaciones en los mercados secundarios.

De este modo, no está probado que el aumento de la transparencia expulse a los intermediarios de los mercados reduciendo así su liquidez. Sí parece probable, en cambio, que su sistema de remuneración sufriera algún cambio pasando a recaer más en comisiones de intermediación que en el aprovechamiento del diferencial de precios entre operaciones de compra y de venta.

5.5 Conclusiones

La posición europea oficial respecto a la necesidad de establecer requisitos regulatorios sobre las obligaciones de información *post*-negociación en los mercados distintos de acciones ha cambiado hasta el momento sólo de una manera tibia, a pesar de los hechos puestos de manifiesto durante la crisis financiera.

La postura de los países europeos se encuentra dividida en dos grupos. Algunas autoridades afirman que la crisis no debe cambiar las conclusiones a las que llegó CESR en agosto de 2007 y siguen apoyando la idea de que sea la industria quien, de manera autónoma, posibilite un aumento de la información. Otras, sin embargo, están de acuerdo en señalar que, aunque la falta de *post*-transparencia no es la causa única de la crisis y su mejora tampoco sea la solución a los problemas existentes, no parece coherente defender la situación actual de los mercados de renta fija, productos estructurados y CDS, cuando todas las lecciones de la crisis y recomendaciones de los organismos internacionales señalan la necesidad de mejorar la transparencia. Por otra parte, el argumento que relaciona incrementos de transparencia con caídas de la liquidez de los mercados no ha encontrado, por el momento, evidencia empírica concluyente.

La CNMV sostiene que existen elementos de valoración suficientes para concluir que existen fallos de mercado en el ámbito de la transparencia de los mercados financieros distintos de acciones. Específicamente, no puede negarse la asimetría informativa existente entre los grandes participantes y los inversores minoristas. De este modo, debe considerarse la introducción, de manera coordinada, de medidas que supongan requisitos de transparencia sobre los términos de las transacciones realizadas en los mercados de bonos y derivados relevantes.

El segundo relaciona aumentos excesivos de transparencia con caídas de la liquidez de los mercados, pero la evidencia empírica al respecto no es concluyente.

El aumento de transparencia podría dar lugar a un cambio en los sistemas de remuneración de los intermediarios.

La posición de las autoridades europeas se encuentra dividida en dos grupos.

La CNMV sostiene que existen suficientes elementos de valoración para concluir que existen fallos de mercado, por lo que estima necesario la introducción de requisitos de transparencia, de forma coordinada, en los mercados relevantes de renta fija y derivados.

II Informes y análisis

El gobierno corporativo de las sociedades cotizadas españolas: principales características y nivel de transparencia

Ester Martínez Cuesta y Ángel Domínguez Fernández Burgos(*)

* Ester Martínez y Ángel Domínguez pertenecen al Departamento de Informes Financieros y Contables de la CNMV.

1 Introducción

En este artículo se describen las principales características y tendencias del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas desde el año en que empezaron a publicarse los informes anuales de Gobierno Corporativo (en adelante, IAGC) hasta 2007, primer ejercicio de aplicación del Código Unificado de Buen Gobierno.

El artículo se estructura en seis secciones. Las primeras incluyen una síntesis de la evolución del marco regulatorio español, posiblemente el más exigente de nuestro entorno en requisitos de transparencia, y sus principales características respecto al resto de legislación europea.

En las secciones 4 a 6 se describen las principales conclusiones obtenidas a partir de la revisión de los IAGC, que ponen de manifiesto la existencia de materias de gobierno corporativo sobre las que las sociedades cotizadas presentan un elevado nivel de transparencia y un alto grado de seguimiento del Código Unificado y otras sobre las que se requiere un mayor esfuerzo para mejorar el nivel de transparencia.

2 Evolución del marco normativo europeo

A principios del siglo XXI se sucedió una serie de escándalos financieros en Estados Unidos —casos Enron (2001) y WorldCom (2002)— y en Europa —Parmalat (2003)— que tuvieron como denominador común, entre otros, importantes fallos en las prácticas de gobierno corporativo y en los sistemas de control de riesgos. El efecto de estos escándalos se potenció por dos procesos desarrollados durante la década de los noventa: la popularización de la inversión en los mercados de valores y la globalización de la economía.

Como resultado de esta situación, y con el fin de recuperar la confianza en los mercados surgió una importante corriente para el fomento de las buenas prácticas de gobierno corporativo en las empresas, fundamentalmente en aquellas que acuden a los mercados de capitales en busca de ahorro público. En Alemania se aprobó en 2002 el Informe Cromme, Francia e Italia revisaron sus códigos de buen gobierno y, a principios 2003, los informes Higgs y Smith propusieron un conjunto de modificaciones en el código británico basado en el informe Cadbury de 1992.

La OCDE revisó sus principios de gobierno corporativo en 2004 e IOSCO y la Comisión europea también emitieron recomendaciones. Finalmente, en Europa se impuso a las empresas cotizadas la obligación de elaborar y difundir un informe de gobierno corporativo sobre el principio de “cumplir o explicar” el grado de seguimiento de las recomendaciones del código de referencia en cada país¹.

1 Directiva 2006/46/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006.

España no se mantuvo al margen de estas tendencias y, a partir de 2002, se llevó a cabo una serie de iniciativas que dieron lugar a una profunda reforma legislativa y a la elaboración de un nuevo código de buen gobierno.

3 Del Código Olivencia al Código Unificado. Arquitectura de la transparencia en España

Ya en 1997 se creó una Comisión especial presidida por Manuel Olivencia que elaboró el primer Código de Buen Gobierno de España. Este Código contenía 23 recomendaciones centradas en los consejos de Administración de las empresas cotizadas, en su funcionamiento y en las conductas de sus miembros.

Cuatro años después se creó una Comisión Especial presidida por Enrique de Aldama para proponer “criterios y pautas” con la finalidad de aumentar la transparencia y la seguridad en los mercados financieros. En enero de 2003, la Comisión Especial terminó sus trabajos con la aprobación del denominado “Informe Aldama”.

En las conclusiones de dicho Informe se puso de manifiesto que para fomentar la transparencia era conveniente recoger en normas legales algunas recomendaciones cuyo cumplimiento, dada su importancia, no debía depender únicamente de la voluntad de las propias empresas.

La aplicación de esta idea se plasmó en la Ley de Transparencia², que dio soporte normativo a una serie de recomendaciones sobre requisitos de transparencia y régimen de los deberes de los administradores, especialmente en el ámbito de los conflictos de interés. También recoge la obligación de establecer diversos mecanismos en materia de gobierno corporativo que comprenden, entre otros, un reglamento del Consejo de Administración, un reglamento de la Junta general y un informe anual de gobierno corporativo.

Dado que a la fecha de entrada en vigor de la Ley de Transparencia coexistían dos códigos de Buen Gobierno —Olivencia y Aldama— se encargó a la CNMV la elaboración de un documento único sobre gobierno corporativo. El resultado fue el Código Unificado de Buen Gobierno, que fue aprobado por el Consejo de la CNMV en mayo de 2006.

Las principales características del sistema español de transparencia sobre las prácticas de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas se resumen como sigue:

- a) El Código Unificado incluye definiciones vinculantes, que las sociedades cotizadas deben respetar al informar sobre si cumplen o no las recomendaciones.
- b) La Ley del Mercado de Valores no sólo requiere que las sociedades cotizadas publiquen anualmente un IAGC, sino que atribuye a la CNMV competencias tanto sobre el seguimiento y la difusión de las prácticas de gobierno corporativo como sobre la razonabilidad del contenido de los IAGC, que van acompañadas de un régimen sancionador³.

2 Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 15464/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas.

3 Artículos 116 y 100.b (bis) de la Ley del Mercado de Valores.

- c) Las sociedades cotizadas deben publicar su informe anual como hecho relevante, siguiendo el modelo estandarizado establecido mediante Circular de la CNMV. El formato y los contenidos del modelo español de IAGC permiten el análisis estadístico y facilitan la comparación. Con esta información, la CNMV elabora anualmente dos informes⁴: uno sobre las compañías del IBEX y otro sobre todos los emisores de valores cotizados en España.
- d) El adecuado cumplimiento del principio “cumplir o explicar” no implica el seguimiento íntegro de todas y cada una de las recomendaciones del Código Unificado, pues el principio de transparencia que lo inspira complementa su carácter voluntario.

Todo ello ha supuesto un avance muy significativo de la transparencia sobre prácticas de gobierno corporativo en España y, en consecuencia, cabe esperar que se evolucione progresivamente hacia una mejora de dichas prácticas.

4 Estructura de gobierno de las sociedades anónimas españolas y disciplina corporativa

Como ya se ha indicado, es destacable el nivel de transparencia alcanzado a través de los IAGC sobre estructuras y prácticas de gobierno de las sociedades cotizadas. Como prueba de ello, cabe subrayar que la mayoría de las sociedades han incluido información en apartados del informe cuya cumplimentación es totalmente voluntaria.

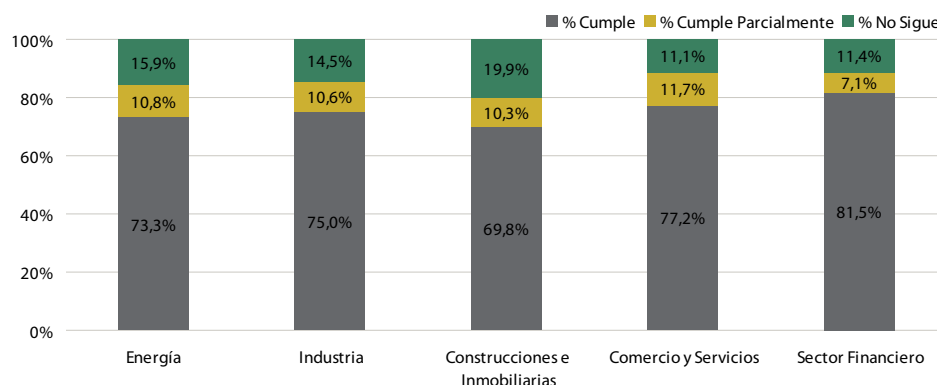
De la revisión de los IAGC correspondientes al ejercicio 2007 se pueden extraer algunas conclusiones que se exponen en los subapartados siguientes.

4.1 Grado de seguimiento general de las recomendaciones

El grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado por parte de las sociedades cotizadas españolas puede considerarse aceptable. Según las declaraciones incluidas en los IAGC, en promedio las sociedades cotizadas siguen, al menos parcialmente, el 85,3% de las 58 recomendaciones incluidas en el Código Unificado.

En el gráfico 1 se muestra el grado de seguimiento del Código Unificado agrupando las sociedades por grandes sectores de actividad. Las entidades financieras son las que muestran el mayor nivel de cumplimiento de las recomendaciones. Por el contrario, las empresas de los sectores construcción e inmobiliario son las que registran menor nivel de seguimiento.

4 Los informes se pueden consultar en www.cnmv.es . <http://10.10.1.33/publicaciones/IAGC2007.pdf>



Fuente: IAGC del ejercicio 2007.

El grado de seguimiento del Código Unificado también varía según la capitalización de las compañías. Las sociedades del IBEX tienen, en promedio, un porcentaje de incumplimientos del Código inferior a la mitad del registrado por las sociedades cuya capitalización no supera los 1.000 millones de euros.

4.2 Características y tendencias en las estructuras de gobierno

Las estructuras de gobierno de las sociedades cotizadas están, en parte, condicionadas por su estructura de capital, en especial por la proporción de capital flotante respecto al capital poseído por accionistas significativos y consejeros⁵. De forma agregada, el promedio de capital flotante de las sociedades cotizadas españolas ascendía al 39% en 2004 y se redujo al 34,9% en 2007 (44,2% en el IBEX⁶).

Aunque en 2007 se produjo un cambio legislativo que hace más estricta la definición de accionista significativo, al reducirse el umbral mínimo de posesión de derechos de voto desde un 5% a un 3%, el efecto de este cambio legislativo es poco relevante a nivel agregado. Descontando dicho efecto, el capital flotante sólo aumentaría en 1,3 puntos porcentuales en 2007.

El grupo de sociedades cotizadas cuyo capital flotante se sitúa por encima del 35% declaran un promedio de seguimiento completo de las recomendaciones del Código Unificado cercano al 80%. El seguimiento medio del resto de sociedades es del 72%, pero muestra un elevado grado de dispersión.

5 Accionista significativo es todo aquel que posee a partir de un 3% de los derechos de voto de una cotizada, según el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, 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.

6 El promedio de capital flotante del Dow Jones EURO STOXX 50[®] asciende al 82,95%, según los datos facilitados en la web: <http://www.stoxx.com/indices/components.html>.

4.3 Junta General

La asistencia media de los accionistas a las juntas generales ha ido aumentando progresivamente, desde el 71,7% del capital en 2004, al 74,9% en 2007. Esta evolución es paralela al incremento del capital en manos de accionistas significativos.

Uno de los principales avances, y también de los más valorados, es la progresiva eliminación de limitaciones al ejercicio de derechos de voto en las juntas generales (tendencia hacia el principio “una acción, un voto”). La imposición de limitaciones es hoy en día una práctica residual en España. Además, cada vez menos sociedades exigen un número mínimo de acciones para la asistencia a la Junta. Por otro lado, está aumentando el número de sociedades que han habilitado el sistema de voto a distancia por medios electrónicos.

Otro avance importante, aplicado por el 86% de las sociedades cotizadas en 2007, es la posibilidad de fraccionar el voto en las juntas. Un significativo número de compañías también ha modificado su reglamento de la Junta para facilitar el ejercicio de los derechos de voto de distintos accionistas representados por intermediarios financieros. Esta práctica permite al intermediario ejercer el derecho de representación de forma fraccionada conforme a las instrucciones de cada uno de sus clientes.

4.4 El Consejo, sus miembros y sus comisiones

La dimensión media de los consejos permanece estable desde 2004 y se sitúa dentro del rango recomendado por el Código Unificado (5 - 15). El peso de los ejecutivos se mantiene en porcentajes en torno al 20%, sin excesivas variaciones desde 2004. Sin embargo, se ha producido un incremento notable del peso de los consejeros dominicales, cuya proporción dobla la de los ejecutivos.

La función general de supervisión constituye el núcleo de la misión del Consejo. Para ello, el órgano de administración ha de mantener la capacidad para examinar con cierta distancia e imparcialidad la labor desarrollada por el equipo directivo pues, de lo contrario, podría cuestionarse la eficacia de su función supervisora.

El Código recomienda que, para que el Consejo cumpla su función general de supervisión, una amplia mayoría de sus miembros sean consejeros externos y que los consejeros ejecutivos constituyan el mínimo necesario para atender las necesidades de información y coordinación. La mayor parte de las sociedades cotizadas cumplen esta recomendación del Código Unificado y tienen una amplia mayoría de consejeros externos.

No obstante, la presencia de consejeros externos independientes ha sufrido un cierto retroceso desde 2004 y en 2007 se sitúa en un porcentaje inferior al 30%. Es también evidencia de lo mismo el hecho de que el porcentaje de sociedades cotizadas que cuentan con menos de un tercio de independientes en sus consejos haya aumentado desde el 50,5% en 2004 al 61,8% en 2007.

La presencia de independientes en la Comisión ejecutiva, el Comité de auditoría y en la Comisión de nombramientos y retribuciones también ha experimentado cierto retroceso.

Una parte de este retroceso ha sido consecuencia de la aplicación de la nueva definición vinculante del Código Unificado, cuya aplicación en 2007 supuso la recalificación de algunos consejeros considerados independientes en años anteriores⁷.

Por otro lado, aunque la proporción de capital flotante determina en gran medida el peso de las distintas tipologías de consejeros, un 28% de las sociedades cotizadas declaran no seguir la recomendación sobre la proporcionalidad existente entre el capital representado por consejeros dominicales y el resto del capital.

4.5 El presidente del Consejo

Es una práctica bastante generalizada en España que la figura del Presidente coincida con la del primer ejecutivo. Esta característica se da en más de la mitad de las sociedades cotizadas, el 52,6% en 2007 frente al 47,2% en 2006. No obstante, la gran mayoría de las sociedades declaran haber implantado mecanismos para atenuar los conflictos potenciales que pudiera generar esta concentración de funciones.

Estos mecanismos van desde el otorgamiento de facultades especiales a uno de los consejeros independientes, como recomienda el Código Unificado, hasta otras alternativas como la existencia de un Consejero delegado, la constitución de una Comisión ejecutiva con amplias funciones, o la posibilidad de solicitar la convocatoria del Consejo por parte de sus miembros.

Si bien el Código Unificado no se pronuncia sobre la conveniencia de la separación de ambas figuras, esta es una diferencia respecto a la práctica seguida en algunos países anglosajones, en los que las figuras de presidente y primer ejecutivo no coinciden en la mayoría de las cotizadas⁸.

4.6 Diversidad de género

El Código Unificado defiende que lograr una adecuada diversidad de género en los consejos de Administración es un logro en el plano de la ética y de la responsabilidad social corporativa.

La presencia de mujeres en los consejos de Administración de las sociedades cotizadas españolas es reducida, en particular si se compara con los países más desarrollados de nuestro entorno⁹. Al cierre del ejercicio 2007, el porcentaje de mujeres en los consejos era del 7,5%, porcentaje ligeramente superior al 5,9% de 2004.

El 60,4% de las sociedades cotizadas afirman cumplir, al menos parcialmente, la recomendación del Código Unificado relativa a la diversidad de género. Por tanto, estas sociedades han adoptado, en mayor o menor grado, medidas para buscar posibles candidatas para cubrir vacantes en el Consejo y establecer procedimientos de selección que no adolezcan de sesgos implícitos que obstaculicen la selección de consejeras.

7 Según el Informe de Gobierno Corporativo de 2007 publicado por la CNMV, en 2007 se nombraron 103 consejeros independientes, cesaron 94 y 37 que en 2006 fueron calificados como tales, dejaron de serlo.

8 El Índice Spencer Stuart de 2007 indica que, en Gran Bretaña, tan sólo el 2% de las cotizadas analizadas tiene presidentes ejecutivos.

9 Según el Índice Spencer Stuart de 2007, las cotizadas analizadas en Gran Bretaña tienen un 11% de consejeras y un 16% en EEUU. En Gran Bretaña un 73% de estas cotizadas cuenta con mujeres en sus consejos y el 91% en EEUU.

4.7 Retribuciones de los consejeros

Desde 2003 las sociedades cotizadas españolas publican información sobre las retribuciones del Consejo que permite realizar un análisis agregado por tipología de consejero y por concepto retributivo. Cabe destacar que en la información correspondiente al ejercicio 2007 se observa cierta moderación en el crecimiento de las retribuciones.

Sin embargo, las recomendaciones del Código Unificado que se refieren a la votación de las políticas retributivas en las juntas generales y la transparencia de las retribuciones individuales de los consejeros se encuentran dentro del grupo de recomendaciones con menor índice de seguimiento. Es frecuente que las sociedades cotizadas estimen suficientes los deberes de transparencia de retribuciones agregadas establecidos en la normativa de obligado cumplimiento y no consideren necesario un mayor nivel de desagregación.

Las sociedades explican que el voto consultivo de un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros no está suficientemente desarrollado en nuestro ordenamiento jurídico. En consecuencia, es el Consejo quien aprueba dicha política e informa a la Junta general sobre las retribuciones devengadas, a través de su IAGC o de la memoria de las cuentas anuales.

No obstante, cabe destacar que la recomendación del Código Unificado relativa a la conveniencia de establecer cautelas técnicas para asegurar que los conceptos retributivos variables guardan relación con el desempeño profesional de sus beneficiarios es una de las que presenta un mayor índice de seguimiento (96%).

Las políticas retributivas son uno de los aspectos del gobierno corporativo que más atención han suscitado a nivel internacional. Por una parte, el foco de atención se encuentra en las entidades financieras que han tenido un mayor protagonismo en la crisis actual. Por otra, también están siendo objeto de debate los sistemas de fijación de salarios, primas, incentivos y los denominados *golden parachute* de los consejeros y directivos de las sociedades cotizadas.

En particular, la Comisión europea ha puesto de manifiesto los problemas que genera la disparidad de criterios de evaluación del rendimiento de las sociedades que se toman como referencia para calcular los incentivos, así como la reducida transparencia de las políticas retributivas. Todo ello dificulta la implicación de los accionistas en la valoración de estas políticas.

También algunos inversores institucionales se han pronunciado sobre la necesidad de mejorar la transparencia en este ámbito, de forma que se pueda valorar la alineación de los intereses del Consejo con los de los inversores respecto a la gestión de la sociedad cotizada objeto de su inversión¹⁰.

10 *Hermes Corporate Governance Principles–Spain* : “We would encourage Spanish companies to obtain approval of their remuneration policy, the remuneration report, or similar compensation disclosure. The purpose of obtaining shareholder approval is to engage dialogue with investors on remuneration and to provide them with an opportunity formally to express their opinion regarding the design and implementation of a remuneration policy”.

Fidelity International Principles of ownership 2008 : “Setting appropriate remuneration levels is the responsibility of the remuneration committee of the board and will be a market-based judgement although all remuneration arrangements should be aligned with the interests of the shareholders...”.

4.8 Normativa interna: Reglamento del Consejo y de la Junta

En muchos casos, las sociedades han ido más allá del principio de “cumplir o explicar” y han incorporado a su normativa interna recomendaciones del Código Unificado. Así, durante 2007, el 55,5% de las sociedades cotizadas modificaron su reglamento del Consejo con ese fin. De esta manera, las recomendaciones pierden su carácter voluntario y se convierten en principios de obligado cumplimiento.

No obstante, no debe interpretarse que es necesario incorporar las recomendaciones a la normativa interna para poder cumplir con las mismas. Cumplir las recomendaciones del Código Unificado exige que se sigan en la práctica, con independencia de su inclusión en los reglamentos societarios.

5 Transparencia de las prácticas de gobierno: aspectos a mejorar en la información incluida en el IAGC

Entre los aspectos que requieren un mayor esfuerzo para mejorar el nivel de transparencia de la información contenida en los IAGC destacan los siguientes.

5.1 Transparencia del principio de “cumplir o explicar”

En el capítulo “F” del modelo de IAGC, las sociedades deben indicar si siguen o no las recomendaciones del Código Unificado. En la revisión de los informes del ejercicio 2007 se han detectado incidencias frecuentes.

Parte de estas incidencias son consecuencia de la aplicación reciente del Código Unificado por ser 2007 el primer año en el que las sociedades están sujetas al nuevo modelo de IAGC. La falta de experiencia ha generado algunos problemas de interpretación en la aplicación de las recomendaciones y, algunas veces, disparidad de criterios sobre la formulación de los IAGC.

En ocasiones, las sociedades difunden información que es incoherente o contradictoria. No es infrecuente que el contraste de distinta información societaria induzca a pensar que algunas recomendaciones declaradas como cumplidas no se siguen en la práctica.

En el caso de no seguirse las recomendaciones, cabe destacar el esfuerzo general por informar de forma clara y concisa. Un buen número de sociedades aceptan las recomendaciones como válidas pero deciden posiciones alternativas que consideran adecuadas y suficientes para conseguir un objetivo similar, o transmiten su voluntad de adaptarse a medio plazo.

Por ejemplo, en relación a la recomendación sobre la acumulación de poderes en la figura de un presidente cuando es también primer ejecutivo, alguna sociedad lo justifica argumentando que: “todos los consejeros, independientes o dominicales, pueden solicitar la convocatoria del Consejo o la inclusión de nuevos puntos en el orden del día”.

Un ejemplo que refleja voluntad de adaptación es la siguiente declaración: “...está pendiente el nombramiento del responsable de auditoría interna para que proceda

a adaptar las políticas de control y gestión de riesgos de la sociedad a lo previsto en la recomendación...”.

En el caso de las declaraciones de seguimiento parcial de las recomendaciones sobre transparencia en las retribuciones individuales de los consejeros, muchas sociedades consideran suficiente la información agregada que se facilita en la memoria.

Este también es el caso de la información actualizada sobre los consejeros que se debe incluir en la página web del emisor. Es muy frecuente que las sociedades consideren suficiente la información anual contenida en los IAGC que se difunde a través de sus páginas web.

Por último, cabe señalar que algunas sociedades no siguen estrictamente el principio de “cumplir o explicar” ya que las explicaciones aportadas son claramente insuficientes y cuestionan la razonabilidad del objetivo perseguido.

Por ejemplo: “dada la cualificación, especialización y conocimientos del presidente del Consejo, no se ha considerado necesario realizar una evaluación del mismo” o “entendemos que la permanencia en el cargo de consejero independiente por un periodo superior a 12 años en nada compromete la independencia del consejero”

5.2 Definición vinculante de consejero independiente

Una de las principales aportaciones del Código Unificado ha sido la definición vinculante de la calificación como consejero independiente. El Código prescribe que sólo podrán calificarse como independientes los consejeros que reúnan unas condiciones mínimas para que puedan desempeñar sus funciones sin verse condicionados por relaciones con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos.

La revisión del cumplimiento de la definición de consejero independiente en los IAGC de 2007 ha puesto de manifiesto algunas situaciones que podrían cuestionar la calificación de 34 consejeros. Esto ha dado lugar al envío de escritos solicitando información adicional, aclaraciones y, en algunos casos, la recalificación del consejero afectado.

En algunas ocasiones, estas incidencias reflejan una interpretación sesgada de las condiciones de la definición, pero la mayoría se producen porque no se han establecido sistemas de control suficientes para una valoración adecuada de los consejeros calificados como independientes.

La mayor complejidad en la evaluación de la independencia de un consejero se encuentra en las relaciones de negocio con la sociedad cotizada o con cualquier compañía de su grupo, ya sea en nombre propio o como accionista significativo, consejero o alto directivo de la entidad, que mantenga o haya mantenido dicha relación.

5.3 Operaciones con partes vinculadas

Para reforzar la transparencia de las relaciones con partes vinculadas, las sociedades cotizadas deben informar en los estados financieros intermedios, en las cuentas anuales y en el IAGC, sobre las operaciones que realicen con los accionistas significativos, administradores y cargos directivos, así como de las transacciones intra-grupo que no se eliminen en el proceso de consolidación.

En el IAGC, este requisito de transparencia se limita a las operaciones vinculadas que sean significativas por su cuantía o relevantes para una adecuada comprensión de los estados financieros.

La legislación no establece umbrales cuantitativos para decidir si una operación es relevante o no. Es decir, son las propias sociedades las que tienen que determinar si una operación vinculada es relevante y, por tanto, si debe informarse sobre ella en el IAGC.

Sin embargo, para presentar la información sobre operaciones vinculadas, las sociedades aplican criterios dispares. Mientras algunas se esfuerzan en dotar a sus IAGC de mayor transparencia al incluir una información completa sobre las operaciones vinculadas, en otros casos se interpreta la norma de forma muy restrictiva y se identifican pocas operaciones.

5.4 Sistemas de control de riesgos

Las sociedades cotizadas deben describir en los IAGC la política de riesgo de la sociedad, evaluar los riesgos cubiertos por el sistema, indicar si se ha materializado alguno de los riesgos que afectan a la sociedad e identificar el órgano encargado de establecer y supervisar estos dispositivos.

Utilizando como referencia los componentes que establece el Informe COSO¹¹, las sociedades dan una amplia información sobre el modelo teórico en el que se basa su control de riesgos. Pero no identifican los riesgos concretos a los que se enfrentan, ni siquiera los que tiene mayor probabilidad de que se materialicen, ni los de mayor impacto.

La mayoría de las sociedades tampoco dan información suficiente sobre los riesgos materializados durante el ejercicio. Únicamente el 13,3% de las sociedades identifican estos riesgos.

5.5 Conflictos de interés

Los consejeros tienen la obligación de comunicar al Consejo de Administración cualquier situación de conflicto que pudiera tener con el interés de la sociedad. El administrador afectado se debe abstener de intervenir en la operación a que el conflicto se refiera.

En el IAGC se debe informar sobre las situaciones de conflictos de interés en que se encuentren los administradores de la sociedad. En el ejercicio 2007, únicamente el 20,2% de las sociedades ha identificado de manera precisa los conflictos de interés analizados por los órganos de gobierno que surgieron con sus consejeros.

Por tanto, las sociedades cotizadas deberían hacer un mayor esfuerzo para dar publicidad, a través del IAGC, de los conflictos de interés en que se encuentren los administradores de la sociedad.

11 Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission.

6 Conclusiones

En España se ha recorrido un camino regulatorio muy importante en un corto período de tiempo. Aunque el porcentaje medio de capital flotante se ha reducido desde 2004 y la estructura de capital de las sociedades cotizadas condiciona sus prácticas de gobierno corporativo, en el primer año de aplicación del Código Unificado el grado de seguimiento de sus recomendaciones puede considerarse aceptable, sobre todo en las sociedades cotizadas con mayor porcentaje de capital flotante.

Destacan los avances respecto al capítulo de las juntas generales y la incorporación de un buen número de recomendaciones del Código Unificado en los reglamentos internos, así como el incremento del peso de los consejeros externos en el Consejo y sus comisiones, o la implantación de sistemas de control sobre la figura del presidente.

Sin embargo, las sociedades deben incrementar la calidad de la información incluida en sus IAGC. En particular, se requiere una mejora en la descripción de los riesgos a los que se enfrentan, su impacto potencial o materializado y sus sistemas de control, las operaciones vinculadas y los conflictos de interés.

En relación con la aplicación de las definiciones vinculantes, se requiere un estudio más profundo por parte de la Comisión de Nombramientos, con carácter previo a la calificación de los consejeros independientes.

Al igual que en el resto de países de nuestro entorno, la aplicación del Código Unificado es voluntaria, pero las sociedades están obligadas a declarar públicamente su nivel de seguimiento y, en su caso, los motivos que explican su no seguimiento.

Es cierto que el Código Unificado tiene carácter universal, pero el principio de voluntariedad sobre la base de “cumplir o explicar” existe para que las sociedades adapten sus prácticas y estructuras en la medida que lo consideren necesario y adecuado en cada momento, y tengan la libertad de comunicar los motivos que justifican su manera de proceder en determinados ámbitos.

Por tanto, tan importante es seguir las recomendaciones del Código, como ofrecer información clara y concisa sobre los motivos o medidas que justifican su falta de seguimiento. Las sociedades deberían mejorar las explicaciones sobre las causas que justifican la falta de seguimiento de las recomendaciones en su IAGC.

7 Bibliografía

Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades (1998): “Código Olivencia”.

Comisión Especial para el fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados financieros y en las sociedades cotizadas (2003): “Informe Aldama”.

OCDE (2004): *Principios de la OCDE para el Gobierno de las Sociedades*.

IOSCO (2005): *Strengthening Capital Markets Against Financial Fraud*.

Instituto de Consejeros y Administradores (IC-A) (2005): *Principios de Buen Gobierno Corporativo y Guía para la incorporación a un Consejo de Administración: Consejero no ejecutivo/Externo*.

CNMV (2006): *Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas*.

CNMV(2004–2007): *Informes de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales*.

CNMV (2005–2007): *Informes Anuales de Gobierno Corporativo de las compañías del IBEX*.

International Corporate Governance Network (2006): *Executive Remunerations Guidelines*.

Comisión europea (2007): *Report on the application by Member States of the EU of the Commission Recommendation of director's remuneration*.

Fundación de Estudios Financieros (2007): *Observatorio de Gobierno Corporativo y Transparencia Informativa de las Sociedades Cotizadas en el Mercado Continuo Español*.

International Corporate Governance Network (2007): *Statement on Principles on Institutional Shareholder Responsibilities*.

IOSCO in consultation with the OCDE (2007): *Board Independence of listed companies*.

IOSCO (2008): *An overview of the Work of the IOSCO Technical Committee*.

European Corporate Governance Forum (2007): *Statement on Proportionality*.

International Corporate Governance Network (2008): *Statement on the Global Financial Crisis*.

Spencer Stuart (2008): *Índice Spencer Stuart de Consejos de Administración (12ª edición)*.

Fidelity International (2008): *Principles of Ownership*.

Hermes (2008): *Hermes Corporate Governance Principles – Spain*.

Wathtell, Lipton, Rosen & Katz (2008): *Risk Management and the Board of Directors*.

Kevin Campbell y Antonio Minués-Vera (2008): “Nombramiento de consejeras y reacción del mercado: Un análisis empírico para las empresas cotizadas españolas”. *Revista cuatrimestral Análisis Financiero*, Nº 106.

Instituto de Consejeros y Administradores (IC-A) (2008): *Guía Práctica del Consejo de Administración*.

El proyecto del IVSC: el reto de desarrollar unas normas globales de valoración

Carlos Arenillas Lorente (*)

* Carlos Arenillas es trustee del IVSC y ex vicepresidente de la CNMV.

1 Introducción

Hay una pregunta que los acontecimientos del último año invitan a formular: ¿si hubieran existido y se hubieran aplicado de forma global unas normas robustas de valoración en los últimos años, la crisis hubiera sido tan intensa?

Puede sostenerse la opinión de que en ese caso los acontecimientos de los últimos meses hubieran tenido una menor intensidad. Esto no significa que la existencia de normas de valoración internacionalmente aceptadas y homogéneamente aplicadas pueda ser un antídoto contra las crisis económicas. Las crisis son consustanciales a la evolución económica —la existencia de ciclos económicos de distinta duración y amplitud es ampliamente conocida— pero la dimensión y gravedad de esta última, cuyo origen cabe buscar en un mal funcionamiento del sistema financiero, plantea muchas cuestiones relacionadas con la estabilidad financiera y su preservación. Y es ahí donde la calidad del proceso de valoración de todo tipo de activos y pasivos aparece como uno de los déficits a cubrir de forma urgente.

Existen diversas razones que justifican la necesidad de dotarse de unas normas de valoración de calidad, aplicadas de forma rigurosa y universal.

En un mundo global con mercados de bienes, servicios y capitales cada vez más abiertos es necesario que la información financiera sea rigurosa, comprensible y homogénea, para que los mercados funcionen adecuadamente y se favorezca el crecimiento económico. En caso contrario, esto es, si la información es escasa, inexacta o asimétrica, los agentes participantes toman decisiones que pudieran resultar contrarias a sus intereses y, en consecuencia, los mercados se alejan de la eficiencia y se produce una mala asignación de los recursos —físicos, humanos o financieros— de la economía. En el mejor de los casos esto afectará al crecimiento económico reduciendo su potencial; en otros casos minará la confianza de los agentes económicos como, por ejemplo, ocurrió a principios de este siglo con escándalos como los de *Enron*, *Worldcom* o *Parmalat*. En el peor de los casos una información financiera defectuosa puede desembocar, interactuando con otros factores, en episodios de inestabilidad financiera y de recesión económica. La actual crisis económica es un buen y triste ejemplo.

La necesidad de dotarse de un lenguaje financiero común en un mundo global ha producido múltiples iniciativas en los últimos años. Entre las más destacables está el desarrollo de las normas internacionales de contabilidad (NIC) en el frente contable y las normas de solvencia bancaria, conocidas como Basilea II, en el frente prudencial. No obstante, los fallos del mercado y de regulación que la reciente crisis financiera y económica ha puesto al descubierto demuestran que todavía hay varios frentes en los que deben realizarse reformas. En especial, en el campo de las valoraciones.

Los problemas y debates que existen sobre la aplicación y el concepto de *fair value*, la polémica sobre cómo valorar múltiples activos financieros cuando los mercados se desvanecen, los problemas surgidos en la concesión de créditos hipotecarios en

varios países, los conflictos con las valoraciones de empresas que salen a cotizar a bolsa, etc., son ejemplos claros de la carencia de un marco sólido en el tema de las valoraciones. En este sentido, de poco servirán unas NIC globalmente aplicadas si no hay un conjunto claro y homogéneo de normas de valoración sobre las que apoyarse. Normas contables y normas de valoración son dos conjuntos distintos, aunque a su vez semejantes y con muchas zonas de intersección.

Las valoraciones tienen, asimismo, múltiples aplicaciones en la economía: para la información financiera de todo tipo de empresas y fondos de inversión, para las transacciones inmobiliarias, para las inversiones en diversos activos financieros, para las operaciones empresariales, para los procesos de titulización, para el cobro de impuestos y tasas públicas, para la regulación y supervisión financiera, para resolver herencias y disputas sobre muchos tipos de bienes o para medir el nivel de colateral en operaciones de crédito público y privado, entre otras muchas cosas. Las valoraciones están detrás de importantes decisiones económicas en los países desarrollados, en donde se otorga más relevancia al concepto valor que al concepto coste, tanto para las decisiones de inversión como para la medición de riesgos o la fijación de requisitos de solvencia.

Este artículo reflexiona sobre la importancia de las valoraciones y se divide en dos secciones. La siguiente sección aborda los beneficios de contar con unas normas internacionales de valoración. La sección tercera señala el papel que desempeña el International Valuation Standards Council (IVSC) y describe la manera en que está estructurado. Por último, a modo de conclusiones, se exponen los retos de futuro a los que se enfrenta el IVSC.

2 Los beneficios de unas normas internacionales de valoración

La existencia de un conjunto único de normas de valoración globalmente aceptadas conllevaría múltiples beneficios para el conjunto de las economías, entre los que cabe destacar los siguientes.

En primer lugar, se reducirían los riesgos de la inversión. En la actualidad, los inversores se ven obligados a tomar decisiones en un mundo en donde existen múltiples regulaciones, a menudo inconsistentes o con solapamientos, lo que puede generar importantes costes de tiempo y esfuerzo. La aplicación de unas normas internacionales de valoración reduciría dicha incertidumbre y minimizaría los riesgos en los que incurren los inversores.

En segundo lugar, se aumentaría la fiabilidad y la confianza en la información financiera. Las normas pueden ayudar a aumentar la confianza en la información financiera en la medida que aumentarían la confianza en las estimaciones del valor de activos y pasivos. Las estimaciones del valor razonable (*fair value*) son críticas en múltiples aspectos del funcionamiento de los mercados como, por ejemplo, en las operaciones de adquisición de empresas o en la concesión de los créditos mediante los que se suelen financiar, con implicaciones incluso en el campo de la estabilidad financiera. La aplicación de valoraciones independientes basadas en un conjunto de normas comunes e internacionalmente aceptadas es esencial para construir un cuerpo de información financiera fiable y ajustado a la realidad de las empresas.

Otro de los beneficios derivados de la aplicación de normas comunes es que se facilitaría la confianza y la agilidad de las auditorías realizadas bajo las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC). Estas normas proporcionarían unos estándares globalmente aceptados frente a los cuales las valoraciones podrían ser fácilmente medidas y auditadas. Una valoración que no se haya realizado de acuerdo con normas y procedimientos contrastados puede complicar los trabajos de auditoría o terminar siendo rechazada. Ello aumenta los costes de auditoría e incluso puede implicar que el informe financiero carezca de suficiente precisión.

En cuarto lugar, las normas proporcionarían un análisis más consistente de las carteras y de la valoración de activos. En una economía globalizada como la actual, el número de actores con actividades en distintos mercados aumenta. Las empresas multinacionales necesitan normas de valoración internacionales que faciliten un proceso ordenado de valoración de sus carteras y activos. Además, el uso creciente de instrumentos financieros complejos, respaldados por activos inmobiliarios —acciones o titulizaciones, entre otros—, aumenta la necesidad de unas normas de valoración uniformes y transparentes.

En quinto lugar, la aplicación de unas normas internacionales comunes ayudaría a minimizar el riesgo del sistema bancario. Una supervisión eficiente de la actividad bancaria y de sus necesidades de capital necesita de unas normas de valoración sólidas. El sistema bancario es un proveedor fundamental de financiación para la actividad económica a nivel global —especialmente las grandes instituciones financieras— y, por tanto, su capacidad para medir el riesgo es crítica y debería estar basada en valoraciones que pudieran aplicarse de forma consistente a escala internacional. Basilea II necesita unas normas internacionales de valoración para evitar inconsistencias en la regulación que podrían eliminar o reducir las ventajas de una normativa bancaria armonizada y global.

En sexto lugar, se mejoraría la calidad de los servicios de valoración de las empresas de valoración, auditoría y consultoría. Ello reduciría los costes al minimizar duplicaciones, conversiones y reconciliaciones y permitirá obtener servicios más integrados para sus clientes.

Por último, las normas facilitarían el buen funcionamiento de los mercados y el trabajo de los supervisores. Los mercados de valores necesitan que la información financiera que suministran los emisores de valores sea clara y comparable para actuar eficientemente. Así, se contribuiría al logro de los objetivos básicos de todo supervisor financiero de mercados: transparencia de los mercados, correcta formación de los precios y protección de los inversores. Obviamente las tareas de supervisión prudencial o de solvencia también se verían reforzadas.

En definitiva, unas normas internacionales de valoración son un bien deseable para el conjunto de los agentes que participan en la actividad económica y una pieza esencial para conformar una arquitectura financiera sólida, capaz de afrontar los retos que plantea una economía global como la que vivimos.

Pero, ¿quién desarrollará esas normas? ¿Serán de obligado cumplimiento y qué grado de armonización internacional se logrará? La respuesta a la primera pregunta es: el IVSC. Respecto a la segunda, eso es lo deseable, pero para lograrlo hay un camino por recorrer en el que también el IVSC, aunque no sólo él, deberá jugar un papel clave.

3 El proyecto del IVSC

El IVSC es el Consejo de las Normas Internacionales de Valoración, fundado en 1981 con el nombre de Comité de las Normas Internacionales de Valoración de Activos (TIAVSC), y actualmente inscrito como asociación en Chicago, Illinois, si bien su sede operativa está en Londres. Hasta 2007 el nombre de la organización era Comité de las Normas Internacionales de Valoración.

El IVSC se define como una organización no gubernamental, sin ánimo de lucro, con estatus de *Roster* en la ONU desde 1985. Su objetivo fundamental consiste en elaborar y publicar, en pro del interés general, normas de valoración y guías de procedimiento de valoración de activos para su uso en la elaboración de estados financieros, así como promover su aceptación y uso en todo el mundo. Un segundo objetivo que se pretende es la armonización normativa en el ámbito de la valoración a nivel mundial.

De cara a la consecución de estos objetivos, el IVSC colabora con los Estados que se adhieren como miembros, con organizaciones internacionales como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, la OCDE, la Federación Internacional de Contables, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) o el Consejo de las Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) y con otras entidades privadas.

La condición de miembro del IVSC se articula a través de asociaciones e instituciones de valoración nacionales, que representan a sus respectivos Estados. Estos organismos profesionales deben reconocer los objetivos referentes a la valoración de activos y contar con un número suficiente de miembros capaces de llevar a cabo valoraciones profesionales. En España este papel lo viene desempeñando la Asociación Profesional de Sociedades de Valoración (ATASA).

3.1 Las Normas Internacionales de Valoración (IVS)

Desde su fundación en 1981, el IVSC ha publicado ocho ediciones de las Normas Internacionales de Valoración, las IVS. El continuo desarrollo de las IVS refleja el compromiso del IVSC para asegurar que las definiciones y la orientación fundamentales en el campo de la valoración están siempre al día en un mundo tan dinámico como el actual.

Las IVS pretenden ser las mejores prácticas, o prácticas generalmente aceptadas en la valoración, también llamados Principios de Valoración Generalmente Aceptados. Se pretende que las IVS, que no tienen capacidad de obligar, y las normas nacionales de los estados miembros respectivos, que en la mayor parte de las ocasiones sí la tienen, se complementen mutuamente.

¿Cómo están estructuradas las IVS en la actualidad?

El libro que recoge las IVS de 2007 conserva la estructura básica de anteriores ediciones. Consta de siete secciones, además de un glosario y un índice analítico.

Las IVS están redactadas en inglés¹. Las siete secciones son:

- 1 Introducción general sobre los fundamentos del IVSC y las IVS.
- 2 Los Principios Generales de Valoración.
- 3 El Código de Conducta para el sector.
- 4 Las bases de la valoración de los distintos tipos de bienes, a saber:
 - bienes inmuebles,
 - bienes muebles,
 - empresas,
 - activos financieros.
- 5 Normas.
- 6 Aplicaciones.
- 7 Notas de guía.

Dentro de la organización de la obra, las normas se consideran fundamentales y permanentes, y sirven como base de las aplicaciones, mientras que las notas de guía proporcionan orientación sobre asuntos específicos de valoración y sobre cómo deben aplicarse las normas en sectores concretos. En este sentido, las notas de guía complementan y amplían a las normas y aplicaciones.

Actualmente existen tres normas, además de una introducción a todas ellas, que tratan respectivamente de i) el valor de mercado como base para la valoración, ii) las bases de valoración distintas al valor de mercado y iii) la elaboración de informes de valoración.

Las aplicaciones, por su parte, se dividen en tres, que se refieren a la valoración para la elaboración de estados financieros, la valoración para la concesión de préstamos y la valoración de activos del sector público para la elaboración de estados financieros.

Finalmente, las quince notas de guía se dividen en cuatro grupos. El primer grupo (que integra a cuatro de ellas) se refiere a la valoración de distintos tipos de bienes (inmuebles, arrendamientos, instalaciones y maquinaria y bienes muebles). El segundo grupo (que incluye otras tres) agrega las que tratan sobre los bienes o activos que se valoran según el flujo de efectivo (intangibles, empresas y propiedades de actividad comercial especializada). El tercer grupo proporciona orientación en la aplicación de enfoques de valoración (enfoque del coste para los estados financieros y análisis de descuento de flujos de efectivo). Por último, existen otras seis notas de guía que tratan cuestiones heterogéneas entre sí (sustancias nocivas y peligrosas, propiedades agrarias, industrias extractivas, revisión de valuaciones, tasación masiva en la tributación inmobiliaria y propiedades históricas).

1 Una única versión oficial tiene ventajas claras. El inconveniente es que hay que hacer traducciones a otros idiomas y ésta no es una tarea fácil. Es muy de agradecer el trabajo realizado por ATASA y algunos profesionales hispanos del sector que han traducido las IVS.

3.2 La actual organización del IVSC

El IVSC ha liderado el desarrollo de las normas de valoración a nivel mundial durante más de 25 años. Su origen se remonta al intento de hacer converger las normas de valoración del Reino Unido y las de los Estados Unidos.

En la actualidad, el IVSC cuenta con 61 miembros en representación de 54 países, cifra que va a aumentar tras la puesta en marcha del nuevo IVSC, que se describe a continuación.

Dada la importancia cada vez mayor, por no decir crítica, de la valoración de bienes y activos en muy diversos ámbitos y la necesidad creciente de armonización de las normas de valoración, el IVSC se planteó en 2005 la posibilidad de reformar su estructura, con el objetivo de que tanto las Normas como la propia organización aumentaran su relevancia y sostenibilidad en el tiempo. Así, en septiembre de 2006 se creó un grupo de trabajo que detectó diversos retos que el IVSC debía afrontar.

En concreto, se señaló lo siguiente: que las IVS no tienen fuerza de ley, sino que se adoptan sólo voluntariamente, y la armonización entre países es reducida; que el IVSC viene funcionando a base de voluntarios prestados por las respectivas asociaciones miembros; que las normas deben provenir de un órgano independiente; que la profesión de la valoración no estaba bien representada internacionalmente; que existe una demanda creciente de definiciones, normas y enfoques o metodologías consistentes; y que la formación es un aspecto fundamental en la valoración.

En abril de 2007 se aprobó un ambicioso plan de reestructuración, según el cual la misión del IVSC consistiría en contribuir al establecimiento y mantenimiento de normas de valoración internacionales de alta calidad y al desarrollo de la profesión de la valoración en el mundo.

De cara al cumplimiento de dicha misión se aprobaron las siguientes líneas estratégicas.

En primer lugar, se acordó desarrollar y mantener un conjunto efectivo e integral de normas internacionales de valoración que sean comprensibles y prácticas, a través de un proceso eficiente que equilibre un trabajo riguroso y ágil, y que sirva a la comunidad global de la valoración y a todos los interesados en ella. En segundo lugar, se decidió contribuir al desarrollo de la profesión global de la valoración. Asimismo, se acordó ser la voz internacional de la profesión. Y, por último, se estableció la necesidad de continuar mejorando la gobernanza y la operativa del IVSC.

Para lograr esos objetivos se modificó la estructura del IVSC. Los cambios fundamentales que se introdujeron se pueden resumir en los siguientes:

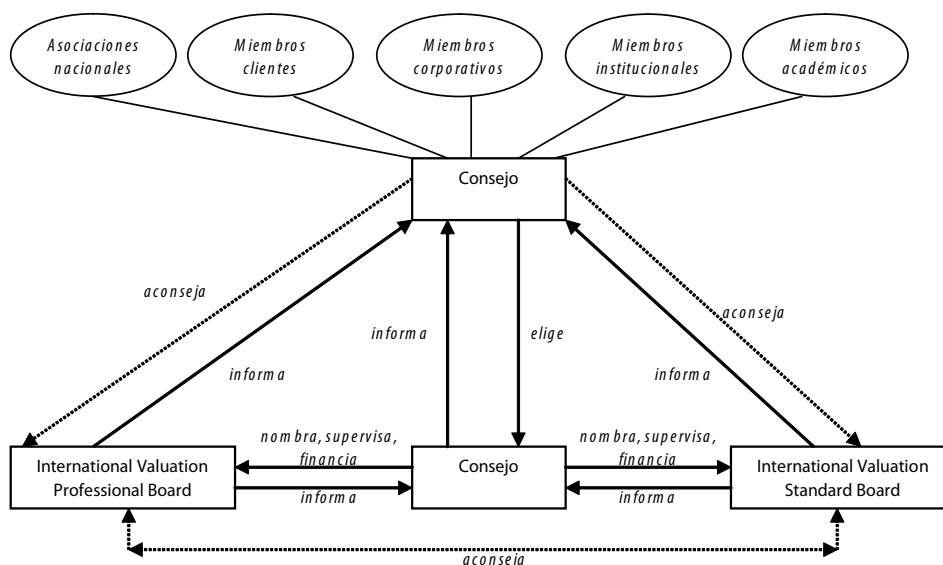
- Se mantuvo el acrónimo IVSC, pero el nombre pasó a ser Consejo, en vez de Comité.
- La tipología de los miembros se amplió más allá de las asociaciones nacionales de valoración, incluyendo desde entonces a los clientes de los servicios de valoración, miembros corporativos, miembros institucionales (organismos públicos) y miembros académicos (universidades).
- Asimismo, se creó un Consejo de Fideicomisarios (*Board of Trustees*), que debe velar por la financiación y la planificación estratégica del IVSC pero que no se implica en los aspectos técnicos de las normas.

- Se acordó que el Consejo de Normas sería autónomo en sus decisiones. El IVSB es el responsable de la elaboración de las IVS y sus diversos detalles. Toda decisión lleva un proceso amplio de consulta profesional y pública con todos los colectivos interesados (reguladores, asociaciones profesionales, empresas, etc.).
- Se creó también un Consejo Profesional (IVPB) para desarrollar guías de buenas prácticas. El papel del IVPB es crucial no sólo para asegurar el cumplimiento de las IVS sino también para organizar y desarrollar la profesión de valorador en todos los países, especialmente en aquellos en donde aún se está lejos de tener unos estándares aceptables.
- Se decidió que la financiación del IVSC proviniera de tres fuentes distintas: cuotas de los miembros, ingresos por ventas de la documentación relacionada con las IVS y, muy importante, a través de *sponsors*.
- Finalmente, se estableció que la transparencia en el IVSC sería un objetivo prioritario para la institución. Así, las agendas y las actas de la mayoría de las reuniones de los dos consejos que forman IVSC serán públicas. También se dará la mayor difusión a los procesos de consulta pública.

La figura 1 muestra la actual estructura del IVSC.

Estructura del IVSC

FIGURA 1



Fuente: IVSBC.

Desde febrero de 2008 y hasta la Asamblea General que se celebró en Kuala Lumpur en octubre de ese año existió un Consejo Provisional de Fideicomisarios o *Board of Trustees* encargado de supervisar el proceso de reestructuración del IVSC, que culminó con el nombramiento de los miembros del *Board of Trustees*, del IVSB y del IVPB².

Entre los días 21 y 23 de enero de este año tuvieron lugar en Londres las primeras reuniones de los nuevos consejos, que fueron intensas y productivas, con el objeti-

2 En la página web del IVSC, www.ivsc.org pude encontrarse información sobre la composición de los consejos, así como las normas de valoración vigentes, notas de guía y aplicaciones en periodo de consulta pública, etc.

vo de lograr esas IVS sólidas e internacionalmente aceptadas gracias a este IVSC reconstituido.

3.3 Los retos del IVSC

Por último, conviene señalar cuáles son los retos centrales que el IVSC afronta y hacer alguna indicación sobre la situación en nuestro país.

a) Definición más precisa de las normas.

Los estándares internacionales de toda índole adolecen de la dificultad intrínseca de tener que establecer niveles mínimos, pero exigentes, que sirvan de referencia en todo el mundo. Por el momento, en el ámbito de la valoración, las IVS son un conjunto de principios de valoración muy básicos que pueden ser aplicados en cualquier sistema económico. Pero el sistema económico mundial reclama con urgencia una definición más precisa de bastantes aspectos de las normas, por ejemplo en la valoración de instrumentos financieros con mercados poco líquidos o sin liquidez.

b) Armonización.

Si bien se han dado pasos importantes de cara a la creación de un corpus mundial de valoración, aún se está lejos del objetivo de dotar a los distintos países de unos estándares internacionales de referencia en los que sus normativas propias puedan mirarse con familiaridad. En algunos países, como España, la normativa en general cumple, complementa y adapta las IVS a la idiosincrasia de su sistema económico, y las dota de unas bases firmes. Sin embargo, países de nuestro entorno como Francia o Italia, o mercados muy relacionados con el nuestro como Argentina o Colombia, por poner sólo algunos ejemplos, apenas sí disponen de algunas normas inconexas y/o todavía no suficientemente asentadas sobre la base de las IVS, lo que conlleva importantes dificultades en cuanto a la comparabilidad de los informes de valoración. Para lograr que las normativas nacionales mantengan un alto grado de armonización es fundamental que las IVS sean firmes y claras³.

c) Profesionalidad.

Un aspecto clave en la aplicación efectiva de un conjunto de normas de valoración de alta calidad y aplicabilidad universal es contar con profesionales y empresas de valoración que dispongan de un alto nivel de preparación técnica y ética. En esto, España no está mal preparada gracias al modelo de sociedades de valoración. Éstas deben profundizar en sus inversiones en formación, investigación y desarrollo y deben ampliar su campo de trabajo más allá del mundo inmobiliario. Además, la normativa española de valoración establece requisitos de homologación, independencia, incompatibilidades y secreto, de aplicación tanto a los profesionales como a las sociedades que se responsabilizan de los trabajos de valoración.

3 Espero que no esté muy lejano el día en que, por ejemplo, en la Unión Europea se apruebe un reglamento europeo de valoraciones apoyado en las IVS, como el que implantaron las NIC también en la UE.

d) Regulación y supervisión.

Como se ha demostrado a raíz de la última crisis, la autorregulación, aunque necesaria, no asegura el correcto funcionamiento de los mercados. Es necesaria una regulación razonable en el campo de las valoraciones y es preciso que existan organismos supervisores que hagan cumplir las normas y sancionen los comportamientos que se aparten de ellas. En España la actuación supervisora de Banco de España, la CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, aunque mejorable, ha generado unas bases en el sector de las que aún carecen otros países.

e) Relación con organismos multilaterales.

Para poder afrontar todos los retos mencionados hasta ahora, el IVSC necesitará reforzar y expandir sus contactos con otros organismos internacionales, entre los que destacan la OCDE, el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, el Foro para la Estabilidad Financiera, el Banco de Pagos Internacional y la Comisión europea. Especialmente, el IVSC debe trabajar con el IASB, la IFAC (Federación Internacional de Contables) e IOSCO. Hay una intensa tarea que realizar en este frente.

f) Participación activa en la difusión y consultas públicas de las IVS.

El IVSC deberá seguir participando, cada vez más activamente, en las consultas públicas que dichos organismos lleven a cabo para que se contemplen los temas de las valoraciones. Pero también deberá procurar que cada vez exista mayor participación en aquellas consultas que capitaneen el propio IVSC, y que obviamente crecerán en el futuro.

4 Conclusiones

A lo largo de este artículo se ha intentado exponer la importancia de las valoraciones en el mundo actual y la necesidad urgente de dotarse de un conjunto de normas de valoración robusto e internacionalmente aceptado. A su vez, se ha presentado al IVSC, que se considera el organismo más adecuado para llevar adelante esta tarea y que ha liderado el desarrollo de las normas de valoración a nivel mundial durante más de 25 años.

Los retos a los que se enfrenta el IVSC para poder cumplir con sus objetivos son diversos. En este sentido, el IVSC ha llevado a cabo un importante plan de reestructuración destinado a fortalecer la institución y dotarla de la infraestructura necesaria para poder contribuir al establecimiento y mantenimiento de normas de valoración internacionales de calidad y al desarrollo de la profesión de la valoración en el mundo.

El cumplimiento de todos los objetivos referidos pasa por la difícil pero a la vez retadora labor de difundir la misión, visión y líneas de actuación del IVSC. Obviamente, el camino a desarrollar por el IVSC no es sencillo. Hacen falta medios financieros y humanos y, sobre todo, una decidida voluntad y trabajo por parte de los profesionales del mundo de la valoración, de sus clientes y de los organismos públicos para llevar a buen puerto el proyecto. No obstante, la tarea del IVSC aparece más clara a la luz de las lecciones que se están extrayendo de la crisis económica. Los beneficios

que para todos acarreará el lograr el cumplimiento de dichos objetivos merece el esfuerzo. Como es público y notorio, los reguladores de todo el mundo están poniendo este tema como prioritario en sus agendas.

5 Bibliografía

International Valuation Standards (IVSC), 8ª Edición, 2007 (ISBN. 978-0-922154-94-4)⁴.

4 Esta es la versión oficial en inglés. En español puede encontrarse en www.ataasa.com

El modelo español de titulización: una aproximación jurídica institucional

Gregorio Arranz Pumar (*)

* Gregorio Arranz Pumar es abogado.

1 Introducción

Cuando en el verano de 1992 se aprobó la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, pocos pensaron en el enorme desarrollo que la titulización iba a tener en España. La regulación sobre los Fondos de Titulización Hipotecaria (en adelante, FTH) se introdujo en dicha Ley sin ninguna publicidad, vía enmienda en el Senado y tras vencer no pocas incomprensiones en el seno de la propia Administración.

El éxito de la institución se debe a diferentes causas, siendo de destacar la actuación prudente de las entidades financieras, que han visto en la titulización principalmente un mecanismo de refinanciación, que mantiene la relación de clientela y que contrasta con el modelo opuesto, que se ha dado en llamar “de originar para distribuir”¹. También ha sido muy importante la regulación y la práctica supervisora seguidas por el Banco de España, que claramente han favorecido un uso prudente de la titulización, propiciando su uso primordial como mecanismo de refinanciación².

La tesis que defiende este trabajo es que el éxito del modelo de titulización español se debe también, y en no poca medida, a la propia configuración jurídico-institucional del modelo, entendiendo por tal su arquitectura estructural y peculiar régimen jurídico. En este contexto, el papel de la CNMV ha sido de una importancia clave. Se trata de una defensa quizás especialmente necesaria en estos momentos de crisis financiera, donde a la titulización se le ha colgado el sambenito de ser uno de las principales culpables de dicha crisis. También aquí podríamos hablar de una “mala” titulización, en cierta forma abusiva, frente a una “buena” titulización, prudente y bien regulada.

Es importante destacar que la normativa contable-prudencial y la normativa sustantiva, aunque operen en planos diferentes, no deben contemplar soluciones que objetivamente sean contradictorias; afortunadamente el conflicto no se ha dado en España. Desde una perspectiva diferente, el uso predominante de la titulización en nuestro país como mecanismo de refinanciación no debería implicar que la práctica supervisora impidiese también su utilización “tradicional” como mecanismo de gestión del balance y de maximización del uso de los recursos propios, por supuesto cumpliendo todas las exigencias regulatorias aplicables.

La defensa del modelo no debe impedir ver sus deficiencias y las posibles mejoras, que se examinarán más adelante. Desde la perspectiva del jurista hay que reconocer el valor, pero también las evidentes limitaciones, del recurso a la regulación a la hora de tratar de ahormar cualquier realidad financiera y especialmente una tan dinámica y global como la titulización.

1 Véase Roldán (2007).

2 Véase Catarineu y Pérez (2008).

Por otra parte, aunque todavía se mantienen dos regulaciones diferentes, una la de la Ley 19/1992, referida a la titulización hipotecaria y otra, la del Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, sobre Fondos de Titulización de Activos (en adelante FTA), referida a estos, la exposición que se hace intenta ser unitaria para ambas modalidades, salvo cuando sea imprescindible diferenciar.

En este trabajo se pretende hacer una exposición general del modelo de titulización desde la óptica señalada, eludiendo disquisiciones sobre la naturaleza jurídica de las diferentes instituciones, sin apenas citas y con un lenguaje lo más sencillo posible.

Tras describir en una primera sección las características generales del modelo, en una segunda se trata de los que se pueden llamar factores de seguridad, que evidencian el carácter prudente de la normativa adoptada. En una tercera sección se habla de la flexibilidad del modelo, compatible con su seguridad, y en una cuarta se señalan los aspectos que en opinión del autor requieren ser mejorados. Finalmente se exponen unas breves conclusiones.

2 Características generales del modelo

2.1 Un modelo regulado

La regulación de la titulización en España nace con la Ley 19/1992 referida exclusivamente a la titulización hipotecaria y luego, tras el Real Decreto 926/1998 regulador de los FTA (en adelante, el RD), se extiende a la titulización de todo tipo de activos.

La opción por la regulación es la seguida por la mayoría de los países de la Europa continental, como recientemente nos ha recordado en esta misma publicación López Blanco (2008). La solución regulatoria contrasta con la seguida en EEUU o en el Reino Unido, donde la titulización descansa en las categorías del Common Law y especialmente en el derecho aplicable a los *trusts*.

La regulación responde a una necesidad pero, a la vez, constituye en sí misma una virtud. La aprobación de una normativa específica era una estricta necesidad, ya que, debido a las peculiaridades de nuestro sistema jurídico, una norma con rango de ley, como fue la Ley 19/1992, debía forzosamente regular los siguientes elementos claves en toda titulización:

- a) La inatacabilidad del negocio jurídico de incorporación de activos al fondo y la configuración de éste como un auténtico patrimonio separado (*bankruptcy remoteness*), exceptuando la aplicación de las reglas concursales generales.

Esto se consiguió añadiendo un párrafo al artículo 15 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del Mercado Hipotecario (en adelante LMH) relativo a las participaciones hipotecarias (en adelante PH), integrantes de los FTH. Sobre la solución técnica de protección concursal adoptada se volverá más adelante.

Además, la configuración *ex lege* del fondo (artículo 5.1 de la Ley 19/1992), como patrimonio separado conlleva también la necesaria no consolidación con la entidad originadora.

- b) La exención fiscal —realmente imprescindible— de los rendimientos de las PH que constituían ingresos del FTH, reformando la ya derogada Ley 14/1995, de 29

de mayo, de régimen fiscal de determinados activos financieros. La exención se extendió luego a otros ingresos y a los FTA.

Pero, además, adoptar un marco regulatorio básico para la titulización tiene una clara virtud, pues refuerza la seguridad jurídica y la protección de los inversores, especialmente necesarias al tratarse de un fenómeno financiero que, aunque útil, no está exento de riesgos.

2.2 Flexibilidad y prudencia de la regulación. Su carácter progresivo

La regulación de la titulización en nuestro país, aún después de aprobarse el RD, no es muy extensa, pero aborda de forma suficiente las piezas claves.

La normativa deja un amplio margen para que las operaciones se diseñen como se prefiera, especialmente en lo relativo al *credit enhancement* (basta leer el artículo 5. p 7 de la Ley 19/1992). Al mismo tiempo, se trata de una regulación prudente y segura, en la que sobresale la importante función fiduciaria de la gestora y la supervisión atribuida a la CNMV. El carácter prudente de la regulación se evidencia también en la abundancia de habilitaciones (nunca utilizadas) que la Ley 19/1992 contiene para poder eventualmente regular múltiples extremos, que se refieren incluso al tamaño mínimo de los FTH, manifestación esta de arbitrariedad, que involuntariamente revela la mezcla de esperanza y desconfianza con la que nace la titulización en nuestro país. Estas notas de seguridad y flexibilidad serán desarrolladas en las secciones siguientes.

La regulación es también progresiva en el sentido de que va evolucionando en el tiempo. Partiendo de un momento inicial en el que sólo cabe titular las PH mediante fondos cerrados, con el RD se permite la titulización de todo tipo de activos, contemplándose los fondos abiertos. Tras la OM 3536/ 2005 cabe, incluso, titular los créditos futuros. También mediante la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, se introdujo la “percha” legal para la titulización sintética. Este carácter progresivo puede también ser visto como una manifestación más de la prudencia de la regulación.

2.3 Titulización y política económica

La regulación de la titulización en nuestro país se ha considerado no sólo como un puro instrumento financiero, sino también (y a veces principalmente) como un expediente al servicio de ciertas políticas económicas sectoriales. Así se infiere de:

- La propia exposición de motivos de la Ley 19/1992, según la cual los FTH (que estaban regulados, no se olvide, junto con los fondos inmobiliarios) “contribuirán a abaratar los préstamos para la adquisición de viviendas”.
- El RD-Ley 3 /1993 de 26 de febrero y, luego, la Disposición Adicional V de la Ley de transposición de la II Directiva Bancaria (ley 3 /1994, de 14 de abril), habilitaban al Gobierno para extender la titulización de las PH a la titulización de préstamos “relacionados con las actividades de la pequeña y mediana empresa”.
- La Disposición Adicional VIII de la Ley 40/1994, de 30 de diciembre, de Ordenación del Sistema Eléctrico Nacional, referida a la titulización de la llamada moratoria nuclear.

- El propio artículo 2 del RD, que considera ya créditos futuros titulizables a los derechos de los concesionarios al cobro del peaje de autopistas.
- A otro nivel, hay que mencionar la regulación estatal y de alguna Comunidad Autónoma, relacionada con los avales a los fondos que titulizan préstamos a PYMES.

2.4 Sujeción de la titulización a la normativa sobre emisiones y ofertas públicas

Un acierto claro de la regulación española es haber considerado primordialmente las titulizaciones como una modalidad —todo lo compleja y sofisticada que se quiera— de emisión de valores.

El legislador se apartó deliberadamente de otros modelos de nuestro entorno, y muy especialmente del francés, con la creencia —que se ha revelado cierta en términos generales— de que integrando la nueva normativa sobre titulización en la general sobre emisiones sería posible una mayor agilidad y flexibilidad, tanto en su configuración como en su verificación administrativa (artículo 5, p. 2 de la Ley 19/1992 y artículo 5.2 del RD 926/1998, entre otros).

Ni la expresión “fondos”, ni la existencia de gestoras específicas, ni siquiera la ampliación del modelo que suponen los FTA y el hecho de permitirse estructuras abiertas, pueden llevar a considerar los fondos de titulización como una fórmula de inversión colectiva, que convierta a los bonistas en partícipes en vez de acreedores del fondo, no dándose una auténtica copropiedad de los activos.

3 Factores de seguridad

En esta sección nos referiremos a una serie de piezas de la regulación que han contribuido notablemente a la seguridad y fiabilidad de nuestro modelo institucional de titulización, de acuerdo con la idea de regulación prudente.

3.1 La figura de la gestora del fondo

La existencia y las funciones atribuidas a las gestoras de titulización constituyen el elemento clave de nuestro modelo.

Fue un acierto crear gestoras de fondos de titulización especializadas (otra manifestación más de las pocas semejanzas con las IIC) y sujetas a la supervisión de la CNMV. Además, fue especialmente acertado atribuirles, junto a las funciones obvias de diseño, constitución y administración—representación de los fondos, una explícita función fiduciaria de representación y defensa de los bonistas, a modo de gestor de negocios ajenos (artículo 6.1 de la Ley 19/1992 y artículo 12 del RD).

Las funciones fiduciarias de la gestora hacen ociosa la figura del depositario, propia de las IIC, máxime cuando la custodia de los activos titulizados la retiene el originador.

La parca regulación inicial se vio claramente incrementada y mejorada por el Capítulo II del RD, dedicado a las gestoras de los FTA, habiéndose acogido todas las gestoras al régimen allí contenido.

El número reducido de gestoras, el carácter muy cualificado de sus accionistas, los requisitos exigibles para su autorización y la eficaz supervisión de la CNMV han contribuido igualmente a reforzar su importancia para nuestro modelo de titulización. Por otra parte, la experiencia ha demostrado que eran infundados los temores iniciales respecto a las gestoras controladas por grupos financieros.

3.2 Seguridad de los activos titulizables

El carácter en sí muy seguro de la PH ha contribuido, sin duda, a dar solidez a los fondos de titulización y en concreto a los FTH. Como es sabido, sólo se pueden participar los préstamos que cumplan todos los estrictos requisitos de la Sección II de la LMH (primera hipoteca, elevado *loan to value*, seguro de daños, etc.). Dichos préstamos son la antítesis de las llamadas hipotecas *subprime*.

Con la aparición de los Certificados de Transmisión Hipotecaria (CTH) y, sobre todo, con la regulación de los FTA, la característica se difumina un poco, pero el RD (artículo 2) al menos exige expresamente que el cedente tenga las cuentas auditadas de los tres últimos ejercicios, con opinión favorable en el último, y que sean depositadas en la CNMV, que también les dará publicidad.

El requisito de que los activos sean de naturaleza homogénea (artículo 2.1 del RD) lleva en la misma dirección, si bien resta algo de flexibilidad a la hora de estructurar los fondos. En todo caso, la CNMV ha interpretado el requisito con flexibilidad, pero sería deseable alguna mayor concreción en sede reglamentaria.

3.3 Retención del *servicing* de los préstamos

Por imperativo legal en el caso de las PH y, en todo caso, por responder a un modelo específico de banca, en las titulizaciones españolas el originador ha retenido la administración de los préstamos cedidos. Se trata de una cautela de especial importancia. Además —de forma coherente— la normativa del Banco de España no considera, en principio, esta retención óbice para que se produzca una transferencia efectiva de riesgos (e.g. norma 56.1 e de la Circular 3/2008, sobre solvencia).

Frente a un modelo de “originar para distribuir”, muy común en el mercado hipotecario americano, en España el originador —como arriba se recordó— no se “desentiende” del préstamo titulado y se esfuerza por mantener y potenciar su relación de clientela. Ello conlleva una especial diligencia a la hora de otorgar los préstamos (*credit scoring* riguroso, que se une en el caso de las PH a los requisitos que ya de por sí exige la LMH) y luego un especial cuidado en la gestión, incluso contenciosa si llegara el caso, de los mismos.

Aboga en la misma dirección, aunque se trate de un fenómeno muy distinto, la práctica muy extendida de retener la entidad los tramos más subordinados, e incluso en los últimos tiempos todas las series, pues los mercados exigen unos precios inasumibles, sirviendo principalmente los títulos como colateral para obtener financiación del Banco Central Europeo. La contrapartida se encuentra en que estas titulizaciones

no son consideradas siempre como verdaderas cesiones del riesgo desde la óptica de la normativa contable y de recursos propios del Banco de España (véase Catarineu y Pérez, 2008).

Muy recientemente, el Informe Larosière sobre supervisión prudencial también aboga porque el originador de las titulaciones retenga un *meaningful amount* del riesgo subyacente (Recomendación 8). En todo caso, como ya se mencionó en la Introducción y también parece inferirse del Informe Larosière, la práctica supervisora, si se cumplen todas las cautelas regulatorias (entre las que tiene especial importancia la retención del *servicing* por el originador), no debería cerrar el paso a titulaciones que no persigan sólo o principalmente obtener financiación.

3.4 La protección concursal de los fondos de titulización

Un requisito esencial de la titulización es que el vehículo creado sea *bankruptcy proof* o *bankruptcy remote* y que, por tanto, la hipotética quiebra del originador no le afecte en absoluto.

En España, la Ley 19/1992 adicionó un último párrafo al artículo 15 de la LMH, cuya redacción se mantiene hoy prácticamente idéntica, habiéndose sólo adaptado la terminología a la nueva Ley Concursal (Ley 22/2003 de 9 de julio).

La solución del legislador español considera inatacable el negocio jurídico de la cesión de los activos al fondo por el originador, en el caso de que éste entre en concurso, atribuyendo al fondo un derecho de separación. El privilegio concursal cesa en el supuesto de que los administradores concursales demuestren la existencia de fraude en la constitución del gravamen. Además, la citada Ley, aún en los supuestos de fraude (“en todo caso” es la expresión empleada), deja “a salvo los derechos del tercero de buena fe”, entre los cuales los primeros claramente serían los bonistas. Por tanto, desde un punto de vista sustantivo, nuestros fondos de titulización gozan de un grado de *bankruptcy remoteness* realmente elevado y la regulación también aquí es sustantivamente segura.

Muy criticable, en cambio, parece la manera de articular formalmente el privilegio. El privilegio en la LMH se establece para las PH vía remisión a la regulación de los préstamos hipotecarios (artículo 10) que pueden servir de cobertura a los títulos regulados en dicha Ley. Tratándose de FTA, el privilegio no está recogido directamente en su propia regulación, sino mediante nuevas remisiones al régimen de las PH y de la titulización hipotecaria (Disposición Adicional V, p. 4 de la Ley 3/1994 y artículo 1.2 del RD 926/1998). Se trata de una complejidad innecesaria, quizás explicable en 1992, pero no casi veinte años después, y que incide en la pieza quizás más importante de todo proceso de titulización.

A otro nivel, sería conveniente que el privilegio operase también frente a cualquier otra entidad respecto a la cual el fondo de titulización detente una posición acreedora, si bien hay que recordar que el artículo 71.5 de la Ley Concursal ya protege los “actos ordinarios de la actividad (...) empresarial del deudor realizados en condiciones normales”. Finalmente, sería también deseable, en aras de mejorar la seguridad de las titulaciones de créditos futuros, alguna modulación del artículo 61.2 de la Ley Concursal que limitara las potestades genéricas que dicho precepto atribuye a la administración concursal para resolver los contratos del concursado, cuando resulte

que estos contratos son precisamente los originadores de los créditos futuros que se titulizaron.

3.5 El control de la CNMV sobre el proceso de cesión de los activos

Anteriormente se vio que la sujeción de la constitución de los fondos a la normativa de emisiones constituía un claro acierto de la regulación, revistiendo especial importancia el papel de la CNMV.

Dentro del proceso de verificación es claramente positivo el que la normativa exija una auditoría de los activos que, de alguna forma, acredite “su existencia, titularidad y condiciones”. Este requisito en los primeros tiempos fue algo cuestionado, principalmente por considerarlo innecesario al intervenir ya las agencias de *rating*, pero la práctica ha demostrado su gran utilidad y hoy difícilmente podríamos concebir las titulizaciones sin los informes de auditoría. El RD ha flexibilizado la regulación, permitiendo que otros expertos cualificados o incluso la propia gestora puedan emitir los informes, previéndose incluso que la CNMV dispense su exigibilidad (artículos 5.1 c y 8). No obstante, en la práctica, se han seguido utilizando de forma casi universal informes elaborados por auditores, lo que parece lo más correcto.

Además, se contempla expresamente en el RD la posibilidad de que la CNMV pueda exigir, tanto informes adicionales para contrastar los inicialmente aportados, como su actualización en el caso de nuevos activos que se incorporen a los fondos abiertos.

3.6 La escritura de constitución del fondo

La normativa realza el papel de la escritura de constitución del fondo, que también sirve para formalizar fehacientemente la cesión de los activos.

Aunque la intervención de la CNMV y la figura del folleto informativo dan ya de por sí una gran seguridad al proceso de titulización, sigue siendo un acierto la intervención notarial en el momento inicial del fondo y la configuración de la escritura como auténtica “ley fundamental” del mismo (artículo 5.2 de la Ley 19/1922 y artículo 6 del RD).

3.7 Obligaciones de información

Las gestoras deben aportar a la CNMV las cuentas anuales y el informe de auditoría de los fondos que administren (artículo 5 del RD). Ha habido, no obstante, un insuficiente desarrollo de esta previsión, que subsanará una circular específica. Vía su inclusión en el folleto, y cada vez con más rigor, se impone también a las gestoras el deber de informar sobre todas las contingencias de los fondos que administren.

3.8 Otros factores

La exigencia del *rating* para las emisiones, la necesaria representación de los bonos de titulización mediante anotaciones en cuenta y la cotización obligatoria en mercados regulados sirven también para reforzar la seguridad de los mismos.

En relación con los *ratings* es especialmente positivo —a la vista de lo que está ocurriendo en los últimos meses— que la CNMV no se haya dejado deslumbrar por calificaciones con muchas A y bajado la guardia en sus verificaciones.

4 La flexibilidad del modelo

El que nuestro modelo de titulización tenga unos rasgos que lo hacen especialmente seguro también desde la perspectiva jurídico-institucional no es óbice para que su regulación sea, al mismo tiempo, bastante flexible y abierta, como ponen de manifiesto las consideraciones que a continuación se exponen:

- La sujeción de la verificación de los fondos de titulización a la normativa sobre el mercado primario de valores supone la vigencia, aquí también, del principio de libertad de emisión con todo lo que ello conlleva (artículo 25 de la LMV).
- De forma expresa, la Ley 19/1992, en su artículo 5 (p. 6 y p. 7), reconoce en términos amplísimos la libertad de las gestoras para configurar los fondos en la forma que estimen más conveniente y también recurrir a los mecanismos de *credit enhancement* que estimen más oportunos (en la misma línea, el artículo 6.1, letras b y c del RD).
- De acuerdo con lo que se ha llamado el carácter progresivo del modelo, superada una primera fase donde sólo cabía la titulización hipotecaria, hoy tras la aprobación del RD ya es posible:
 - Titulizar cualquier préstamo o crédito que figure en el activo del cedente, que puede ser también de una entidad no crediticia. No existe tampoco prohibición expresa alguna para titular préstamos otorgados en el extranjero.
 - Titulizar créditos futuros, recogiendo la OM 3536/2005 un elenco amplísimo de supuestos.
 - Utilizar estructuras de titulización abiertas, en sus tres modalidades de fondos abiertos por el pasivo, por el activo o por ambos lados del balance. La incorporación sucesiva de nuevos activos está regulada con bastante flexibilidad.
 - Recurrir a la titulización sintética, introducida por el artículo 97 de la Ley 62/2003, hoy ya con sus implicaciones prudenciales para las entidades de crédito tratadas en la nueva normativa sobre solvencia (Circular 3/2008, del Banco de España).
- No aplicación de la normativa mercantil sobre emisión de obligaciones y no necesidad de la inscripción de los fondos en el registro mercantil.
- Respecto a los FTA, posibilidad de que la CNMV dispense singularmente de muchos de los requisitos necesarios para su constitución, especialmente cuando se restrinja la colocación a los inversores institucionales (véase al efecto el artículo 10 del RD).
- Carácter abierto de las causas de extinción de los fondos (artículo 11 del RD y artículo 5.3 de la Ley 19/1992, sin que la mención expresa a la amortización

anticipada del fondo cuando quede menos de un 10% de las PH, implique prohibición de que en la escritura se incluyan otras causas).

- Reducción de los aranceles notariales relativos a la constitución de los fondos y facilidades para la transformación de las gestoras de FTH en gestoras “universales” (DA II y DT Única del RD).

5 Mejoras necesarias

Habiendo funcionado nuestro modelo jurídico–institucional de titulización correctamente, sería equivocado proponer su sustitución o cambios radicales en el mismo. Sin embargo, admite muchas mejoras, alguna de las cuales ya se ha mencionado. Desde la industria se han hecho bastantes sugerencias de reforma, destacando las transmitidas por el European Securitisation Forum (ESF) al Tesoro y a la CNMV³.

Se deberían mejorar, al menos, los siguientes extremos:

- Debería suprimirse de raíz el doble régimen jurídico que hoy tiene la titulización y crearse una regulación unitaria que abarcara la hipotecaria y no hipotecaria.
- Los préstamos hipotecarios deberían poder transmitirse a los fondos de titulización, con reflejo en el Registro de la Propiedad, pero con coste mínimo y mediante una mecánica registral muy simplificada, sin tener que recurrir a figuras como la PH (y también la CTH), utilísimas en su día, pero hoy prescindibles debido sobre todo a su complejidad. No obstante, la nueva regulación debería propiciar que el cedente retenga el *servicing*, como hasta ahora ocurre.
- Debería regularse de forma más clara el régimen de acciones que tienen bonistas, gestoras y cedentes de los activos en caso de impago u actuación no diligente de alguno de los sujetos intervinientes. El abuso en recurrir a múltiples remisiones normativas, que tienen su última escala en la regulación que el Reglamento de la LMH (RD 685/1982, de 17 de marzo, RMH en adelante, si bien a punto de ser sustituido por un nuevo reglamento que aquí no introducirá cambios) contiene para las PH (artículos 65 y 66), ocasiona una complejidad innecesaria. La falta de claridad normativa propicia que a veces en los folletos se incluyan soluciones del Derecho Común que no siempre encajan con las reglas vinculantes del RMH.
- Como ya se ha comentado, convendría en una futura normativa sobre titulización regular directamente los temas de protección concursal a los bonistas sin necesidad de recurrir a remisiones normativas. La regulación sustantiva sería parecida a la existente (exclusión de las acciones rescisorias), pero como ya se dijo, deberían además incluirse reglas relativas al concurso de los sujetos intervinientes diferentes al cedente y, en aras de reforzar la seguridad de las titulaciones de créditos futuros, limitar las facultades de la administración concursal para alterar los contratos originadores de dichos créditos.
- Aunque se trata de algo con lo que las gestoras han aprendido a vivir, no tiene lógica alguna que los fondos de titulización tributen al tipo general del Impuesto

3 Cartas de noviembre del 2005.

de Sociedades. Se debería adoptar una solución de neutralidad (o casi neutralidad) fiscal como la prevista para las IIC.

- Se echa en falta una regulación que introduzca una mayor flexibilidad a la hora de modificar la escritura de constitución de los fondos. El tenor literal del artículo 5.3 de la Ley 19/1992 (“otorgada la escritura (...) no podrá sufrir alteración sino en los supuestos excepcionales y con las condiciones que reglamentariamente se establezcan”) constituye un auténtico obstáculo al efecto, a falta de cualquier desarrollo reglamentario. Hubiera sido deseable que al redactarse el RD se hubiera incluido un artículo específico sobre la modificación de los fondos, como hace el artículo 11 para su extinción. El problema parece que va a ser resuelto aisladamente, incorporándose la solución vía una enmienda referida a alguna de las leyes financieras que se tramitan en la actualidad.
- En todo caso, la modificación de los fondos sólo debería permitirse por causas tasadas y limitadas. En nuestro modelo de titulización no cabe una gestión activa, abierta y dinámica de los activos, más bien propia de una IIC. Incluso en los FTA abiertos, las incorporaciones se hacen en hitos predeterminados, previéndose la fijación inicial de su vida e importes máximos (artículo 6.2b). Esto es compatible con el establecimiento de reglas de sustitución y subsanación (artículo 5.2.1 de la Ley 19/1992 y artículo 3.2 del RD) que permiten a la gestora una cierta gestión activa, pero puramente “defensiva”.
- El RD introdujo en su artículo 1.1 dos figuras que no parecen totalmente correctas, principalmente por introducir confusión en el modelo.
 - En primer lugar, permitir que los fondos de titulización puedan integrar en su pasivo hasta un 50% de préstamos bancarios, considerándolos como un pasivo normal al igual que los bonos de titulización, es contradictorio con la naturaleza primordial de emisiones que tienen los fondos en nuestro modelo, que si se llaman de “titulización” no es por casualidad. Cuestión distinta es el recurso flexible que la normativa permite y la CNMV bendice a la financiación bancaria como técnica instrumental de *credit enhancement* y para facilitar el diseño y colocación de las emisiones. Dejando esto claro, no parecería mal que en una futura normativa se permitiera expresamente un uso amplio de financiación bancaria puente hasta que las condiciones del mercado permitieran la colocación de la emisión. En este contexto, el requisito de la “neutralidad financiera” también podría ser objeto de una revisión limitada.
 - En segundo lugar, las aportaciones con derecho al remanente, concebidas para los inversores institucionales, han demostrado ser innecesarias al cumplir su función los bonos más subordinados.
- También es insuficiente —como se ha visto— el tratamiento contable y la información periódica de los fondos de titulización, si bien esto se resolverá con la nueva circular de la CNMV.
- Por otra parte, parece criticable por insuficiente el régimen sancionador aplicable a las gestoras de titulización, que no prevé más que tres tipos específicos (artículo 6.3 de la Ley 19/1992). Aunque se declara de aplicación supletoria el régimen sancionador de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (hoy Ley 35/2003, de 4 de noviembre), no hay duda de que también son conductas infrac-

toras las tipificadas en la LMV y referidas a incumplimientos de su Título III, Mercado Primario (i.e. el artículo 99 n). Una posible futura regulación debería prestar más atención al tema.

Existen otros aspectos del actual régimen que también han recibido algunas críticas pero cuya reforma no parece necesaria (o, al menos, prioritaria). Podemos mencionar los siguientes puntos:

- La confusa naturaleza jurídica de los fondos de titulización, difícilmente encajables en ninguna de las instituciones conocidas (fondo de inversión, comunidad de bienes...), no debe preocupar, en tanto se trata de figuras de regulación legal y que han funcionado de forma correcta.
- No parece conveniente, como se ha dicho, eliminar el requisito de la homogeneidad de los activos, aunque sí acotarlo normativamente mejor y seguir interpretándolo de forma amplia. Tampoco son necesarios los fondos de titulización con compartimentos, pues se trata de una solución propia de los fondos de inversión que no encaja en nuestro modelo, sin que además suponga grandes economías a la hora de crear los fondos concretos. Cuestión distinta es que una futura regulación explicita y desarrolle el posible uso de los llamados fondos mixtos o fondos compartimentados, ya admitidos por la CNMV (de forma jurídicamente irreprochable) y mencionados en la Circular 3/2008 del Banco de España. En efecto, una de las ventajas de nuestro modelo es que consagra una libertad amplísima a la hora de diseñar las estructuras de titulización (debiendo quedar reflejadas, obviamente, en la escritura sus características) y, en este sentido, mientras se respete la unicidad patrimonial final del fondo, se pueden articular las reglas de imputación/prelación que se deseen.
- Finalmente, tampoco parece oportuno dulcificar los requisitos que los artículos 62 del RMH y 2.2 b del RD establecen, respectivamente, para que las PH y otros activos puedan incorporarse a un fondo de titulización (cesión plena e incondicionada, no otorgamiento de garantías, etc.). Con independencia de que la normativa contable y de solvencia de las entidades de crédito aprobada por el Banco de España (hoy contenida en las circulares 4/2004 y 3/2008) haya establecido por su parte exigencias muy estrictas para las titulizaciones, desde una óptica sustantiva (i.e. jurídico-institucional) la titulización debe articularse sobre una inequívoca cesión de los activos, sin que al cedente le corresponda más que el *servicing* de los mismos (por estimar esto último muy conveniente). La solución adoptada por nuestra normativa es la más coherente con el carácter de patrimonios separados, no consolidables y *bankruptcy proof* de nuestros fondos de titulización.

6 Conclusiones

El que la titulización en España haya funcionado correctamente se debe, en gran medida, al comportamiento prudente de las entidades financieras y a la consagración de un modelo bancario de “originar para mantener”. La normativa contable y de solvencia aprobada por el Banco de España y la eficiente supervisión que éste ha realizado también han sido factores decisivos.

El marco jurídico–institucional, en el que se centra este trabajo, también debe ser valorado positivamente, ya que ha contribuido notablemente al éxito de la titulización. La CNMV, por su parte, ha ejercido adecuadamente el importante papel que la normativa le atribuye.

Dentro del estricto marco regulatorio existente, sin embargo, no deberían impedirse las titulizaciones que no persigan sólo o principalmente obtener financiación para el originador.

La regulación española se caracteriza por aunar las notas de seguridad y flexibilidad, con lo que ha ampliado de forma progresiva el ámbito de la titulización.

Desde la perspectiva jurídico–institucional, el juicio positivo de la regulación no impide reconocer sus deficiencias y pedir su corrección. Las deficiencias afectan más a la sistemática y estructura de la normativa que a la calidad sustantiva de las piezas básicas del modelo.

En el cuerpo de este trabajo se proponen determinadas medidas de mejora, entre las que destaca la adopción de un marco normativo común para la titulización hipotecaria y no hipotecaria. Una deseable futura ley serviría para suprimir las confusas remisiones normativas hoy existentes y actualizar y mejorar la regulación actual.

Otros aspectos mejorables se refieren a la cesión de los préstamos hipotecarios, al régimen fiscal y sancionador y a la regulación de las causas de modificación de las escrituras de constitución de los fondos.

7 Bibliografía

Catarineu, Eva y Pérez, Daniel: “La titulización de activos por parte de las entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial”. Banco de España, *Estabilidad Financiera*, nº 14, mayo de 2008.

Larosiére, Jacques: “The high–level group on financial supervision in the EU: Report”. Comisión europea, 25 de febrero de 2009.

López Blanco, Elías: “Panorama de la titulización en Europa”. CNMV, *Boletín trimestral*, octubre de 2008.

Losada López, Ramiro: *Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero*. CNMV, monografía nº 14, 2006.

Roldán Alegre, José María: “El papel del modelo originar para distribuir en la crisis financiera del 2007”. Banco de España, *Estabilidad Financiera*, nº 15, noviembre de 2008.

III Novedades regulatorias

La nueva Circular sobre categorías de IIC en función de su vocación inversora

Susana García Alcorta (*)

* Susana García Alcorta pertenece al Departamento de Autorización y Registro de Entidades de la CNMV.

1 Introducción

En la Ley 35/2003, de 4 de noviembre de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante LIIC) se establecía el reforzamiento de la protección de los inversores como uno de los principios básicos de la regulación de estas instituciones. El fortalecimiento de las obligaciones de transparencia se ha considerado un medio eficaz para conseguir una mayor protección de los inversores.

Para cumplir con este principio de transparencia, la LIIC establece en su artículo 30 que las instituciones de inversión colectiva deberán definir su vocación inversora de tal forma que el inversor conozca con precisión a qué categoría pertenece la institución. A su vez, se habilita a la CNMV para que establezca categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora, teniendo en cuenta los activos considerados en el artículo 30 de la LIIC.

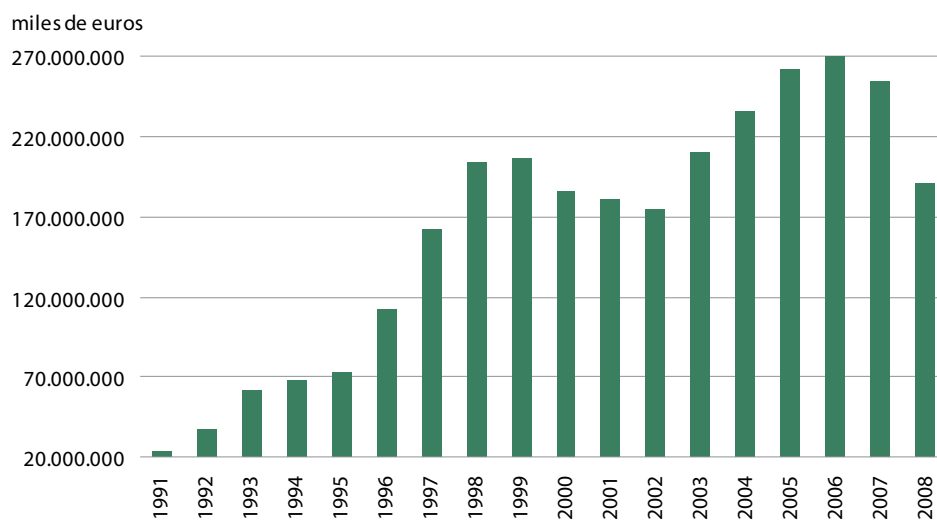
En este artículo se analiza el contenido de la Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la CNMV, sobre las categorías de IIC en función de su vocación inversora. Esta norma tiene el objetivo de mejorar la información que se proporciona a los inversores.

A lo largo de este artículo se entenderá por RIIC el Reglamento de la Ley 35/2003, aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y por IIC a las instituciones de inversión colectiva.

El artículo se estructura como sigue: la sección segunda tratará sobre la evolución mostrada por las vocaciones inversoras de las IIC, la sección tercera recogerá los objetivos perseguidos con la Circular, la sección cuarta abordará cada una de las vocaciones inversoras recogidas en la nueva clasificación y la sección quinta revisará la situación existente en otros países de nuestro entorno en relación con la clasificación de categorías utilizada. Por último, en la sección sexta se recogerán las principales conclusiones que se alcanzan en el artículo.

2 Evolución en las vocaciones inversoras de las IIC

La evolución registrada por el patrimonio de los fondos de inversión ha determinado en gran medida las iniciativas llevadas a cabo para modificar las vocaciones inversoras en las que se pueden clasificar los fondos. El gráfico 1 ilustra esta evolución, creciente en general, con dos periodos de reducción del patrimonio, en el comienzo del nuevo siglo y en la actualidad.



Fuente: CNMV.

En la evolución que han seguido las vocaciones de IIC a lo largo del tiempo se pueden distinguir diferentes etapas.

Una primera etapa (1989–1999) en la que no había un volumen de patrimonio importante ni tampoco un número de partícipes elevado. En ese contexto, el número de vocaciones era reducido, diferenciándose entre renta fija, renta fija mixta, renta variable mixta y renta variable.

Una segunda etapa (1999–2001) en la que la industria ya mostraba un mayor desarrollo. Con el objetivo de contribuir a una mayor transparencia en la información a los inversores se establecieron unos criterios para clasificar los fondos de inversión según su vocación inversora. Se distinguieron 15 categorías que se podían dividir en los siguientes grupos:

- FIAMM: invierten en renta fija y activos monetarios a muy corto plazo.
- Renta Fija: invierten en renta fija con distinta duración de la cartera.
- Mixtos: fondos con diferente porcentaje de su cartera invertida en renta fija y renta variable y distinto riesgo divisa.
- Renta Variable: invierten la gran mayoría de su cartera en renta variable y pueden tener exposición a mercados diferentes: nacional, euro e internacional.
- Global: fondos sin definición precisa de su política de inversión y que no encajan en ninguna vocación.
- Garantizados: podrían ser de renta fija o variable en función de que garanticen un rendimiento fijo o una cantidad vinculada a la evolución de instrumentos de renta variable o divisa.

Finalmente, existe una tercera etapa (2002–2008) en la que, entre otros aspectos, se desglosa de manera más detallada la vocación de renta variable en función del área geográfica en la que invierte la IIC. En 2002 se estableció una clasificación compuesta por 19 vocaciones que pretendía conseguir categorías más homogéneas en cuanto al nivel de riesgo asumido por los fondos incluidos en cada vocación y que permitía, en cierta medida, que el inversor pudiera realizar comparaciones entre comportamientos de fondos agrupados bajo la misma vocación inversora.

Asimismo, en este periodo (noviembre de 2005) entró en vigor el RIIC, que ha introducido cambios importantes en el ámbito de la inversión colectiva, como es la desaparición de la categoría de FIAMM. Como consecuencia de ello se ha producido una modificación en la clasificación de vocaciones existente.

Como se observa en el gráfico 1, desde 2002 se ha producido un crecimiento importante en el volumen de patrimonio de los fondos de inversión. Esta tendencia se modifica en 2007, cuando se produce un descenso que se agudiza en 2008, debido a un alto porcentaje de reembolsos como consecuencia del nivel de desconfianza generado por la crisis financiera. Esta situación ha propiciado, en gran medida, la modificación de las vocaciones inversoras existentes.

3 Objetivos de la Circular sobre categorías de IIC

Como se ha dicho, las vocaciones que existían a principios de 2009 fueron establecidas en enero de 2002, pero desde esa fecha se han producido importantes cambios en la industria. Así, ha desaparecido la vocación de FIAMM y ha habido cambios en los fondos garantizados en cuanto a su denominación y a un mayor desglose. Desde enero de 2006 se diferencian, dentro de los garantizados de renta variable, los fondos que garantizan a vencimiento el 100% de la inversión inicial (garantizados a vencimiento, antes denominados garantizados de renta variable), de aquellos que garantizan un porcentaje inferior al 100% de la inversión inicial (de garantía parcial) para conseguir una mayor transparencia.

Con el fin de obtener una definición clara de cada una de las vocaciones y proporcionar al inversor de manera sencilla y rápida información sobre la política de inversión de la IIC, la CNMV decidió revisar las categorías de las vocaciones inversoras.

En consecuencia, haciendo uso de las facultades que expresamente le han sido conferidas por el artículo 30 de la LIIC, la CNMV ha publicado la Circular sobre categorías de IIC en función de su vocación inversora, cuya entrada en vigor se producirá el 1 de abril de 2009.

La Circular persigue varios objetivos:

- Definir la categoría de una IIC como la unión del tipo y la vocación inversora. Se definen como tipos de IIC, además de los fondos de inversión y sociedades de inversión ordinarios, las IIC subordinadas, las IIC que invierten mayoritariamente en otras IIC, las IIC que replican o reproducen un determinado índice bursátil o de renta fija y los fondos cotizados.

- Especificar los criterios que permiten clasificar a cada IIC dentro de una u otra vocación inversora. Se destacan los siguientes aspectos: (1) la clasificación en función de la política de inversión de la IIC definida en su folleto explicativo y no por la composición de su cartera, (2) la consideración tanto de la cartera de contado como de la de derivados, (3) el uso del patrimonio de la IIC como base de cálculo para definir las vocaciones, (4) la admisión de un incumplimiento excepcional de la política de inversión declarada en folleto invirtiendo en activos de menor riesgo durante un máximo de 3 meses, y (5) la clasificación en la vocación de mayor riesgo cuando una IIC se encuentre entre dos vocaciones inversoras o la clasificación como global cuando se sitúe entre tres de ellas.
- Reducir el número de vocaciones inversoras, con el fin de que el inversor conozca con precisión a qué categoría de las establecidas pertenece la institución.
- Modificar la Circular 2/1998, de 27 de julio, sobre requerimientos de información estadística a las IIC de la Unión Monetaria Europea en lo relativo a la definición de la vocación monetaria.

Dentro de cada vocación inversora pueden convivir fondos con diferentes niveles de riesgo y éste, a su vez, puede variar dependiendo de las condiciones del mercado. La política de inversión de un fondo y el perfil de riesgo son dos variables que están interrelacionadas y proporcionan al inversor información útil sobre las características del fondo.

A pesar de su importancia, el perfil de riesgo de un fondo es establecido de forma discrecional por la sociedad gestora según sus propios criterios. No existe una escala de perfiles de riesgo para situar a los fondos de inversión, lo que dificulta la comparación entre fondos, tanto de la misma gestora como fondos con la misma vocación pero de gestoras diferentes.

En consecuencia, en el folleto simplificado y otra documentación elaborada por la IIC se debe informar del perfil de riesgo, además de la vocación. No obstante, para obtener más información sobre ambas cuestiones el inversor debe acudir a otras fuentes de información, como son el folleto informativo o los informes periódicos.

En la actualidad, en Europa se está planteando el establecimiento de un indicador sintético que proporcione información en el folleto informativo sobre la rentabilidad/riesgo del fondo utilizando una escala homogénea para evitar esta situación.

4 Clasificación de vocaciones de inversión

En este apartado se van a describir las diferentes vocaciones que se incluyen en la nueva Circular.

4.1 Monetarios

Una de las principales novedades recogidas en la clasificación de vocaciones es la modificación de los requisitos exigidos a los fondos monetarios.

La desaparición de los FIAMM aconsejó que se definiera una vocación monetaria, lo que se acometió con la Circular 1/2007, de 11 de julio, de la CNMV, sobre reque-

rimientos de información estadística a las instituciones de inversión colectiva de la UE que modificó la Circular 2/1998. En dicha Circular 1/2007 se definían los fondos monetarios como aquellas IIC que tenían una duración media de la cartera inferior a un año y cuyos activos debían cumplir las siguientes condiciones:

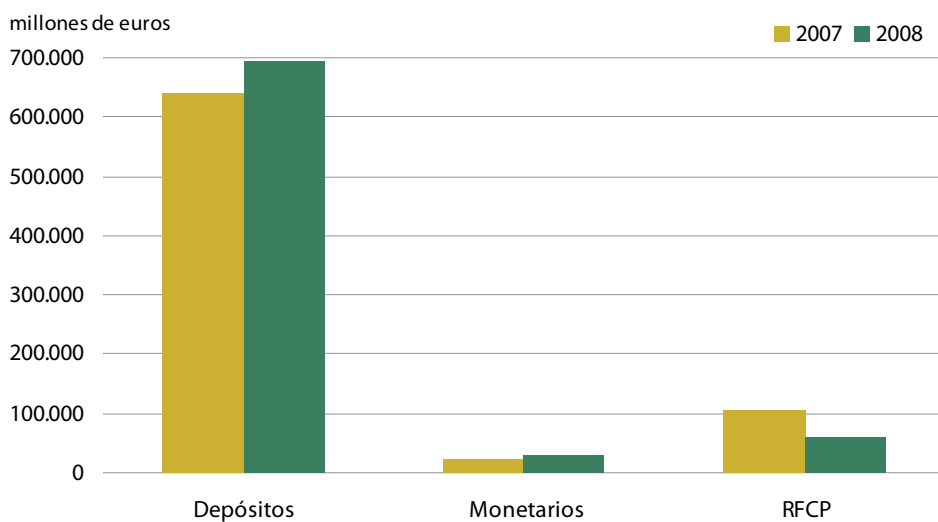
- No superar los 18 meses hasta el vencimiento, salvo si eran de cupón variable referenciado a índices monetarios y con revisión al menos anual.
- Como máximo el 40% de los activos podría tener un plazo remanente de amortización superior a 1 año.
- No incluir activos de renta variable en su cartera de contado ni derivados cuyo subyacente no fuera de renta fija.

Sin embargo, el comportamiento reciente de los fondos monetarios ponía de relieve la falta de idoneidad de esta definición para recoger las características que los inversores esperaban en este tipo de productos, principalmente la evolución de su rentabilidad en paralelo con las de los tipos de interés a corto plazo y, por tanto, una cierta estabilidad en su valor liquidativo.

En principio, la política de inversión de los fondos monetarios se fue haciendo más agresiva, utilizando las alternativas permitidas en la definición. Estas decisiones de inversión pretendían contrarrestar la tendencia a perder patrimonio como resultado de la competencia de los depósitos bancarios y de la pérdida de su ventaja fiscal frente a estos¹.

Volumen de los depósitos bancarios, fondos monetarios y fondos de renta fija a corto plazo¹

GRÁFICO 2



Fuente: Banco de España y CNMV.

1 Datos a noviembre de 2008 excepto para los depósitos, que se corresponden con el tercer trimestre de 2008.

1 Hay que recordar que la reforma fiscal introducida por la Ley 35/2006 del IRPF modificaba el tratamiento fiscal de los rendimientos obtenidos por el reembolso o transmisión de participaciones de fondos e igualaba el gravamen aplicado a las distintas rentas procedentes del ahorro.

Además, en el marco de la actual crisis financiera se empezó a observar que algunos fondos monetarios, a pesar de caracterizarse en principio por tener una baja volatilidad e invertir en activos de bajo riesgo, tenían unos niveles de volatilidad superiores a los esperados e invertían en activos con menor calidad crediticia al no tener ninguna restricción al respecto.

Todo ello justifica el cambio realizado, estableciendo como requisitos los siguientes: (1) una duración media de la cartera inferior a 6 meses, (2) ausencia de exposición a renta variable, riesgo divisa y deuda subordinada, (3) mínimo del 90% del patrimonio en activos con vencimiento residual inferior a dos años, (4) ausencia de activos con vencimiento residual superior a cinco años y (5) calificación crediticia mínima a corto plazo de A2 por S&P o equivalente permitiéndose invertir en activos sin *rating* siempre que el emisor tenga una calificación crediticia a corto plazo igual o superior a A2.

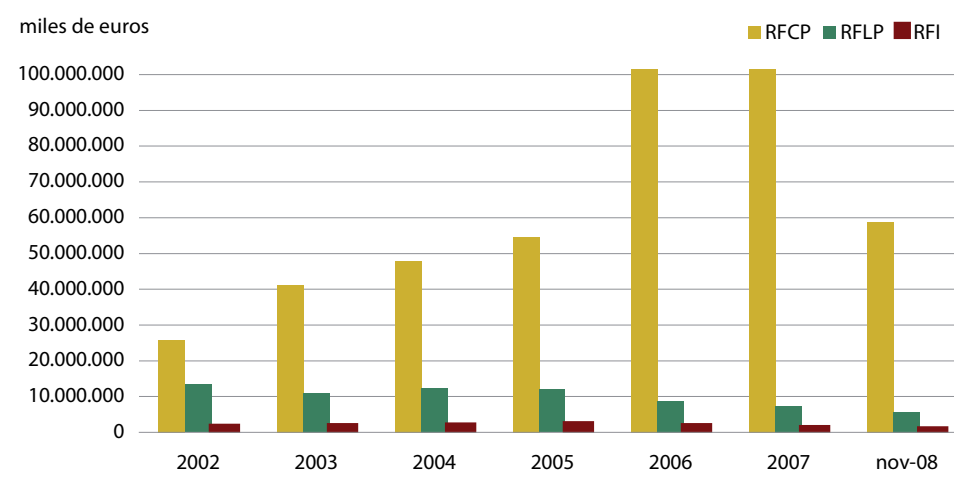
Unido a ello, para mayor transparencia con los inversores, únicamente se permite la utilización de la denominación “monetario” o similar en aquellos fondos que tengan vocación monetaria. Adicionalmente, todos aquellos que cumplan las características de esta vocación deberán necesariamente clasificarse como monetarios, dejando de existir la posibilidad de que un fondo cumpla simultáneamente los requisitos de la vocación monetaria y la de renta fija.

4.2 Vocaciones de renta fija: renta fija euro y renta fija internacional

El patrimonio de los fondos de renta fija ha experimentado una evolución, tendiendo a decrecer en el caso de la renta fija a largo plazo y a crecer en el caso del corto plazo. No obstante, el crecimiento de esta última en los años 2006 y 2007 está distorsionado, al recoger esta vocación los antiguos FIAMM desaparecidos en 2005 y no reemplazados por una categoría monetaria hasta 2007.

Patrimonio de fondos con vocación renta fija a corto plazo, renta fija a largo plazo y renta internacional

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV.

En el caso de la renta fija, con la clasificación de vocaciones vigente hasta la entrada en vigor de la Circular se distinguía entre corto plazo y largo plazo en función de si la duración de la cartera era inferior o superior a 2 años. También se incluía la posibilidad de tener riesgo divisa superior al 5% en la vocación renta fija internacional, sin tener en cuenta el riesgo de crédito ni de liquidez. Como resultado, se podían agrupar bajo la misma vocación fondos que invertían en activos con diferentes niveles de riesgo de crédito y más o menos líquidos.

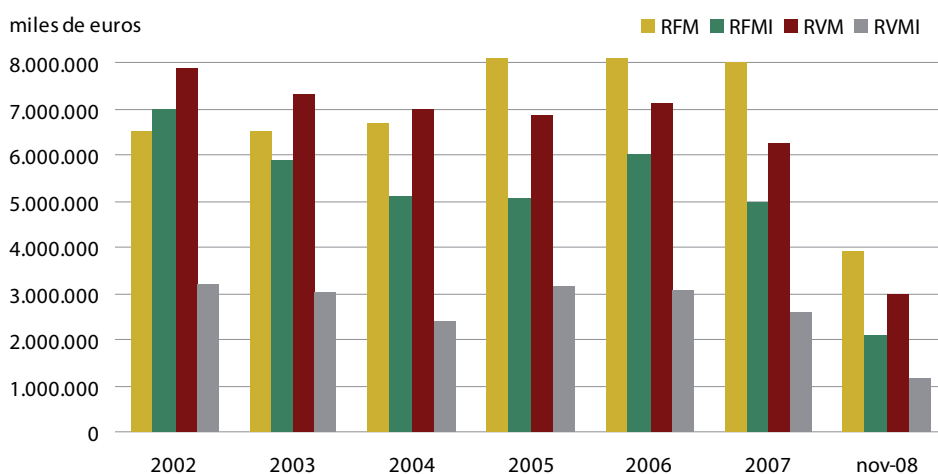
Puesto que el objetivo fundamental de las nuevas vocaciones ha sido simplificar y proporcionar al inversor una clasificación lo más clara y concisa posible, se ha eliminado la distinción de las vocaciones de renta fija en función de la duración de la cartera, dejando exclusivamente como elemento diferenciador el riesgo divisa, aunque con un nuevo porcentaje del 10% del patrimonio en sustitución del 5% anterior. Por tanto, las vocaciones de renta fija a corto plazo y renta fija a largo plazo se agrupan en una única vocación de renta fija euro.

4.3 Vocaciones mixtas: renta fija mixta euro, renta fija mixta internacional, renta variable mixta euro y renta variable mixta internacional

En la nueva clasificación se diferencian los fondos mixtos en cuatro vocaciones en función del porcentaje invertido en renta fija o en renta variable y de la zona geográfica a la que pertenece el emisor de los valores de renta variable, que permite clasificar a las IIC como vocación euro o internacional.

Asimismo, se modifica el porcentaje considerado para diferenciar las vocaciones euro e internacional en la vocación de renta fija mixta, pasando del 5% al 30% del patrimonio en la nueva clasificación.

Patrimonio de fondos con vocación renta fija mixta, renta fija mixta internacional, renta variable mixta y renta variable mixta internacional GRÁFICO 4



Fuente: CNMV.

4.4 Vocaciones de renta variable: renta variable euro y renta variable internacional

Las vocaciones de renta variable también han sido reducidas con la finalidad mencionada de facilitar su comprensión por el inversor. Sólo existen dos vocaciones: renta variable euro y renta variable internacional.

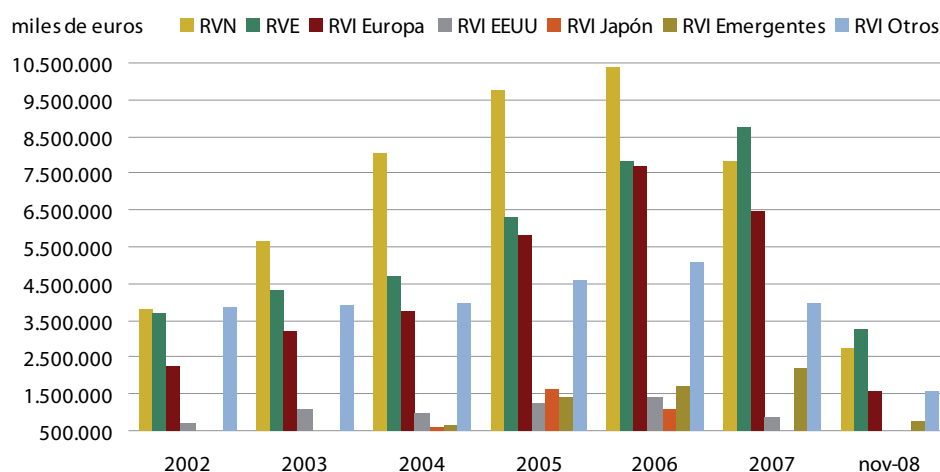
Así, por una parte, se elimina la vocación de renta variable nacional, pasando este grupo de fondos a formar parte de la vocación renta variable euro. Por otra parte, todas las vocaciones existentes anteriormente (Europa, EEUU, Japón, emergentes y otros) pasan a constituir una única vocación de renta variable internacional.

En conclusión, la vocación de renta variable euro agruparía a los fondos que invierten más de un 60% en renta variable de emisores del área euro y con una exposición a riesgo divisa de hasta el 30% del patrimonio, mientras que la vocación de renta variable internacional agruparía al resto de fondos.

La característica de invertir mayoritariamente en un área geográfica determinada en los fondos de renta variable internacional (Europa, EEUU, Japón, países emergentes) solamente se identificará en la denominación del fondo, al igual que la inversión mayoritaria en un sector económico concreto.

Patrimonio de fondos con vocación renta variable nacional, renta variable euro y renta variable internacional

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV.

4.5 IIC de gestión pasiva

Una novedad de la clasificación es la creación de la vocación de IIC de gestión pasiva (no garantizados), para diferenciarlas de las que desarrollan una gestión activa.

En la clasificación utilizada hasta el momento la posibilidad de gestión pasiva sólo se diferenciaba en la categoría de fondos garantizados. Si existían fondos de gestión pasiva en el resto de fondos, su clasificación se hacía en la vocación correspondiente a la política de inversión desarrollada.

En esta nueva vocación de gestión pasiva se incluyen las IIC que replican o reproducen un índice², los fondos cotizados y las IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

4.6 IIC garantizadas

La clasificación incluye tres alternativas: garantizadas de rendimiento fijo, garantizadas de rendimiento variable y garantía parcial.

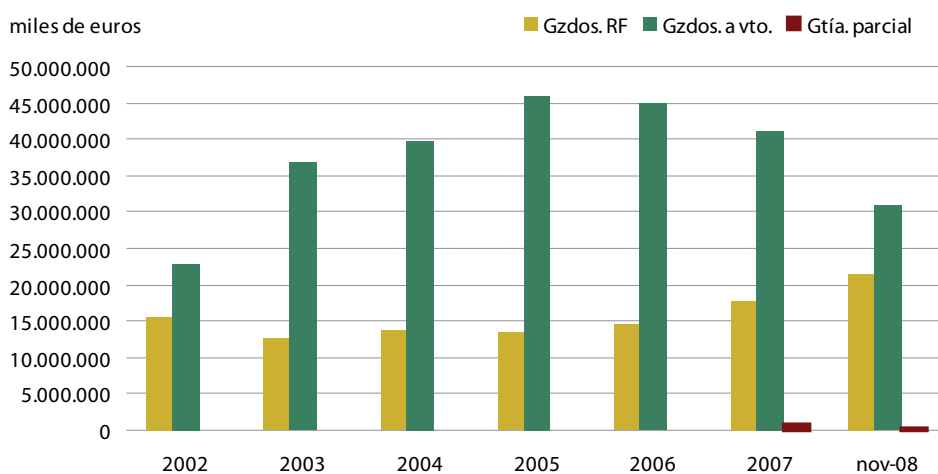
Los garantizados de rendimiento fijo serán aquellas IIC que aseguran la inversión más un rendimiento fijo.

En cuanto a los garantizados de renta variable, a pesar de no estar así recogidos en la clasificación anterior, se han venido distinguiendo entre garantizados a vencimiento y fondos de garantía parcial desde enero de 2006, cuando se establecieron una serie de criterios para fortalecer la transparencia de las IIC y mejorar la protección de los inversores.

En la nueva clasificación, los garantizados a vencimiento son los garantizados de rendimiento variable que garantizan el 100% de la inversión inicial, y los fondos de garantía parcial los que garantizan un porcentaje inferior al 100% de la inversión inicial. Además, se incluyen dentro de estas vocaciones aquellas IIC que ofrecen esas garantías y también realizan una gestión activa de una parte del patrimonio.

Patrimonio de fondos garantizados de renta fija, garantizados a vencimiento y fondos de garantía parcial

GRÁFICO 6



Fuente: CNMV.

4.7 Vocación de retorno absoluto y global

La nueva clasificación reconoce una nueva vocación que antiguamente estaba incluida en las IIC globales.

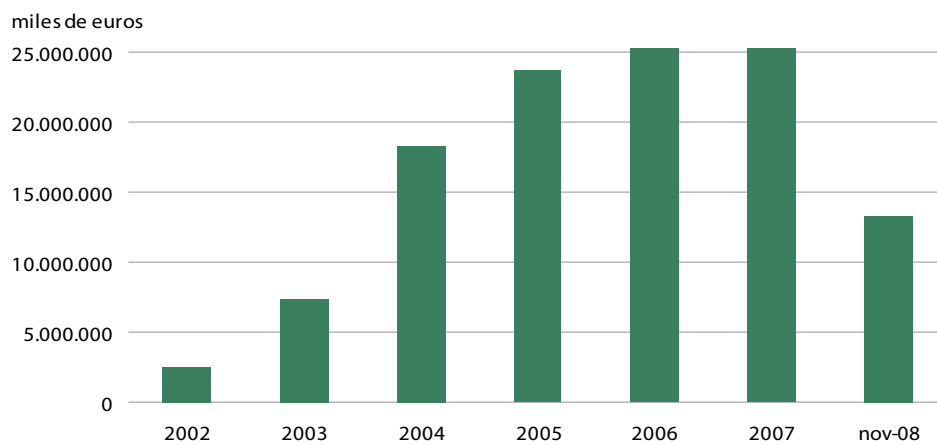
2 La Circular 6/2008, sobre la determinación del valor liquidativo de las IIC, define que un fondo replica o reproduce un índice siempre que la desviación máxima de la política de inversión efectiva del fondo no sea superior a un 5% respecto a la evolución del índice.

Así, se encuadran en una vocación de retorno absoluto las IIC con un objetivo de gestión no garantizado que tratan de conseguir un determinado nivel de rentabilidad/riesgo periódico independiente de la evolución de los mercados.

Por lo tanto, se deja la vocación global para aquellas IIC cuya política de inversión no encaja en ninguna de las vocaciones anteriores.

Patrimonio de fondos con vocación global

GRÁFICO 7



Fuente: CNMV.

4.8 Vocaciones en las IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

No se ha establecido ninguna clasificación dentro de las vocaciones de inversión libre. Estas IIC nacieron con el RIIC en noviembre de 2005 y, por lo tanto, no existe un perfil histórico lo suficientemente amplio. En la actualidad el número de fondos en cada uno de estos tipos de IIC es bastante reducido: a finales de 2008 había registradas en la CNMV 24 IIC de inversión libre y 40 IIC de IIC de inversión libre.

5 Clasificaciones utilizadas en otros países

La situación en otros países de nuestro entorno (Reino Unido, Francia, Alemania, Italia) es bastante heterogénea: cada uno tiene una clasificación diferente que se adapta a la situación concreta de su industria y en algunos casos el número de categorías es superior a las existentes en España.

En Francia, las categorías en cuanto a número y criterios de clasificación son muy similares a las españolas. Por ejemplo, se considera el criterio del área geográfica dentro de los fondos de renta variable, renta fija o monetarios.

En Alemania, Italia y Reino Unido la clasificación utilizada es muy extensa y, además de criterios generales como diferenciar por renta fija, renta variable, mixtos o monetarios, utilizan otros criterios adicionales como el vencimiento de los activos, la capitalización de los valores o los sectores en los que se invierte.

En España no se distinguen categorías en función de estos parámetros, pudiendo encuadrarse dentro de la misma vocación inversora fondos que invierten en renta variable de distintos sectores, con distintos niveles de capitalización, o en renta fija con distintos vencimientos. La manera de diferenciar la inversión mayoritaria en un sector o en un área geográfica concreta tiene lugar mediante la propia denominación en los fondos de renta variable internacional.

5.1 Clasificación EFAMA (European Fund and Asset Management Association)

El European Fund Categorization Forum (EFCF) es un grupo de gestoras internacionales y proveedores de información que se formó en 2002 con el fin de crear una clasificación de los fondos de inversión a nivel europeo. Este objetivo se consideraba muy útil a la vista del aumento de la comercialización transfronteriza de fondos. La European Fund and Asset Management Association (EFAMA) se unió al proyecto posteriormente. El resultado del trabajo conjunto ha sido una clasificación definitiva de fondos en junio de 2008, cuyos principales objetivos son:

- Aumentar la transparencia para los inversores y las gestoras permitiéndoles comparar fondos.
- Proteger al inversor, puesto que establecer unas categorías perfectamente definidas le ayuda a conocer exactamente las características del fondo que suscribe.
- Mayor consistencia entre las vocaciones y la política de inversión desarrollada.

La clasificación tiene cuatro categorías: renta variable, renta fija, monetarios y mixtos. Las categorías están divididas (en su caso) según nueve criterios: zona geográfica, sector, capitalización, divisa, *rating*, exposición al tipo de interés, exposición a mercados emergentes, distribución de activos (sólo aplicable a la categoría mixta) y características estructurales (especificaciones que caracterizan a cada fondo, como por ejemplo ser fondo de fondos, ETF, cerrados, solidarios, etc.).

Además de estas cuatro grandes categorías han desarrollado once tipos de fondos que no se asocian a ningún tipo de activo en concreto, como son: retorno absoluto, convertibles, garantizados o fondos que invierten en materias primas, entre otros.

La clasificación resultante es muy extensa y, en consecuencia, puede no resultar adecuada para su transposición a los mercados domésticos. Además, presenta algunas diferencias con respecto a la clasificación existente en España, puesto que los garantizados no se consideran una categoría más porque no tienen un peso tan importante como en el mercado español.

No obstante, a pesar de que cada país mantenga sus propias categorías, el hecho de conseguir una clasificación a nivel europeo basada en los mismos parámetros hace que la convergencia entre países se encuentre más cerca.

6 Conclusiones

La clasificación de las IIC en distintas vocaciones inversoras en función de su política de inversión ha ido adquiriendo a lo largo del tiempo mayor importancia. En los primeros años de existencia de la industria en España, tanto el volumen de patrimonio como el número de partícipes no eran muy significativos, pero, con el desarrollo del mercado, la inversión dedicada a este tipo de instituciones experimentó un aumento considerable, lo que hizo necesaria una clasificación algo más sofisticada que representase de manera más exacta la industria de la inversión colectiva en España.

En los últimos años, las posibilidades de inversión más complejas dentro de la inversión colectiva (introducidas a través de la LIIC y del RIIC) y la búsqueda de una mayor transparencia han hecho preferible una clasificación de vocaciones inversoras más reducida y sencilla para el inversor.

Con la definición de las categorías se intenta aportar una idea muy concisa sobre las posibilidades de inversión existentes que facilita la primera decisión de los potenciales inversores. Sin embargo, para conocer de manera más detallada la política de inversión y el nivel de riesgo de la IIC, los inversores deben acudir a documentos como el folleto simplificado o los informes periódicos.

La Circular que define las categorías a las que pertenecen las IIC constituye un avance en el objetivo de mejorar la transparencia del mercado y, mediante la misma, contribuye al objetivo último de protección de los inversores minoristas.

El Nivel 3 de la MiFID sobre los intermediarios financieros

María José Gómez Yubero (*)

* María José Gómez Yubero es Directora del Departamento de Inversores de la CNMV.

1 Introducción

En este artículo se analiza el trabajo realizado por el grupo de expertos sobre la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) creado en el seno de CESR para impulsar, a través del Subgrupo de Intermediarios¹, la convergencia en la supervisión de la actividad de las entidades financieras que prestan servicios de inversión en Europa.

Para ello, el artículo se estructura en tres apartados. El primero se refiere al papel de CESR como comité de nivel 3. El apartado segundo analiza el catálogo de instrumentos de nivel 3 que ha utilizado el grupo de expertos sobre MiFID en lo que se refiere a la actividad de los intermediarios financieros. El tercer y último apartado recoge las conclusiones.

2 El papel de CESR como comité de nivel 3

CESR fue creado en 2001 dentro del llamado esquema Lamfalussy como uno de los comités de nivel 3². Estos comités tienen dos cometidos: asesorar a la Comisión europea en las normas de nivel 2 y procurar la convergencia de las prácticas de supervisión, para lo que elaboran recomendaciones y criterios interpretativos.

Recientemente, una vez finalizado el calendario normativo recogido en el Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF) de 1999, la Comisión europea ha examinado los resultados del proceso Lamfalussy y, como consecuencia de ello, acaba de reformar el estatuto³ de los comités de nivel 3. Para mejorar la eficiencia y efectividad de su trabajo, se han introducido, entre otras medidas, las mayorías cualificadas en la toma de decisiones. Aunque los comités continuarán emitiendo recomendaciones no vinculantes, sus miembros deberán cumplirlas o, en caso contrario, explicar sus razones para no hacerlo.

Este ha sido un primer paso en el proceso de ir dotando a estos comités de mayor capacidad supervisora con ámbito europeo. Este es el camino que marca también el informe Larosière, publicado en febrero pasado⁴. Este informe fue solicitado por la Comisión europea a un grupo de alto nivel, liderado por Jacques de Larosière, con

1 La autora del artículo preside este subgrupo desde julio de 2007.

2 CESR (*Committee of European Securities Regulators*) aglutina supervisores de valores y fue creado por Decisión de la Comisión europea de 6 de junio de 2001 (2001/1501/EC). Los comités de nivel 3 de los demás sectores son CEBS en el ámbito bancario y CEIOPS en el de seguros.

3 *Commission Decision of 23 January 2009 establishing the Committee of European Securities Regulators.* (2009/77/EC).

4 *The High Level Group on Financial Regulation in the EU.* Report. Chaired by Jacques de Larosière. Brussels, 25 February 2009.

el objetivo de que evaluara y propusiera una nueva organización de la supervisión financiera, a la luz de los fallos evidenciados en la actual crisis financiera.

Entre sus recomendaciones, destaca el mantenimiento de la supervisión de las entidades financieras en la jurisdicción nacional y la creación de dos nuevas instituciones paneuropeas: el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico, responsable de la supervisión macroprudencial, y el Sistema Europeo de Supervisión Financiera, con responsabilidad en la supervisión microprudencial, mediante la transformación de los comités de nivel 3 en autoridades con funciones ampliadas.

La Comisión europea, que ya ha manifestado públicamente su aprobación a las recomendaciones del grupo, se propone abordar una ambiciosa reforma del sistema financiero europeo que dará a conocer a finales de mayo de 2009, fecha en la que también hará público el calendario para su implantación.

En la actualidad, el trabajo desarrollado por CESR se enmarca en un momento de transición. Sus grupos y subgrupos de trabajo están proporcionando una experiencia de actividad conjunta que es valiosa para un futuro en que este comité amplíe sus competencias. Asimismo, sus recomendaciones y criterios interpretativos contribuyen a homogeneizar las políticas supervisoras. El trabajo desarrollado por el grupo de expertos de MiFID que se expone a continuación es una de las contribuciones a la consecución de la convergencia supervisora.

3 Trabajos de nivel 3 en el ámbito de la MiFID

La MiFID, una de las piezas fundamentales del PASE, fue aprobada y publicada en 2004. Desde entonces y hasta 2006, el trabajo de CESR en este ámbito se centró en el asesoramiento a la Comisión europea para aprobar las normas de nivel 2. Una vez implantadas las normas de nivel 1 y 2 de la MiFID, CESR centró su esfuerzo en conseguir su aplicación uniforme y en una convergencia gradual de las prácticas y objetivos de supervisión de las distintas autoridades competentes.

Para ello, CESR creó el grupo de expertos en MiFID que opera a través de dos subgrupos, uno con relación a los mercados y otro sobre los intermediarios financieros, a cuyo trabajo se dedica este apartado.

Desde su constitución, el Subgrupo de Intermediarios ha cubierto dos programas de trabajo. Actualmente desarrolla el tercero.

- El primero, realizado en 2007, tuvo como principal objetivo ayudar a la industria a definir sus estrategias en el nuevo entorno normativo y a afrontar su adaptación técnica y operativa. Para ello, el programa contemplaba la publicación de varios documentos sobre registros, incentivos y sobre las políticas de mejor ejecución.

También elaboró dos protocolos para facilitar la transición entre la Directiva de Servicios de Inversión (DSI) y la MiFID en la comunicación de pasaportes y para facilitar la supervisión de las sucursales. Ambos protocolos estuvieron listos antes de la efectiva entrada en vigor de la MiFID.

- El segundo programa, para 2008, con la MiFID ya en vigor, centra el trabajo en la coordinación y convergencia en la supervisión, con un enfoque eminentemente

práctico. Durante este ejercicio se desarrollaron las primeras guías para supervisores, talleres de trabajo con la industria y se publicó el primer documento de CESR dirigido a los inversores.

- El tercer programa, recientemente aprobado, para 2009, ha tenido muy en cuenta la opinión de los participantes de la industria y la experiencia práctica de los supervisores adquirida en el primer año de andadura de la MiFID. Temas como el asesoramiento de inversiones, la aplicación de los regímenes de idoneidad y conveniencia, los productos complejos y no complejos y los incentivos son tratados en este programa. El objetivo es conseguir una aplicación práctica uniforme de criterios y de la supervisión que se realiza.

Los resultados de la *task force* que creó CESR a finales de 2008 para estudiar el impacto de la quiebra de Lehman Brothers condicionarán en alguna medida y determinarán nuevos mandatos o ámbitos de trabajo para el Subgrupo de Intermediarios durante este año.

Entre sus recomendaciones, el informe de esta *task force* contempla la necesidad de orientar la supervisión a los procesos de distribución a los inversores minoristas; recomienda la armonización normativa de los instrumentos financieros dirigidos a minoristas bajo el principio de que productos con el mismo perfil de riesgo y rentabilidad deben tener una regulación equivalente; recomienda la clarificación de productos complejos y no complejos y del régimen de idoneidad y conveniencia (aspectos que ya están contemplados en el programa de trabajo del grupo); señala la *re-hypothecation*, es decir, la utilización por las entidades financieras de los instrumentos financieros que sus clientes les entregan en depósito como un tema que requiere atención por parte de los supervisores a fin de preservar adecuadamente los procesos de recuperación por parte de los clientes.

Los apartados siguientes describen los objetivos de estos tres programas. Su presentación no sigue el orden cronológico de su creación, sino el tipo de instrumento o herramienta de nivel 3 utilizado.

Los instrumentos de nivel 3 son básicamente de dos tipos, documentos de *policy*, es decir, recomendaciones y orientaciones para una aplicación uniforme de la normativa, y otros documentos que se encuadran que lo que se puede denominar “corriente supervisora”. Estos abarcan desde reuniones o talleres para discutir e intercambiar opiniones y experiencias prácticas sobre temas clave de MiFID, hasta guías para que los supervisores puedan aplicar los mismos criterios en sus revisiones.

El siguiente cuadro muestra los trabajos que el grupo de expertos de MiFID, a través del Subgrupo de Intermediarios, ha desarrollado en el nivel 3 y los temas tratados en cada uno.

Objetivo	Instrumento	Tema
Aplicación uniforme y consistente de la MiFID	Recomendaciones y guías (<i>policy documents</i>)	Mejor ejecución
		Incentivos
		Registros obligatorios
		Pasaporte MiFID
		Productos complejos y no complejos
		Asesoramiento sobre inversiones
Cooperación y convergencia supervisoras	Preguntas y respuestas (Q&A)	Aspectos prácticos de MiFID
	Documentos para inversores	Guía MiFID para minoristas
	Protocolos	Notificación de pasaportes
		Supervisión de sucursales
	Guías para supervisores (<i>supervisory briefings</i>)	Conflictos de interés
		Mejor ejecución
		Incentivos
		Información a clientes
	Buenas y malas prácticas	Conveniencia e idoneidad
		Incentivos
Talleres (<i>workshops</i>) con la industria	Industria mayorista	
	Industria minorista	
Talleres (<i>workshops</i>) para supervisores	Agentes vinculados	
	Incentivos	

Fuente: CESR.

3.1 Aplicación uniforme y consistente de la MiFID

Preguntas y respuestas sobre el principio de mejor ejecución.

El principio de mejor ejecución establece un nuevo conjunto de estándares sobre el proceso que las entidades deben llevar a cabo para obtener el mejor resultado en las órdenes de sus clientes de manera consistente.

Así, mediante preguntas y respuestas, se pretende facilitar una interpretación y una supervisión uniforme de los requisitos de mejor ejecución. Para ello analiza el contenido de los acuerdos de ejecución, la posibilidad de utilizar un único centro de ejecución, la valoración de la importancia relativa de los distintos factores de mejor ejecución, los requisitos de información, el concepto de los costes totales, la aceptación de la política de mejor ejecución y los requisitos para la vigilancia y revisión de dicha política.

3.1.1 Incentivos

Este documento, publicado tras recabar comentarios de la industria y asociaciones de consumidores, tanto en los procesos habituales de consulta como en dos *open*

hearings, contiene recomendaciones para la aplicación uniforme y consistente de la regulación sobre incentivos contenida en el artículo 26 de la Directiva de nivel 2, e incluye ejemplos para ayudar a evaluar casos reales.

Listado de archivos mínimos

En este caso, se establecen recomendaciones sobre el contenido del listado de archivos mínimos que las entidades están obligadas a mantener según el artículo 51 (3) de la directiva de nivel 2.

Productos complejos y no complejos

La distinción entre el carácter complejo y no complejo de un producto es relevante a la hora de establecer las obligaciones de la entidad respecto a su comercialización. Cuando una entidad va a realizar algún servicio o transacción que se refiere a un instrumento complejo, está obligada a asegurarse de la conveniencia del producto para el cliente a quien se dirige, con independencia de que el producto haya sido ofrecido por la entidad al cliente o de que la iniciativa para su contratación haya partido del cliente (*execution only*).

El rápido crecimiento registrado en los últimos años en la distribución de productos estructurados entre pequeños inversores y el impacto que la crisis de liquidez y la quiebra de bancos, como Lehman Brothers o los bancos islandeses, están teniendo entre los pequeños inversores contribuyó a la inclusión de este tema en el programa de trabajo del grupo. También fueron determinantes las dificultades que supone la clasificación de los productos y la constatación de las diferentes prácticas seguidas en los estados miembros y por las diferentes entidades financieras.

El trabajo, que se encuentra actualmente en curso y será próximamente sometido a consulta pública, pretende definir los criterios para clasificar los instrumentos financieros sometidos al ámbito de aplicación de la MiFID como complejos o no complejos e incluirá una lista de los productos típicamente destinados a los inversores minoristas.

3.1.2 Recomendaciones sobre el asesoramiento sobre inversiones

El grupo tiene previsto comenzar en breve a trabajar en un documento de recomendaciones sobre el asesoramiento financiero a fin de delimitar desde una perspectiva práctica la frontera entre asesoramiento de inversiones y comercialización o venta no asesorada de instrumentos financieros.

Este trabajo, que se publicará a finales de este ejercicio, será complementado con la guía para supervisores sobre la aplicación de los regímenes de idoneidad, conveniencia y sólo ejecución.

Preguntas y respuestas sobre aspectos prácticos de MiFID

Siguiendo el modelo de los cuestionarios sobre la Directiva de folletos, este mecanismo pretende ofrecer una respuesta rápida a cuestiones que puede plantear cualquier interesado sobre la aplicación práctica de la nueva normativa.

El sistema de preguntas y respuestas de CESR se puso en marcha una vez que la MiFID entró en vigor y es complementario al que puso en marcha la Comisión europea, una vez aprobada la directiva de nivel 2. Se trata de una herramienta útil

tanto para los participantes de la industria, como para los inversores y los propios supervisores.

La mayor parte de las cuestiones fueron resueltas en el periodo transitorio hasta la efectiva entrada en vigor de la Directiva. Por ello, el cuestionario de la Comisión europea contiene más de 250 cuestiones, frente a las 5 que refleja el cuestionario gestionado por CESR.

Guía MiFID para inversores

Este es el primer documento de CESR dirigido a los inversores, al ser consciente de que el desconocimiento por parte de los pequeños inversores de las implicaciones de la MiFID podía obstaculizar su efectividad.

La guía explica a los inversores de forma sencilla y práctica las novedades que pueden encontrarse en el trato diario con su entidad financiera en cada fase del proceso de inversión: antes de invertir, durante y después de la inversión y en todo momento.

Esta guía, que ha sido traducida a once idiomas, permite que los miembros de CESR ofrezcan un mensaje coordinado y homogéneo en sus acciones de divulgación a nivel nacional. También es útil para las propias entidades financieras, interesadas en favorecer la concienciación de sus clientes.

La versión publicada por la CNMV, “Sus derechos como inversor. Descubra la protección que le da la MiFID”, ha superado los 122.000 ejemplares distribuidos a través de las propias entidades financieras, en castellano y en catalán.

3.2 Cooperación y convergencia supervisoras

Pasaporte y protocolo de notificaciones

Con el objetivo de facilitar la transición ordenada entre la DSI y la MiFID y permitir la continuidad en la prestación transfronteriza de servicios de inversión, se arbitraron dos mecanismos:

- **El pasaporte MiFID:** recomendaciones para facilitar una aplicación consistente de los requisitos sobre notificación de pasaportes entre autoridades establecidos en los artículos 31 y 32 de la MiFID.
- **Protocolo sobre notificación de pasaportes:** define un marco de cooperación entre autoridades en el proceso de notificación, detallando aspectos como la información que debe suministrarse, a través de qué medios y en qué plazo, y la identificación de sus destinatarios.

La transposición tardía de la MiFID en algunos estados miembros podría haber cuestionado la vigencia de los pasaportes obtenidos con la DSI. CESR encontró una solución práctica que permitió la vigencia de los pasaportes y la continuidad de la actividad transfronteriza de las entidades autorizadas en los estados que no transpusieron a tiempo. Esta solución ha sido posible gracias a la existencia de una normativa compatible y comparable con la MiFID en estos estados.

Protocolo para la supervisión de las sucursales que operan bajo MiFID

Para facilitar su labor con la nueva distribución de competencias entre los supervisores de origen y acogida, los miembros de CESR suscribieron inmediatamente antes de la entrada en vigor de la MiFID este protocolo elaborado por el Subgrupo de Intermediarios.

El protocolo ofrece instrumentos y soluciones prácticas para facilitar la supervisión de la actividad transfronteriza realizada a través de sucursales con pasaporte MiFID. El acuerdo, abierto a supervisores bancarios con competencias sobre la MiFID, ofrece flexibilidad para alcanzar acuerdos bilaterales y adaptar sus contenidos a las circunstancias de cada caso, de forma que la cooperación se efectúe cumpliendo con principios de eficiencia, eficacia, complementariedad y transparencia a la vez que se eviten cargas innecesarias o excesivas para las entidades.

Para ello, el protocolo contempla tres mecanismos de colaboración:

- El habitual intercambio de información.
- La supervisión a través de programas conjuntos acordados entre las partes.
- La solicitud de asistencia basada en la asignación eficiente de tareas de supervisión.

Hasta la fecha, 14 estados han hecho uso de este protocolo, firmando 17 acuerdos bilaterales, 14 de asistencia permanente y 3 programas conjuntos referidos a 3 entidades financieras.

En la actualidad, el grupo está llevando a cabo una revisión de la efectividad de los protocolos de supervisión y pasaportes a fin de detectar posibles áreas para mejorar la cooperación entre los miembros.

Guías para supervisores (*supervisory briefings*)

El Subgrupo de Intermediarios ha elaborado una serie de guías para los supervisores sobre aspectos clave de la MiFID, como los conflictos de interés, los incentivos y la mejor ejecución. A la vista del éxito y la amplia aceptación de este instrumento de nivel 3, actualmente el grupo trabaja en nuevas guías sobre información a clientes y en la aplicación práctica de los regímenes de idoneidad, conveniencia y sólo ejecución.

Estas guías, *supervisory briefings*, están pensadas para ayudar a los supervisores y facilitarles la identificación y comprensión de los objetivos de la normativa. No se trata de interpretar las normas sino de traducirlas al lenguaje supervisor. Para ello se recurre a la técnica de identificar las preguntas que debería hacerse un supervisor para comprobar que la entidad está cumpliendo adecuadamente con los objetivos de la norma.

Aunque las cuestiones no son exhaustivas y, por tanto, no pretenden cubrir todas y cada una de las situaciones que un supervisor pueda encontrarse, constituyen el punto de partida para planificar las inspecciones y definir las áreas de revisión que requiere cada entidad.

Resulta destacable la aceptación que este instrumento de nivel 3 ha tenido, no sólo entre los supervisores, sino también en la propia industria, por su utilidad y adaptabilidad, ya que no prejuzga la metodología que cada autoridad supervisora pueda utilizar. Ello significa que estas guías son válidas independientemente de la metodología o práctica supervisora que cada autoridad aplique en el ejercicio de sus fun-

ciones (inspecciones *in situ*, supervisión a distancia, entrevistas, colaboración con auditores externos o internos, *compliance officers*, etc.).

Aunque se trata de instrumentos dirigidos a supervisores, CESR los ha publicado a través de su web, por lo que, además de ofrecer a la industria transparencia sobre los trabajos en materia de convergencia supervisora, les proporciona una buena orientación a la hora de adaptar sus políticas y sistemas e, incluso, de verificar su cumplimiento normativo.

Buenas y malas prácticas de la industria sobre incentivos

Formando parte de los trabajos de la corriente supervisora, el Subgrupo de Intermediarios ha desarrollado un importante esfuerzo en un tema tan novedoso como complejo, los incentivos (*inducements*).

Para su elaboración, el grupo ha puesto en marcha un ejercicio de supervisión a nivel paneuropeo, que comprende más de 200 entidades financieras, ESI y entidades de crédito, cuyas prácticas están siendo analizadas por los miembros con competencias supervisoras sobre ellas a partir de un programa de trabajo diseñado y elaborado por el Subgrupo.

Una vez recopiladas las diferentes prácticas que sigue la industria, éstas serán evaluadas por CESR y el trabajo culminará con un informe sobre buenas y malas prácticas de la industria que será publicado a finales de 2009.

Talleres de trabajo (*workshops*)

Dentro de los trabajos relacionados con la convergencia supervisora, el grupo ha instaurado dos tipos de reuniones de trabajo, unas con la industria y otras monográficas reservadas a los supervisores. Se describen a continuación:

Talleres con la industria

Durante 2008 se han celebrado dos reuniones de este tipo en las que los representantes de las entidades financieras invitadas presentaron su visión de los efectos de la implementación de aspectos clave de la MiFID: mejor ejecución, incentivos, conflictos de interés y asesoramiento de inversiones, desde una perspectiva mayorista y minorista.

Entre las conclusiones más relevantes, podemos destacar las que se refieren al enfoque de los trabajos del grupo relativos a la MiFID:

- La conveniencia de publicar documentos sobre buenas y malas prácticas en los temas de mayor interés. Este tipo de enfoque, eminentemente práctico, resulta muy útil para orientar y adaptar las políticas de las entidades y permite a los supervisores abordar sus funciones de control y revisión con objetivos comunes sin modificar su metodología de trabajo ni su modelo de supervisión.
- Posteriormente se incluyó en el programa de trabajo un escrito sobre buenas y malas prácticas en el cumplimiento de la nueva normativa sobre incentivos, que se publicará al final de este ejercicio.
- Los representantes de las entidades pusieron de manifiesto la existencia de diferentes enfoques en los estados miembros respecto a la determinación de productos complejos y no complejos a efectos de la aplicación del test de conveniencia y en la delimitación entre ventas asesoradas, no asesoradas y sólo ejecución.

El programa de trabajo en curso ha previsto abordar estos temas mediante sendos documentos de *policy* y desde un enfoque de práctica supervisora.

- Otro tema importante suscitado por la industria es la necesidad de abordar, desde una perspectiva práctica, la información que las entidades deben suministrar a sus clientes antes, durante y después de contratar. Aspectos como los incentivos y la valoración de la información que debe suministrarse a los clientes para facilitarles la adopción de decisiones de inversión, son de crucial importancia.

Una crítica de la industria a este respecto es que la MiFID obliga a proporcionar al cliente un volumen exagerado de información no imprescindible para su protección. Un ejemplo de ello es la información sobre las políticas de mejor ejecución. La escasa cultura financiera de los inversores agrava la situación, pues proporcionar mucha información a quienes no están bien preparados para entenderla y utilizarla adecuadamente sirve de poco. Por ello resulta conveniente proveerles solamente de la información precisa de forma clara, de modo que se entregue al cliente sólo la más significativa y se ponga a su disposición aquella otra que no lo sea tanto, a la vez que se impulse una mayor cultura financiera en los inversores.

Talleres para supervisores

Estos *workshops* formarán parte habitual de la agenda de las reuniones del Subgrupo durante 2009. Estas reuniones se basan en presentaciones y discusiones lideradas por un miembro distinto en cada reunión, de forma que se incentive el intercambio de puntos de vista y experiencias prácticas sobre temas de interés con el fin de favorecer una cultura supervisora común entre sus miembros.

Entre los temas ya tratados, o previstos para este año, se encuentran la supervisión de los agentes vinculados, los incentivos, la función de cumplimiento, la externalización de funciones o la salvaguarda de activos.

4 Conclusiones

En este artículo se ha repasado el trabajo desarrollado por el Subgrupo de Intermediarios que, formando parte del Grupo de Expertos de CESR sobre la MiFID, se encuadra en el nivel 3 de Lamfalussy.

Para el cumplimiento de sus objetivos, el Subgrupo ha utilizado y definido un amplio abanico de instrumentos. Las recomendaciones, guías y talleres de trabajo para supervisores pretenden favorecer la convergencia en las prácticas de supervisión y la aplicación uniforme de la MiFID por parte de los miembros. La elaboración de los protocolos de notificación de pasaportes y de supervisión de las sucursales que operan en el ámbito de la MiFID trata, además, de favorecer la cooperación eficiente entre supervisores.

El periodo de casi año y medio de vigencia de la MiFID se ha visto condicionado por una crisis financiera global que dificulta la evaluación de la consecución de sus objetivos. Sin embargo, la crisis también ha servido para identificar aspectos que requieren acciones por parte de los supervisores. La quiebra de Lehman ha puesto de manifiesto deficiencias y divergencias en la aplicación de determinados requisitos

de la MiFID, como la clarificación de ventas asesoradas y no asesoradas, la aplicación de los regímenes de idoneidad y conveniencia y la identificación de productos complejos y no complejos.

En los próximos meses, el Subgrupo completará su tercer programa de trabajo con la publicación de documentos de nivel 3 que cubrirán los aspectos citados, de especial importancia para completar el proceso de implantación de la MiFID y que, sin duda, contribuirán a mejorar las condiciones de protección de los inversores en lo que se refiere a la prestación de servicios de inversión y, muy especialmente, en la distribución de productos financieros a los inversores minoristas.

La eficacia de los trabajos de nivel 3 se verá reforzada de llevarse a efecto la reforma prevista de los comités de nivel 3 a partir de las propuestas del informe Larosière. Su transformación en autoridades conllevará que las actuales recomendaciones, orientaciones y guías pasen a ser vinculantes para sus miembros y se aprobarán por mayorías cualificadas cuando no sea posible alcanzar el consenso. Un auténtico paso adelante para lograr la convergencia de las prácticas supervisoras en Europa.

5 Bibliografía

CESR (2007). *CESR's Level 3 Recommendations on the List of minimum records under Article 51(3) of the MiFID Implementing Directive*. Ref [07-552c].

CESR (2007). *Recommendations - Inducements under MiFID*. Ref [07-228b].

CESR (2007). *Q&A on best execution*. Ref [07-320].

CESR (2007). *Protocol on MiFID Passport Notifications - revised*. Ref [07-337b].

CESR (2007). *Passport under MiFID - Recommendations for the implementation of the Directive and Statement on practical arrangements regarding the late transposition of MiFID*. Ref [07-337b].

CESR (2007). *Protocol on the supervision of branches under MiFID*. Ref [07-672].

CESR (2008). *A Consumers' Guide to MiFID - Investing in Financial Products*. Ref [08-003].

CESR (2008). *Questions and answers on MiFID: Common positions agreed by CESR Members*. Ref [08-266].

CESR (2008). *Supervisory briefings – Best execution*. Ref [08-735].

CESR (2008). *Supervisory briefings - Inducements*. Ref [08-734].

CESR (2008). *Supervisory briefings - Conflicts of interest*. Ref [08-733].

CESR (2008). *Inducements – questionnaire. Fact finding exercise*. Ref [08-741].

CESR (2008). *Report on the mapping of supervisory powers, supervisory practices, administrative and criminal sanctioning regimes of Member States in relation to the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*. Ref [08-220].

CESR (2009). *Report on the Lehman Brothers default: an assessment of the market impact*. Ref [09-255].

Comisión europea (2009). *Commission Decision of 23.1.2009 establishing the Committee of European Securities Regulators*.

Comisión europea (2009). *Proposal for a decision of the European Parliament and of the Council establishing a Community programme to support specific activities in the field of financial services, financial reporting and auditing*.

Grupo Larosière (2009). *Report of the High Level Group on financial supervision in the EU*.

IV Anexo legislativo

Las novedades legislativas de ámbito nacional aprobadas desde la publicación del boletín de la CNMV del cuarto trimestre de 2008 han sido, por orden cronológico, las siguientes:

- **Resolución de 21 de enero de 2009**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV.

Esta Resolución modifica el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV, escindiendo el Departamento de Supervisión en dos departamentos especializados por el tipo de entidad a supervisar: el Departamento de Supervisión de Empresas de Servicios de Inversión y de Entidades de Crédito y Ahorro y el Departamento de Supervisión de Instituciones de Inversión Colectiva y Entidades de Capital Riesgo. La reforma pretende adecuar la estructura de la supervisión de entidades de la CNMV a la tipología de las entidades supervisadas, prevenir de forma más eficaz los riesgos de su actividad y acomodar los medios disponibles para la supervisión al creciente número de entidades.

El Departamento de Supervisión de Empresas de Servicios de Inversión y Entidades de Crédito y Ahorro tiene atribuidas las funciones relativas a: i) la supervisión e inspección de las empresas de servicios de inversión, sus sucursales y sus agentes o apoderados y ii) la supervisión e inspección de las entidades de crédito, sus sucursales y sus agentes o apoderados en sus actuaciones relacionadas con los mercados de valores.

El Departamento de Supervisión de Instituciones de Inversión Colectiva y Entidades de Capital Riesgo tiene atribuidas las funciones relativas a: i) la supervisión e inspección de las instituciones de inversión colectiva, sus sociedades gestoras, agentes o apoderados, así como sus entidades depositarias y ii) la supervisión e inspección de las entidades de capital-riesgo, así como sus sociedades gestoras

- **Decisiones de la Comisión 2009/77, 2009/78 y 2009/79**, de 23 de enero, por las que se crean el Comité de responsables europeos de reglamentación de valores, el Comité de supervisores bancarios europeos y el Comité europeo de supervisores de seguros y pensiones de jubilación.

Estas decisiones de la Comisión europea redefinen las funciones del Comité de responsables europeos de reglamentación de valores (CESR), del Comité de supervisores bancarios europeos (CEBS) y del Comité europeo de supervisores de seguros y pensiones de jubilación (CEIOPS), los cuales habían sido creados, respectivamente, por tres decisiones de la Comisión europea que quedan derogadas por las nuevas disposiciones. Las decisiones de la Comisión se han adoptado a propuesta del Consejo Europeo, que había invitado a la Comisión a aclarar la función de los comités europeos de supervisores ya mencionados y a estudiar opciones para reforzar su ámbito de actuación.

Si bien estas disposiciones recogen en su mayor parte funciones y competencias que los comités europeos de supervisores ya venían desarrollando, también pueden destacarse algunos aspectos novedosos.

- En este sentido, se recoge la posibilidad de que los supervisores nacionales puedan someter cuestiones concretas a los comités europeos de supervisores con vistas a obtener de estos dictámenes no vinculantes.
 - Igualmente, los comités europeos de supervisores deben facilitar y coordinar la delegación de tareas de un supervisor nacional en otro, así como la labor práctica diaria de intercambio de información.
 - Por otra parte, se prevé la existencia de un comité mixto de conglomerados financieros en el que participen los tres comités y se refuerza la colaboración mutua entre ellos con el fin de que puedan determinar, en una fase temprana, los posibles riesgos y tendencias microprudenciales, a nivel transfronterizo e intersectorial.
 - También se promueve que los comités puedan informar, cuando sea necesario, a la Comisión, al Consejo, al Parlamento Europeo y a las autoridades nacionales. En particular, se dispone que los comités informen a la Comisión europea dos veces al año sobre los riesgos y puntos vulnerables del sector. No obstante, se aclara que los comités no deben divulgar información sobre entidades supervisadas concretas.
- **Reglamento (CE) nº 69/2009 de la Comisión**, de 23 de enero de 2009 que modifica el Reglamento (CE) nº 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad, en lo que respecta a la Norma Internacional de Información Financiera 1 (NIIF 1) y a la Norma Internacional de Contabilidad nº 27 (NIC 27)

Esta norma incorpora al Derecho de la Unión Europea ciertas modificaciones adoptadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB). En particular, se modifica la NIIF 1, relativa a la adopción por primera vez de normas internacionales de información financiera, y la NIC 27, relativa a Estados financieros separados y consolidados.

Las modificaciones de la NIIF 1 permiten que una entidad que adopte por primera vez las NIIF utilice como coste atribuido de una inversión en una dependiente, entidad controlada de forma conjunta o asociada, bien el valor razonable en la fecha de transición de la entidad a las NIIF o el importe en libros en esa fecha según los principios contables generalmente aceptados anteriores.

Las modificaciones de la NIC 27 persiguen un doble objetivo. Por un lado se establece la obligación de reconocer como ingresos en los estados financieros separados todos los dividendos recibidos de una dependiente, entidad controlada de forma conjunta o asociada. Por otro lado, se aclara cómo determinar el coste de una inversión en determinados supuestos.

- **Circular 1/2009** de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de 4 de febrero, sobre las categorías de IIC en función de su vocación inversora.

En desarrollo del artículo 30.2 de la Ley 35/2003 de instituciones de inversión colectiva (en adelante, IIC) la CNMV establece en esta Circular las categorías de IIC en función de su vocación inversora con un doble objetivo: de información estadística y de información a los inversores sobre el perfil de riesgo de la IIC y sobre los activos en que invierten.

La categoría de una IIC queda establecida con arreglo a una doble clasificación: clasificación por tipo de IIC y clasificación por su vocación inversora. Los tipos de IIC son los siguientes: fondos y sociedades de inversión ordinarias, IIC subordinadas, IIC que invierten mayoritariamente en otras IIC, IIC que replican o reproducen un determinado índice bursátil o índice de renta fija y, por último, los fondos cotizados. Las diferentes vocaciones inversoras de las IIC se definen en el Anexo de la Circular y serían las siguientes: monetario, renta fija euro, renta fija internacional, renta fija mixta euro, renta fija mixta internacional, renta variable mixta euro, renta variable mixta internacional, renta variable euro, renta variable internacional, IIC de gestión pasiva, garantizado de rendimiento fijo, garantizado de rendimiento variable, de garantía parcial, de retorno absoluto y, finalmente, la vocación inversora global, que se configura como residual respecto de las anteriores. La determinación de la vocación inversora de la IIC se determina por la política de inversión definida en su folleto explicativo y no por la composición de su cartera.

V Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I ²
IMPORTES EFECTIVOS³ (millones de euros)	5.021,7	23.757,9	7.812,8	9,5	356,6	40,8	7.405,8	883,0
Ampliaciones de capital	2.562,9	21.689,5	7.803,3	0,0	356,6	40,8	7.405,8	883,0
De ellas, mediante OPS	644,9	8.502,7	292,0	0,0	292,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	303,0	4.821,4	292,0	0,0	292,0	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	342,0	3.681,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.458,8	2.068,5	9,5	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	1.568,1	1.517,1	9,5	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	890,7	551,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴	30	35	11	1	4	2	4	3
Ampliaciones de capital	21	26	10	0	4	2	4	3
De ellas, mediante OPS	8	8	2	0	2	0	0	0
De ellas, liberadas	0	0	0	0	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	14	12	2	1	1	0	0	0
NÚMERO DE EMISORES⁴	23	29	11	1	4	2	4	3
Ampliaciones de capital	18	24	10	0	4	2	4	3
De ellas, mediante OPS	6	6	2	0	2	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	10	8	2	1	1	0	0	0

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

2 Datos disponibles: febrero 2009.

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

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

Ofertas públicas de venta y suscripción de acciones. Tramos por suscriptor

CUADRO 1.2

Millones de euros	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I ¹
OFERTAS PÚBLICAS DE SUSCRIPCIÓN	644,9	8.502,7	292,0	0,0	292,0	0,0	0,0	0,0
Mercado nacional	303,0	4.646,2	282,0	0,0	282,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores minoristas	8,7	2.841,0	191,5	0,0	191,5	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	294,3	1.805,2	90,5	0,0	90,5	0,0	0,0	0,0
Mercado internacional	342,0	3.681,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empleados	0,0	175,2	10,0	0,0	10,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA	2.458,8	2.068,5	9,5	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Mercado nacional	1.565,0	1.505,7	9,5	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores minoristas	390,0	393,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	1.175,0	1.111,8	9,5	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Mercado internacional	890,7	551,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empleados	3,1	11,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero 2009.

Admisión a bolsa. Expedientes registrados en la CNMV

CUADRO 1.3

	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I ¹
IMPORTES NOMINALES (millones de euros)								
Con folleto de emisión	963,4	5.894,3	980,9	13,3	25,5	127,4	814,7	202,4
Ampliaciones de capital	575,9	5.687,2	980,9	13,3	25,5	127,4	814,7	202,4
De las cuales OPS	145,3	5.424,4	100,0	0,0	0,0	100,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	387,5	207,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sin folleto de emisión	564,7	8.348,6	1.109,0	274,7	448,1	223,3	163,0	135,7
NÚMERO DE EXPEDIENTES								
Con folleto de emisión	18	22	10	2	1	4	3	2
Ampliaciones de capital	13	18	10	2	1	4	3	2
De las cuales OPS	5	6	1	0	0	1	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	9	7	0	0	0	0	0	0
Sin folleto de emisión	61	72	43	9	12	7	15	3

1 Datos disponibles: febrero 2009.

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.4

	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I ²
Mercado continuo (MC). Total ³	135	143	136	141	139	140	136	136
Sin Nuevo mercado	124	142	136	141	139	140	136	136
Nuevo mercado	11	1	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	6	5	5	5	5	5	5	5
Segundo Mercado	12	11	8	10	9	8	8	8
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	9	9	6	8	7	6	6	6
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	1	0	0	0	0	0	0	0
Corros ex SICAV	38	31	29	29	29	29	29	29
Madrid	16	13	13	13	13	13	13	13
Barcelona	24	20	19	19	19	19	19	19
Bilbao	10	9	8	8	8	8	8	8
Valencia	13	9	7	7	7	7	7	7
Corros SICAV	744	8	3	5	4	4	3	3
MAB	2.405	3.287	3.347	3.322	3.362	3.364	3.347	3.330
Latibex	34	34	35	34	35	35	35	33

1 Datos a final de período.

2 Datos disponibles: febrero 2009.

3 No incluye ETF (Exchange Traded Funds o fondos cotizados).

Capitalización¹

CUADRO 1.5

Millones de euros	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I ²
Mercado continuo (MC). Total ³	813.765,1	892.053,8	531.194,2	780.720,1	739.386,7	634.275,0	531.194,2	443.600,2
Sin Nuevo mercado	800.148,0	891.875,7	531.194,2	780.720,1	739.386,7	634.275,0	531.194,2	443.600,2
Nuevo mercado	13.617,1	178,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras ⁴	105.600,9	134.768,6	61.317,5	120.418,7	133.614,0	94.553,7	61.317,5	56.532,5
Ibex 35	512.828,0	524.651,0	322.806,6	455.694,3	412.258,4	374.922,1	322.806,6	267.917,8
Segundo Mercado	392,7	286,8	109,9	217,1	167,1	112,5	109,9	76,3
Madrid	18,9	27,8	22,8	23,2	25,9	24,1	22,8	21,1
Barcelona	184,2	259,0	87,1	193,9	141,1	88,3	87,1	55,2
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	189,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	7.905,3	7.444,9	5.340,7	7.228,8	6.672,3	5.850,5	5.340,7	4.874,7
Madrid	2.698,1	1.840,6	1.454,7	1.810,9	1.562,0	1.475,4	1.454,7	1.281,4
Barcelona	4.966,3	4.627,8	3.580,2	4.963,8	4.698,4	3.966,4	3.580,2	3.240,6
Bilbao	59,5	108,2	45,9	107,3	27,0	27,0	45,9	45,9
Valencia	741,9	1.206,5	760,4	994,2	971,7	885,3	760,4	792,1
Corros SICAV	9.284,1	245,4	155,0	200,2	184,2	175,2	155,0	147,7
MAB	29.866,3	41.659,8	35.520,2	39.298,0	39.001,1	37.788,9	35.520,2	34.856,1
Latibex	271.641,8	427.773,6	287.188,9	389.629,9	712.179,3	529.494,2	287.188,9	293.949,7

1 Datos a final de período.

2 Datos disponibles: febrero 2009.

3 No incluye ETF (Exchange Traded Funds o fondos cotizados).

4 La capitalización de las sociedades extranjeras está calculada considerando la totalidad de sus acciones, estén o no depositadas en España.

Contratación efectiva

CUADRO 1.6

Millones de euros	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I ¹
Mercado continuo (MC). Total ²	1.144.562,9	1.653.354,8	1.228.392,4	377.897,7	315.693,7	285.162,3	249.638,7	122.774,9
Sin Nuevo mercado	1.118.546,1	1.627.369,5	1.228.380,9	377.886,2	315.693,7	285.162,3	249.638,7	122.774,9
Nuevo mercado	26.016,8	25.985,3	11,4	11,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	11.550,3	7.499,3	1.407,1	552,1	382,4	206,9	265,7	235,9
Segundo Mercado	49,3	192,9	31,7	3,2	17,5	9,7	1,2	0,1
Madrid	7,2	8,9	3,4	0,5	1,7	0,1	1,1	0,0
Barcelona	41,6	182,3	28,3	2,7	15,9	9,6	0,1	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,5	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	737,6	792,7	182,1	38,5	22,5	58,1	63,0	3,5
Madrid	257,9	236,1	73,9	17,5	7,2	45,6	3,7	0,7
Barcelona	297,8	402,8	103,6	17,6	14,7	12,2	59,1	2,5
Bilbao	159,9	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Valencia	22,0	153,8	4,5	3,3	0,6	0,4	0,1	0,3
Corros SICAV	4.580,6	361,6	25,3	5,9	2,7	7,2	9,6	6,6
MAB	1.814,2	6.985,2	7.060,3	1.966,1	1.646,1	1.406,3	2.041,8	679,8
Latibex	723,3	868,2	757,7	305,9	199,3	136,2	116,4	63,2

1 Datos disponibles: febrero 2009.

2 No incluye ETF (Exchange Traded Funds o fondos cotizados).

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.7

Millones de euros	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I ²
En sesión	1.080.117,5	1.577.249,5	1.180.835,9	354.712,5	304.979,6	279.188,2	241.955,6	120.496,8
Órdenes	658.839,2	985.087,6	774.718,1	245.239,9	185.997,3	183.639,9	159.841,1	74.966,7
Aplicaciones	105.910,7	155.085,1	105.673,9	34.574,7	29.644,2	22.654,9	18.800,1	7.459,1
Bloques	315.367,7	437.076,8	300.443,9	74.898,0	89.338,1	72.893,4	63.314,4	38.071,1
Fuera de hora	11.651,6	18.301,5	10.175,2	4.260,1	2.425,3	1.341,7	2.148,1	73,1
Autorizadas	4.052,0	4.189,6	3.183,2	374,6	533,1	974,9	1.300,5	286,9
Op. LMV art. 36.1	6.439,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opa	18.094,6	26.284,3	17.461,2	14.049,1	3.412,1	0,0	0,0	0,0
OPV	3.264,0	11.177,4	292,0	0,0	0,0	292,0	0,0	0,0
Toma de razón	10.347,9	2.954,4	1.066,8	836,3	20,2	33,0	177,3	594,3
Ejercicio de opciones	8.279,8	10.240,4	9.661,9	2.450,3	2.579,7	1.693,1	2.938,7	286,7
Operaciones de cobertura	2.315,7	2.957,8	5.716,3	1.214,7	1.743,7	1.639,5	1.118,5	1.037,1

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2 Datos disponibles: febrero 2009.

Operaciones de crédito

CUADRO 1.8

Millones de euros	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I ¹
CONTRATACIÓN								
Préstamo de valores ²	550.850,4	835.326,9	583.950,8	159.984,9	175.820,7	138.864,1	109.281,2	58.560,7
Crédito de valores para su venta ³	379,9	555,4	624,9	189,5	135,2	149,4	150,8	101,6
Crédito para compra de valores ³	511,9	411,3	154,7	52,7	35,1	33,6	33,2	18,8
SALDO VIVO								
Préstamo de valores ²	62.058,2	79.532,9	43.647,8	69.068,6	66.326,8	58.394,2	43.647,8	34.152,9
Crédito de valores para su venta ³	73,6	112,4	20,7	97,8	57,8	62,3	20,7	15,7
Crédito para compra de valores ³	70,1	59,4	7,0	30,7	28,2	31,2	7,0	6,3

1 Datos disponibles: febrero 2009.

2 Reguladas en la Ley del Mercado de Valores, art. 36.7 y la Orden ECO/764/2004.

3 Operaciones realizadas al amparo de la Orden de 25/03/1991, sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado.

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas¹ en la CNMV

CUADRO 1.9

	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I ²
NÚMERO DE EMISORES	159	173	179	59	65	48	75	41
Cédulas hipotecarias	11	10	19	7	13	5	5	14
Cedulas territoriales	5	4	7	7	0	0	1	0
Bonos y obligaciones no convertibles	46	41	30	5	13	16	9	7
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	0	1	0	0	0	1	0
Bonos de titulación	61	77	88	16	26	18	34	13
Programas de pagarés	68	80	77	26	21	11	29	13
De titulación	3	3	2	0	1	0	1	0
Resto de pagarés	65	77	75	26	20	11	28	13
Otras emisiones de renta fija	0	2	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	9	5	8	4	1	2	1	2
NÚMERO DE EMISIONES	335	334	337	74	94	62	107	68
Cédulas hipotecarias	37	32	47	11	20	8	8	29
Cedulas territoriales	6	8	8	7	0	0	1	0
Bonos y obligaciones no convertibles	115	79	76	7	22	18	29	9
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	0	1	0	0	0	1	0
Bonos de titulación	82	101	108	18	30	23	37	13
Programas de pagarés	83	106	88	27	21	11	29	13
De titulación	3	3	2	0	1	0	1	0
Resto de pagarés	80	103	86	27	20	11	28	13
Otras emisiones de renta fija	0	3	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	11	5	9	4	1	2	2	4
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	523.131,4	648.757,0	476.275,7	117.526,8	134.468,4	90.553,9	133.726,6	76.610,8
Cédulas hipotecarias	44.250,0	24.695,5	14.300,0	1.250,0	10.120,0	1.685,0	1.245,0	9.818,6
Cedulas territoriales	5.150,0	5.060,0	1.820,0	1.020,0	0,0	0,0	800,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	46.687,5	27.416,0	10.489,6	604,1	3.743,6	4.215,1	1.926,9	9.774,5
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	68,1	0,0	1.429,1	0,0	0,0	0,0	1.429,1	0,0
Bonos de titulación	91.607,7	141.627,0	135.252,5	28.657,0	34.386,4	11.736,1	60.473,0	14.157,6
Tramo nacional	30.885,7	94.049,0	132.730,1	28.657,0	32.993,2	10.606,9	60.473,0	14.157,6
Tramo internacional	60.722,1	47.578,0	2.522,4	0,0	1.393,2	1.129,2	0,0	0,0
Pagarés de empresa ³	334.457,0	442.433,5	311.738,5	85.899,6	86.118,5	72.867,7	66.852,7	41.760,2
De titulación	1.992,7	464,8	2.843,1	133,0	48,0	94,0	2.568,1	1.292,0
Resto de pagarés	332.464,3	441.968,7	308.895,4	85.766,6	86.070,5	72.773,7	64.284,6	40.468,2
Otras emisiones de renta fija	0,0	7.300,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	911,0	225,0	1.246,0	96,0	100,0	50,0	1.000,0	1.100,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	27.361,5	47.158,3	12.949,5	2.310,5	1.944,9	1.574,5	7.119,6	6.433,3
Emisiones aseguradas	92.213,5	86.161,1	9.169,5	5.095,3	2.200,0	946,1	928,1	0,0

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

2 Datos disponibles: febrero 2009.

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

Admisión al mercado AIAF

CUADRO 1.10

	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I ¹
Importes nominales en millones de euros								
Total	507.525,3	640.096,2	476.710,4	121.675,6	131.470,5	102.755,3	120.809,0	80.006,8
Pagarés	332.328,4	439.787,3	314.417,4	89.157,4	85.450,1	74.588,8	65.221,2	43.304,2
Bonos y obligaciones	45.155,4	30.006,9	10.040,3	507,0	3.164,6	4.878,2	1.490,6	7.610,9
Cédulas hipotecarias	43.720,0	27.195,5	14.150,0	1.225,0	8.145,0	3.300,0	1.480,0	7.107,2
Cédulas territoriales	2.650,0	7.450,0	1.930,0	930,0	200,0	0,0	800,0	0,0
Bonos de titulación	83.042,5	135.149,5	135.926,6	29.760,2	34.410,8	19.938,3	51.817,3	20.984,6
Participaciones preferentes	629,0	507,0	246,0	96,0	100,0	50,0	0,0	1.000,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero 2009.

AIAF. Emisores, emisiones y saldo vivo

CUADRO 1.11

				2008				2009
	2006	2007	2008	I	II	III	IV	I ¹
NÚMERO DE EMISORES	438	492	556	509	526	540	556	573
Pagarés	69	73	72	75	73	72	72	72
Bonos y obligaciones	80	92	93	91	91	93	93	92
Cédulas hipotecarias	14	14	22	17	22	22	22	24
Cédulas territoriales	5	7	11	11	11	11	11	11
Bonos de titulización	257	316	383	333	352	366	383	401
Participaciones preferentes	46	50	52	52	52	52	52	52
Bonos matador	20	15	12	15	14	14	12	12
NÚMERO DE EMISIONES	3.681	4.314	4.639	4.410	4.694	4.767	4.639	4.529
Pagarés	2.242	2.493	2.489	2.480	2.669	2.670	2.489	2.296
Bonos y obligaciones	398	445	450	442	452	457	450	453
Cédulas hipotecarias	83	111	146	121	140	144	146	163
Cédulas territoriales	11	19	26	25	26	26	26	26
Bonos de titulización	856	1.157	1.436	1.249	1.315	1.376	1.436	1.498
Participaciones preferentes	65	71	78	75	76	78	78	79
Bonos matador	26	18	14	18	16	16	14	14
SALDO VIVO² (millones de euros)	588.942,3	758.559,8	819.637,7	772.385,6	809.241,1	812.631,3	819.637,7	836.913,3
Pagarés	70.778,6	98.467,6	71.762,2	96.152,7	101.545,3	90.658,5	71.762,2	68.742,3
Bonos y obligaciones	131.107,8	139.586,3	122.001,9	132.397,1	131.568,3	132.099,8	122.001,9	120.782,8
Cédulas hipotecarias	129.710,0	150.905,5	162.465,5	152.130,5	160.275,5	163.475,5	162.465,5	169.422,7
Cédulas territoriales	9.525,0	16.375,0	17.030,0	16.305,0	16.505,0	16.505,0	17.030,0	17.030,0
Bonos de titulización	222.866,1	328.924,6	422.010,7	351.003,4	374.939,4	385.434,9	422.010,7	435.568,1
Participaciones preferentes	23.115,6	23.062,6	23.308,6	23.158,6	23.258,6	23.308,6	23.308,6	24.308,6
Bonos matador	1.839,2	1.238,2	1.058,8	1.238,2	1.148,9	1.148,9	1.058,8	1.058,8

1 Datos disponibles: febrero 2009.

2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.12

				2008				2009
	2006	2007	2008	I	II	III	IV	I ¹
Importes nominales en millones de euros								
POR TIPO DE ACTIVO. Total	910.493,9	1.127.477,7	2.521.040,1	338.568,2	594.085,2	612.761,1	975.625,6	755.836,1
Pagarés	489.069,5	568.009,6	591.943,8	130.792,9	134.918,8	158.910,1	167.322,0	107.027,2
Bonos y obligaciones	82.421,1	87.035,7	80.573,8	19.036,9	23.289,2	20.573,0	17.674,7	19.692,9
Cédulas hipotecarias	70.113,5	80.811,2	129.995,3	17.036,8	42.302,2	47.216,7	23.439,6	27.943,9
Cédulas territoriales	3.659,1	7.749,8	10.142,3	4.669,9	1.276,3	711,3	3.484,9	3.010,5
Bonos de titulización	257.628,9	378.005,2	1.704.341,8	166.049,8	391.436,8	384.574,7	762.280,4	597.140,1
Participaciones preferentes	4.647,8	4.492,4	4.030,0	976,0	860,0	774,5	1.419,6	989,2
Bonos matador	2.954,1	1.373,8	13,2	6,0	1,9	0,9	4,4	32,3
POR TIPO DE OPERACIÓN. Total	910.493,9	1.127.477,7	2.521.040,1	338.568,2	594.085,2	612.761,1	975.625,6	755.836,1
Simple	386.368,8	416.477,9	387.897,1	99.070,8	102.383,8	82.175,9	104.266,6	68.186,5
Repo	330.839,9	441.362,7	381.505,0	84.487,7	87.594,2	110.322,5	99.100,6	64.889,0
Simultánea	193.285,1	269.637,1	1.751.638,0	155.009,7	404.107,3	420.262,6	772.258,4	622.760,7

1 Datos disponibles: febrero 2009.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.13

				2008				2009
	2006	2007	2008	I	II	III	IV	I ¹
Importes nominales en millones de euros								
Total	702.608,8	837.308,5	744.652,5	178.672,7	182.988,0	188.252,8	194.739,0	121.200,2
Sociedades no financieras	260.108,1	364.490,6	285.044,4	73.182,6	74.341,5	73.146,1	64.374,3	45.828,7
Instituciones financieras	247.876,4	282.816,9	334.851,6	71.161,5	76.965,1	89.107,4	97.617,7	55.172,5
Entidades de crédito	83.999,1	99.492,0	130.056,0	25.715,4	31.458,1	31.066,3	41.816,2	22.539,0
IIC, seguros y fondos de pensiones	145.911,5	152.429,2	154.709,8	39.714,3	40.498,2	38.242,3	36.255,0	21.624,9
Otras entidades financieras	17.965,8	30.895,6	50.085,8	5.731,7	5.008,8	19.798,7	19.546,5	11.008,7
Administraciones públicas	7.058,9	7.762,4	6.331,2	1.224,6	1.965,7	907,8	2.233,1	665,6
Hogares e ISFLSH ²	23.675,9	28.534,8	13.344,0	3.656,6	3.609,7	2.951,3	3.126,5	3.217,6
Resto del mundo	163.889,4	153.703,8	105.081,2	29.447,4	26.106,1	22.140,3	27.387,4	16.315,8

1 Datos disponibles: febrero 2009.

2 Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

Admisión a bolsa. Expedientes registrados en la CNMV

CUADRO 1.14

	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I ¹
IMPORTES NOMINALES (millones de euros)	68,1	7.000,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	68,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	7.000,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES	1	1	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	0	0	0	0	0	0	0
Otros	0	1	0	0	0	0	0	0

1 Datos disponibles: febrero 2009.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.15

	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I ¹
NÚMERO DE EMISORES	57	53	58	53	52	56	58	59
Emisores privados	40	40	45	40	40	44	45	46
Sociedades no financieras	10	6	5	6	6	6	5	6
Instituciones financieras privadas	30	34	40	34	34	38	40	40
Administraciones públicas ³	17	13	13	13	12	12	13	13
Comunidades autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
NÚMERO DE EMISIONES	264	249	271	245	248	262	271	273
Emisores privados	131	133	157	133	133	151	157	157
Sociedades no financieras	18	12	9	10	10	10	9	10
Instituciones financieras privadas	113	121	148	123	123	141	148	147
Administraciones públicas ³	133	116	114	112	115	111	114	116
Comunidades autónomas	89	83	82	81	84	80	82	84
SALDO VIVO² (millones de euros)	17.105,4	25.654,7	29.092,6	25.583,8	26.027,7	27.916,8	29.092,6	30.757,9
Emisores privados	6.784,3	14.958,1	17.237,9	14.800,1	14.609,4	16.764,9	17.237,9	18.422,0
Sociedades no financieras	492,1	452,5	381,0	381,2	381,2	381,2	381,0	1.691,7
Instituciones financieras privadas	6.292,2	14.505,6	16.856,9	14.418,9	14.228,2	16.383,7	16.856,9	16.730,3
Administraciones públicas ³	10.321,1	10.696,6	11.854,7	10.783,7	11.418,3	11.151,9	11.854,7	12.335,9
Comunidades autónomas	8.319,8	8.862,6	9.972,5	9.100,3	9.535,4	9.269,6	9.972,5	10.403,7

1 Datos disponibles: febrero 2009.

2 Importes nominales.

3 No incluye deuda anotada.

Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.16

	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I ¹
Importes nominales en millones de euros								
Mercado electrónico	257,3	444,8	1.580,1	537,7	366,0	189,3	487,0	54,1
Corros	5.009,9	7.154,3	7.842,1	1.873,2	123,2	4.656,8	1.188,8	112,9
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	4.879,6	7.040,1	7.674,9	1.829,1	87,6	4.626,3	1.131,9	88,5
Bilbao	24,8	7,5	6,1	1,6	1,0	2,8	0,8	2,1
Valencia	105,5	106,7	161,1	42,6	34,7	27,6	56,1	22,3
Deuda anotada	35,6	33,6	46,2	8,8	11,7	6,7	18,9	9,0
Deuda comunidades autónomas	84.443,6	84.178,3	71.045,0	16.972,7	19.324,8	16.948,8	17.798,7	13.073,6

1 Datos disponibles: febrero 2009.

Sistemas organizados de negociación: SENAF y MTS. Contratación de deuda pública por modalidad

CUADRO 1.17

	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I ¹
Importes nominales en millones de euros								
Total	175,1	95,8	81,6	27,3	21,2	20,2	12,9	21,8
Simple	94,3	58,6	38,3	19,5	6,1	8,5	4,2	3,5
Simultáneas	80,2	37,2	43,3	7,8	15,1	11,7	8,7	18,3
Otras operaciones	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero 2009.

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.18

	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I'
Número de contratos								
Sobre deuda	15	13	12	4	4	2	2	2
Futuro sobre bono nocional ²	15	13	12	4	4	2	2	2
Sobre Ibex 35 ^{3,4}	7.119.853	9.288.909	8.433.963	2.346.726	1.894.015	2.256.855	1.936.368	945.495
Futuro sobre Ibex 35 plus	6.408.961	8.435.258	7.275.299	2.042.491	1.654.458	1.934.608	1.643.742	835.926
Futuro mini sobre Ibex 35	159.830	286.574	330.042	84.643	71.975	84.677	88.747	43.633
Opción call mini	288.542	227.535	323.874	76.766	60.052	106.673	80.383	31.211
Opción put mini	262.521	339.542	504.749	142.826	107.529	130.897	123.497	34.726
Sobre acciones ⁵	33.655.790	34.887.808	64.554.817	12.300.311	19.168.497	15.788.553	17.297.456	11.882.395
Futuros	21.229.811	21.294.315	46.237.568	8.519.578	14.797.445	11.983.940	10.936.605	7.590.540
Opción call	7.664.125	6.775.525	7.809.423	1.585.176	1.571.132	1.673.144	2.979.971	2.212.560
Opción put	4.761.854	6.817.968	10.507.826	2.195.557	2.799.920	2.131.469	3.380.880	2.079.295

Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex

Sobre deuda ⁶	1.117.956	1.059.113	869.105	342.976	220.077	132.608	173.444	96.261
Sobre índices ⁷	1.423.441	1.371.250	1.169.059	348.341	268.663	275.658	276.397	167.165

1 Datos disponibles: febrero 2009.

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

	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I'
WARRANTS²								
Importe de las primas (millones de euros)	5.144,3	8.920,3	12.234,4	3.173,0	3.153,2	3.087,6	2.820,6	1.098,9
Sobre acciones	3.697,6	6.215,1	6.914,1	2.257,1	1.663,2	1.576,8	1.417,0	657,8
Sobre índices	1.064,9	2.311,2	4.542,8	726,8	1.270,1	1.385,3	1.160,6	332,6
Otros ³	381,8	394,0	777,5	189,1	219,9	125,5	243,0	108,5
Número de emisiones	4.063	7.005	9.790	2.791	1.928	2.523	2.548	1.306
Número de emisores	8	7	8	7	7	6	6	5
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	206,8	151,0	77,0	12,0	45,0	20,0	0,0	0,0
Sobre acciones	196,2	145,0	77,0	12,0	45,0	20,0	0,0	0,0
Sobre índices	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros ³	10,0	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	12	9	4	1	2	1	0	0
Número de emisores	4	3	1	1	1	1	0	0

1 Datos disponibles: febrero 2009.

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

	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	2.907,4	5.129,6	2.943,7	892,9	684,1	701,7	665,1	320,9
Sobre acciones nacionales	1.805,3	3.200,7	1.581,9	521,5	362,8	333,5	364,1	142,7
Sobre acciones extranjeras	293,3	474,2	145,7	47,0	50,4	30,9	17,5	16,6
Sobre índices	695,6	1.376,6	1.063,3	303,2	231,0	295,7	233,4	136,3
Otros ²	113,1	78,1	152,8	21,2	39,9	41,6	50,1	25,3
Número de emisiones ³	4.284	7.837	9.770	4.144	4.214	4.219	4.151	2.959
Número de emisores ³	9	9	10	9	8	8	9	9
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	58,8	49,8	16,8	5,1	5,0	2,8	3,9	5,1
Número de emisiones ³	15	14	26	17	21	17	20	21
Número de emisores ³	5	5	4	4	4	4	4	4
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	-	4.664,5	6.938,1	3.037,1	1.357,4	900,6	1.643,0	432,8
Número de fondos	-	21	30	27	32	29	30	30
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	-	885,8	nd	1.994,7	2.212,6	2.111,2	nd	nd

1 Datos disponibles: febrero 2009.

2 Incluye los siguientes subyacentes: cestas de valores, tipos de cambio, tipos de interés y materias primas.

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

4 En las Instituciones de Inversión Colectiva extranjeras se incluye el volumen de inversión comercializado.

nd: Dato no disponible.

1.3.3 Derivados no financieros

Negociación en MFAO¹

CUADRO 1.21

	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I ²
Número de contratos								
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante ³	35.079	46.405	48.091	13.586	14.610	7.530	12.365	18.755

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: febrero 2009.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

2 Servicios de inversión^a

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I ¹
Sociedades de valores								
Entidades nacionales	47	46	51	49	51	50	51	51
Sucursales	108	102	83	109	80	85	83	85
Representantes	6.610	6.657	6.041	6.674	6.526	6.546	6.041	6.038
Agencias de valores								
Entidades nacionales	57	53	50	50	52	53	50	49
Sucursales	11	12	9	7	10	10	9	8
Representantes	589	625	638	624	625	631	638	690
Sociedades gestoras de cartera								
Entidades nacionales	15	11	10	11	11	10	10	10
Sucursales	4	4	4	4	4	4	4	5
Representantes	5	6	6	5	5	5	6	6
Entidades de crédito²								
Entidades nacionales	204	201	195	200	200	200	195	196

1 Datos disponibles: febrero 2009.

2 Fuente: Banco de España.

a En la mayor parte de los cuadros el último dato disponible es de noviembre de 2008, como consecuencia de la entrada en vigor, el 31 de diciembre de 2008, de la nueva circular CR CNMV 7/2008, que modifica el régimen contable de las empresas de servicios de inversión.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I ¹
Total	1.321	1.766	2.222	1.949	2.054	2.156	2.222	2.250
ESI ² en el Espacio Económico Europeo	973	1.394	1.808	1.573	1.676	1.760	1.808	1.832
Con sucursal	22	29	36	30	33	33	36	35
En libre prestación de servicios	951	1.365	1.772	1.543	1.643	1.727	1.772	1.797
Entidades de crédito ³	348	372	414	376	378	396	414	418
Comunitarias	339	363	405	367	369	387	405	409
Con sucursal	44	52	56	55	56	56	56	55
En libre prestación de servicios	294	310	348	311	312	330	348	353
Filiales en libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	1	1
Extracomunitarias	9	9	9	9	9	9	9	9
Con sucursal	8	8	8	8	8	8	8	8
En libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	1	1

1 Datos disponibles: febrero 2009.

2 Empresas de Servicios de Inversión.

3 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros	IV 2007				IV ² 2008			
	Bolsas nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total	Bolsas nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total
RENTA FIJA								
Total	8.645	2.496.431	453.365	2.958.441	4.035	1.427.105	140.125	1.571.265
Sociedades de valores	8.040	269.220	39.618	316.878	3.622	264.491	32.237	300.350
Agencias de valores	605	2.227.211	413.747	2.641.563	413	1.162.614	107.888	1.270.915
RENTA VARIABLE								
Total	595.346	1.927	34.824	632.097	225.294	914	15.236	241.444
Sociedades de valores	558.712	960	30.762	590.434	208.522	771	14.120	223.413
Agencias de valores	36.634	967	4.062	41.663	16.772	143	1.116	18.031

1 Datos acumulados del periodo.

2 Datos disponibles: noviembre 2008.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros	IV 2007				IV ³ 2008			
	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total
Total	277.649	2.155.430	790.808	3.223.887	82.246	1.286.106	452.221	1.820.573
Sociedades de valores	92.617	406.129	28.577	527.323	71.952	1.028.514	2.489	1.102.955
Agencias de valores	185.032	1.749.301	762.231	2.696.564	10.294	257.592	449.732	717.618

1 El importe de las operaciones de compraventa de activos financieros, futuros financieros sobre valores y tipos de interés, y otras operaciones sobre tipos de interés será el valor nominal o el notional de los valores o principal a los que alcance el contrato. El importe de las operaciones sobre opciones será el precio de ejercicio del instrumento subyacente multiplicado por el número de instrumentos comprometidos.

2 Datos acumulados del periodo.

3 Datos disponibles: noviembre 2008.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

	IV 2007			IV ² 2008		
	Total	IIC	Otras ³	Total	IIC	Otras ³
NÚMERO DE CARTERAS						
Total	19.084	105	18.979	13.693	121	13.572
Sociedades de valores	10.839	30	10.809	6.664	25	6.639
Agencias de valores	4.128	40	4.088	4.088	62	4.026
Sociedades gestoras de cartera	4.117	35	4.082	2.941	34	2.907
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)						
Total	14.486.231	1.840.994	12.645.237	9.209.477	637.010	8.572.467
Sociedades de valores	6.193.570	929.707	5.263.863	3.530.979	127.265	3.403.714
Agencias de valores	3.661.245	636.580	3.024.665	2.570.809	506.804	2.064.005
Sociedades gestoras de cartera	4.631.416	274.707	4.356.709	3.107.689	2.941	3.104.748

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: noviembre 2008.

3 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 ¹	2005	2006	2007	2007		2008		
				IV	I	II	III	IV ²
I. MARGEN FINANCIERO	57.653	17.325	-29.968	-29.968	-10.488	22.373	53.300	94.049
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	200.360	48.335	-224.173	-224.173	78.843	399.526	634.655	777.147
III. COMISIONES NETAS	653.273	775.377	893.803	893.803	195.164	368.472	502.553	610.470
Comisiones percibidas	847.524	1.009.089	1.181.772	1.181.772	270.711	501.817	693.140	851.895
Tramitación y ejecución de órdenes	526.241	629.952	775.418	775.418	186.711	343.910	484.674	605.241
Colocación y aseguramiento de emisiones	58.685	73.278	62.145	62.145	10.560	25.112	28.263	36.234
Depósito y anotación de valores	17.593	22.367	25.351	25.351	5.861	11.477	16.421	19.300
Gestión de carteras	20.599	23.883	29.649	29.649	5.946	9.893	13.886	16.144
Diseño y asesoramiento	52.180	55.918	65.083	65.083	7.729	12.781	17.039	21.552
Búsqueda y colocación de paquetes	6	0	9	9	7	9	11	12
Operaciones de crédito al mercado	56	33	23	23	5	7	9	12
Suscripción y reembolso en IIC	118.871	141.312	138.481	138.481	30.202	55.621	74.113	85.026
Otras	53.293	62.346	85.613	85.613	23.690	43.007	58.724	68.374
Comisiones satisfechas	194.251	233.712	287.969	287.969	75.547	133.345	190.587	241.425
IV. MARGEN ORDINARIO	911.286	841.037	639.662	639.662	263.519	790.371	1.190.508	1.481.666
V. MARGEN DE EXPLOTACIÓN	498.362	395.105	180.892	180.892	144.447	553.546	864.482	1.088.639
VI. RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS	266.734	430.651	540.390	540.390	151.025	301.711	361.479	479.172

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2 Datos disponibles: noviembre 2008.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.7

Miles de euros ¹	Total		Margen financiero		Cartera de valores		Otras dotaciones	
	IV 2007	IV ² 2008	IV 2007	IV ² 2008	IV 2007	IV ² 2008	IV 2007	IV ² 2008
Total	-316.875	819.805	-29.968	94.049	-224.173	777.147	-62.734	-51.391
Activos monetarios y deuda pública	-22.720	658	4.441	7.953	-27.161	-7.295	-	-
Otros valores de renta fija	83.172	69.368	60.809	84.610	22.363	-15.242	-	-
Cartera interior	68.579	66.124	56.076	82.672	12.503	-16.548	-	-
Cartera exterior	14.593	3.244	4.733	1.938	9.860	1.306	-	-
Renta variable	293.609	-1.359.770	100.151	53.233	193.458	-1.413.003	-	-
Cartera interior	181.877	-305.379	46.633	17.990	135.244	-323.369	-	-
Cartera exterior	111.732	-1.054.391	53.518	35.243	58.214	-1.089.634	-	-
Derivados	-397.299	2.228.430	-	-	-397.299	2.228.430	-	-
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-8.345	-24.391	-8.345	-24.391	-	-	-	-
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	-	-	-	-
Depósito y otras operaciones con intermediarios	-212.675	-65.854	-212.675	-65.854	-	-	-	-
Otras operaciones	-52.617	-28.636	25.651	38.498	-15.534	-15.743	-62.734	-51.391

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2 Datos disponibles: noviembre 2008.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros ¹	2005	2006	2007	2007		2008		
				IV	I	II	III	IV ²
I. MARGEN FINANCIERO	10.665	12.934	14.395	14.395	2.434	6.039	7.822	8.828
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	3.306	3.906	580	580	-939	-1.363	-2.026	-3.348
III. COMISIONES NETAS	184.113	233.447	237.403	237.403	41.507	82.530	115.919	138.351
Comisiones percibidas	229.752	297.030	310.892	310.892	48.935	95.111	133.583	159.222
Tramitación y ejecución de órdenes	97.948	114.111	131.976	131.976	19.349	33.728	47.825	58.929
Colocación y aseguramiento de emisiones	3.821	3.183	2.501	2.501	994	3.010	4.354	4.745
Depósito y anotación de valores	1.357	1.520	1.680	1.680	314	394	512	567
Gestión de carteras	14.868	28.672	27.457	27.457	5.847	11.966	16.783	18.958
Diseño y asesoramiento	2.664	2.360	2.224	2.224	252	1.550	2.181	2.689
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Suscripción y reembolso en IIC	46.171	68.513	74.918	74.918	9.679	17.156	24.309	28.680
Otras	62.923	78.671	70.136	70.136	12.500	27.307	37.619	44.654
Comisiones satisfechas	45.639	63.583	73.489	73.489	7.428	12.581	17.664	20.871
IV. MARGEN ORDINARIO	198.084	250.287	252.378	252.378	43.002	87.206	121.715	143.831
V. MARGEN DE EXPLOTACIÓN	66.420	95.026	98.596	98.596	9.302	14.001	19.259	18.718
VI. RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS	38.264	62.449	86.017	86.017	9.427	15.919	25.623	25.104

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2 Datos disponibles: noviembre 2008.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera

CUADRO 2.9

Miles de euros ¹	2005	2006	2007	2007		2008			
				IV	I	II	III	IV ²	
I. MARGEN FINANCIERO	575	895	1.442	1.442	376	789	1.210	1.412	
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	65	6	21	21	-32	-158	-159	-218	
III. COMISIONES NETAS	17.164	15.195	15.501	15.501	3.459	6.583	9.382	11.506	
Comisiones percibidas	25.508	27.625	27.340	27.340	6.308	12.392	18.138	22.240	
Gestión de carteras	18.813	22.068	22.545	22.545	5.203	10.243	15.157	18.394	
Diseño y asesoramiento	4.380	4.951	2.614	2.614	637	1.226	1.677	2.320	
Suscripción y reembolso en IIC	592	261	1.728	1.728	368	675	936	1.079	
Otras	1.723	345	453	453	100	248	368	447	
Comisiones satisfechas	8.344	12.430	11.839	11.839	2.849	5.809	8.756	10.734	
IV. MARGEN ORDINARIO	17.804	16.096	16.964	16.964	3.803	7.214	10.433	12.700	
V. MARGEN DE EXPLOTACIÓN	6.051	6.352	7.226	7.226	1.041	1.543	2.150	2.453	
VI. RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS	3.465	4.112	4.837	4.837	730	1.009	1.428	1.514	

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2 Datos disponibles: noviembre 2008.

Margen de cobertura de los recursos propios sobre el coeficiente de solvencia¹

CUADRO 2.10

Miles de euros	Exceso		Número de entidades según porcentaje del exceso									
	Importe total	% ²	< 50 ³	<100	<150	<200	<300	<400	<500	<750	<1000	>1000
Total	1.400.885	422,01	11	9	16	9	19	4	13	10	3	17
Sociedades de valores	1.297.449	465,42	2	1	3	2	11	3	9	4	3	13
Agencias de valores	81.700	211,03	8	7	9	7	6	1	3	6	0	3
Sociedades gestoras de cartera	21.736	150,15	1	1	4	0	2	0	1	0	0	1

1 Datos disponibles: diciembre 2008.

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 impuestos¹

CUADRO 2.11

Miles de euros	Media ²	Pérdidas	Número de entidades según su rentabilidad anualizada								
			0-5%	6-15%	16-30%	31-45%	46-60%	61-75%	76-100%	>100%	
Total	31,25	33	16	18	12	12	7	3	6	6	
Sociedades de valores	33,83	11	7	9	6	7	2	2	3	3	
Agencias de valores	14,73	19	7	6	6	4	4	1	3	3	
Sociedades gestoras de cartera	5,11	3	2	3	0	1	1	0	0	0	

1 Datos disponibles: noviembre 2008.

2 Media ponderada por fondos propios, en %.

3 Instituciones de inversión colectiva^{a,b}

Número, gestoras y depositarias de instituciones de inversión colectiva registradas en la CNMV

CUADRO 3.1

	2006	2007	2008	2008				2009	
				I	II	III	IV	I'	
Total IIC de carácter financiero	6.006	6.296	6.354	6.347	6.395	6.389	6.354	6.315	
Fondos de inversión	2.850	2.954	2.943	2.956	2.968	2.954	2.943	2.921	
Sociedades de inversión	3.149	3.290	3.347	3.328	3.365	3.369	3.347	3.329	
IIC de IIC de inversión libre	2	31	40	38	39	41	40	40	
IIC de inversión libre	5	21	24	25	23	25	24	25	
Total IIC inmobiliarias	17	18	18	17	17	17	18	18	
Fondos de inversión inmobiliaria	9	9	9	9	9	9	9	9	
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	9	9	8	8	8	9	9	
Total IIC extranjeras comercializadas en España	340	440	563	465	490	535	563	562	
Fondos extranjeros comercializados en España	164	225	312	241	253	290	312	311	
Sociedades extranjeras comercializadas en España	176	215	251	224	237	245	251	251	
SGIIC	114	120	120	121	120	120	120	120	
Depositarias IIC	132	126	125	126	126	126	125	124	

1 Datos disponibles: febrero 2009.

a En las referencias a los "Fondos de inversión" de todo el capítulo, no se incluyen los fondos de inversión libre ni los fondos de IIC de inversión libre.

b En la mayor parte de los cuadros el último dato disponible es de noviembre de 2008 (septiembre para los cuadros 3.9. y 3.10.), como consecuencia de la entrada en vigor, el 31 de diciembre de 2008, de las nuevas circulares CR CNMV 3/2008 y CR CNMV 7/2008, en las que se modifica la información contable a remitir a la CNMV.

Número de participes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2005	2006	2007	2007		2008			IV ¹
				IV	I	II	III		
Total IIC de carácter financiero	8.869.084	9.048.207	8.492.282	8.492.282	7.861.369	7.466.954	6.970.806	-	
Fondos de inversión	8.450.164	8.637.781	8.053.049	8.053.049	7.420.379	7.023.292	6.520.089	6.026.860	
Sociedades de inversión	418.920	410.403	434.156	434.156	434.167	433.651	439.395	-	
IIC de IIC de inversión libre ²	-	2	3.950	3.950	5.488	8.582	9.739	9.506	
IIC de inversión libre ²	-	21	1.127	1.127	1.335	1.429	1.583	1.576	
Total IIC inmobiliarias	119.113	151.053	146.353	146.353	145.036	141.876	136.245	98.722	
Fondos de inversión inmobiliaria	118.857	150.304	145.510	145.510	144.197	141.037	135.307	97.784	
Sociedades de inversión inmobiliaria	256	749	843	843	839	839	938	938	
Total IIC extranjeras comercializadas en España	560.555	779.165	850.931	850.931	729.321	697.732	648.457	-	
Fondos extranjeros comercializados en España	104.089	144.139	142.782	142.782	137.933	124.446	112.064	-	
Sociedades extranjeras comercializadas en España	456.466	635.026	708.149	708.149	591.388	573.286	536.393	-	

1 Datos disponibles: noviembre 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			IV ¹
				IV	I	II	III		
Total IIC de carácter financiero	289.810,7	300.584,0	287.968,7	287.968,7	264.775,7	244.660,6	226.473,9	206.307,5	
Fondos de inversión ²	262.200,9	270.406,3	255.040,9	255.040,9	234.043,9	214.251,8	197.305,6	179.604,6	
Sociedades de inversión	27.609,8	30.152,7	31.481,5	31.481,5	29.055,9	28.415,3	27.143,2	24.942,6	
IIC de IIC de inversión libre ³	-	0,6	1.000,6	1.000,6	1.129,6	1.389,6	1.427,5	1.210,1	
IIC de inversión libre ³	-	24,4	445,8	445,8	546,3	603,9	597,7	550,2	
Total IIC inmobiliarias	6.690,8	9.052,0	9.121,4	9.121,4	8.912,8	8.753,1	8.530,6	7.854,8	
Fondos de inversión inmobiliaria	6.476,9	8.595,9	8.608,5	8.608,5	8.563,8	8.394,0	8.166,7	7.489,5	
Sociedades de inversión inmobiliaria	213,9	456,1	512,9	512,9	349,0	359,2	363,8	365,3	
Total IIC extranjeras comercializadas en España	33.668,1	44.102,9	37.092,7	37.092,7	30.184,5	28.581,0	22.046,4	-	
Fondos extranjeros comercializados en España	8.267,3	12.099,3	7.010,3	7.010,3	5.004,9	4.313,5	3.064,6	-	
Sociedades extranjeras comercializadas en España	25.400,8	32.003,5	30.082,4	30.082,4	25.179,6	24.267,5	18.981,8	-	

1 Datos disponibles: noviembre 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 noviembre de 2008, del orden de 10.500 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			IV ³
				IV	I	II	III		
Patrimonio	262.200,9	270.406,9	256.040,2	256.040,2	235.173,5	215.618,2	198.730,5	180.862,4	
Liquidez	8.207,5	10.462,9	15.485,2	15.485,2	15.768,9	17.710,9	20.685,9	19.600,3	
Inversión en cartera	255.273,6	260.002,9	240.110,5	240.110,5	219.010,7	197.728,4	177.568,5	160.194,1	
Cartera interior	123.683,6	127.355,4	134.700,7	134.700,7	128.697,2	115.902,8	105.206,6	97.344,0	
Acciones	11.602,1	13.806,8	11.600,7	11.600,7	8.137,3	6.802,7	5.501,0	4.141,5	
Participaciones en fondos de inversión	17.255,9	17.322,8	18.720,4	18.720,4	17.772,2	15.822,3	13.745,3	10.671,9	
Activos monetarios públicos	4.149,4	2.887,7	2.206,6	2.206,6	3.493,5	4.618,6	4.488,8	6.581,7	
Otros valores de renta fija pública	10.088,7	9.891,6	8.708,7	8.708,7	6.608,3	6.299,7	6.334,9	5.629,5	
Activos monetarios privados	26.850,7	28.483,2	37.486,9	37.486,9	35.309,7	35.514,6	30.277,3	25.521,7	
Otra renta fija privada	18.835,6	23.105,3	24.251,5	24.251,5	23.039,2	22.873,3	20.884,5	18.510,4	
Warrants y opciones nacionales	483,1	603,3	553,2	553,2	344,0	414,4	309,7	235,2	
Adquisición temporal de activos	34.417,8	31.229,4	31.172,4	31.172,4	33.992,7	23.557,0	23.664,2	26.051,2	
Cartera no cotizada	0,2	25,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,9	1,0	
Cartera exterior	131.590,0	132.647,4	105.409,8	105.409,8	90.313,5	81.825,6	72.361,9	62.850,0	
Euros	118.871,5	118.664,1	94.205,2	94.205,2	82.742,5	74.569,0	66.564,8	58.613,1	
Acciones	8.925,1	11.418,0	10.772,1	10.772,1	6.970,4	5.859,8	4.589,8	3.429,3	
Participaciones en fondos de inversión	15.986,0	23.414,2	13.149,1	13.149,1	8.659,6	7.036,7	5.161,5	3.357,2	
Renta fija	90.220,7	78.933,4	65.972,8	65.972,8	64.362,8	59.588,6	55.157,3	50.648,4	
Warrants y opciones internacionales	3.739,7	4.898,7	4.311,2	4.311,2	2.749,7	2.083,0	1.654,6	1.156,2	
Cartera no cotizada	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	1,6	22,1	
Resto	12.718,5	13.983,3	11.204,6	11.204,6	7.571,0	7.256,6	5.797,1	4.236,9	
Acciones	7.019,5	7.343,0	5.964,0	5.964,0	3.972,9	3.823,9	3.104,1	2.122,8	
Participaciones en fondos de inversión	4.395,6	5.491,5	4.477,8	4.477,8	3.097,6	3.018,0	2.325,3	1.728,1	
Renta fija	1.204,8	1.011,7	631,1	631,1	413,5	386,2	336,8	350,0	
Warrants y opciones internacionales	97,2	136,0	130,8	130,8	86,4	27,7	30,2	35,5	
Cartera no cotizada	1,4	1,2	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,5	
Saldo neto (Deudores - Acreedores)	-1.280,3	-58,8	444,5	444,5	393,9	178,8	476,1	1.068,0	

1 No se incluyen los datos de los Fondos de inversión libre por no disponer de los mismos debido a estar regulados por distinta circular contable.

2 Datos provisionales para IIC de inversión libre.

3 Datos disponibles: noviembre 2008.

Distribución del patrimonio social de las sociedades de inversión de carácter financiero

CUADRO 3.5

Millones de euros	2005	2006	2007	2007		2008			
				IV	I	II	III	IV ¹	
Patrimonio	27.610,0	30.152,7	31.481,5	31.481,5	29.055,9	28.415,2	27.143,2	24.942,6	
Liquidez	728,9	802,2	1.182,2	1.182,2	1.457,3	1.938,4	2.759,1	2.367,4	
Inversión en cartera	26.884,9	29.294,1	30.037,4	30.037,4	27.440,2	26.306,3	24.131,2	22.423,9	
Cartera interior	13.851,1	15.553,8	17.075,3	17.075,3	17.080,2	16.012,2	15.391,9	14.879,2	
Acciones	5.906,5	6.727,3	6.173,6	6.173,6	5.073,8	4.372,0	3.756,4	3.292,9	
Participaciones en fondos de inversión	941,2	1.095,0	1.362,3	1.362,3	1.370,6	1.311,4	1.216,1	1.219,8	
Activos monetarios públicos	128,1	463,4	382,8	382,8	386,6	348,3	403,9	531,0	
Otros valores de renta fija pública	897,0	678,2	710,2	710,2	536,7	523,1	559,9	493,9	
Activos monetarios privados	359,1	555,4	1.568,6	1.568,6	1.854,6	2.199,0	2.102,8	1.820,5	
Otra renta fija privada	397,3	554,8	620,8	620,8	702,0	930,2	943,7	949,1	
Warrants y opciones nacionales	15,3	19,7	22,1	22,1	19,5	12,9	23,0	38,7	
Adquisición temporal de activos	5.206,2	5.459,1	6.234,1	6.234,1	7.132,6	6.311,6	6.382,2	6.528,8	
Cartera no cotizada	0,3	0,8	0,8	0,8	3,7	3,6	4,1	4,7	
Cartera exterior	13.033,8	13.740,3	12.962,2	12.962,2	10.360,0	10.294,1	8.739,3	7.544,7	
Euros	9.178,6	9.847,7	9.413,7	9.413,7	7.768,0	7.711,5	6.568,0	5.856,3	
Acciones	2.885,6	3.379,9	3.367,7	3.367,7	2.319,8	2.083,2	1.633,1	1.284,1	
Participaciones en fondos de inversión	3.351,6	4.169,1	3.826,1	3.826,1	3.252,4	3.148,5	2.419,5	2.009,3	
Renta fija	2.755,8	2.041,5	2.006,7	2.006,7	2.017,6	2.308,5	2.369,1	2.420,3	
Warrants y opciones internacionales	185,7	257,2	213,1	213,1	178,3	171,2	146,2	135,1	
Cartera no cotizada	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,4	
Resto	3.855,2	3.892,6	3.548,5	3.548,5	2.592,0	2.582,6	2.171,3	1.688,4	
Acciones	2.173,9	2.104,7	1.752,2	1.752,2	1.304,0	1.298,7	1.101,1	839,5	
Participaciones en fondos de inversión	1.403,7	1.517,7	1.600,6	1.600,6	1.139,2	1.148,1	945,6	727,4	
Renta fija	270,0	234,8	183,2	183,2	138,9	123,4	111,9	117,3	
Warrants y opciones internacionales	7,5	11,3	12,5	12,5	9,9	12,3	12,7	4,2	
Cartera no cotizada	0,1	24,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Saldo neto (Deudores - Acreedores)	-3,8	56,4	261,8	261,8	158,5	170,6	252,9	151,3	

1 Datos disponibles: noviembre 2008.

Fondos de inversión de carácter financiero: Número, partícipes y patrimonio por tipo de fondo¹

CUADRO 3.6

	2005	2006	2007	2007		2008			
				IV	I	II	III	IV ²	
NÚMERO DE FONDOS									
Total fondos de inversión	2.705	2.822	2.926	2.926	2.942	2.950	2.932	2.936	
Renta fija ³	624	606	600	600	609	614	616	630	
Renta fija mixta ⁴	217	212	204	204	203	197	195	196	
Renta variable mixta ⁵	222	222	207	207	206	205	204	204	
Renta variable nacional	116	118	123	123	123	122	117	117	
Renta variable internacional ⁶	454	467	481	481	477	482	469	463	
Garantizado renta fija	211	220	251	251	256	251	255	261	
Garantizado renta variable	514	559	590	590	592	601	600	593	
Fondos globales	347	418	470	470	476	478	476	472	
IIC de IIC de inversión libre ⁷	-	2	31	31	38	39	41	40	
IIC de inversión libre ⁷	-	5	21	21	25	23	25	25	
PARTÍCIPES									
Total fondos de inversión	8.450.164	8.637.781	8.053.049	8.053.049	7.420.379	7.023.292	6.520.089	6.026.860	
Renta fija ³	3.071.656	2.960.879	2.763.442	2.763.442	2.620.712	2.498.451	2.389.795	2.228.281	
Renta fija mixta ⁴	492.988	524.827	493.786	493.786	434.935	359.904	319.445	279.989	
Renta variable mixta ⁵	408.757	357.013	331.214	331.214	289.184	263.926	236.645	216.285	
Renta variable nacional	365.301	317.386	288.210	288.210	219.842	204.259	180.472	169.765	
Renta variable internacional ⁶	1.199.460	1.258.426	1.089.868	1.089.868	942.733	907.345	758.463	691.529	
Garantizado renta fija	455.237	497.540	549.108	549.108	552.116	542.500	552.515	546.583	
Garantizado renta variable	1.849.626	1.783.867	1.715.144	1.715.144	1.639.760	1.575.766	1.513.064	1.422.055	
Fondos globales	607.139	937.843	822.277	822.277	721.097	671.141	569.690	472.373	
IIC de IIC de inversión libre ⁷	-	2	3.950	3.950	5.488	8.582	9.739	9.596	
IIC de inversión libre ⁷	-	21	1.127	1.127	1.335	1.429	1.583	1.576	
PATRIMONIO (millones de euros)									
Total fondos de inversión	262.200,9	270.406,3	255.040,9	255.040,9	234.043,9	214.251,8	197.305,6	179.604,6	
Renta fija ³	123.890,7	116.511,9	113.234,1	113.234,1	116.544,0	107.349,4	100.931,9	94.278,1	
Renta fija mixta ⁴	14.625,8	15.314,5	13.011,9	13.011,9	10.551,0	8.488,5	7.175,8	5.996,7	
Renta variable mixta ⁵	10.005,6	10.149,2	8.848,0	8.848,0	6.811,6	5.990,9	5.092,8	4.102,6	
Renta variable nacional	9.741,7	10.416,4	7.839,4	7.839,4	5.369,9	4.584,1	3.612,5	2.749,0	
Renta variable internacional ⁶	20.925,1	24.799,6	22.698,4	22.698,4	14.962,8	13.433,5	10.472,7	7.856,0	
Garantizado renta fija	13.442,0	14.484,8	17.674,4	17.674,4	19.253,8	19.841,0	20.968,0	21.469,5	
Garantizado renta variable	45.839,8	44.796,6	42.042,1	42.042,1	38.521,4	35.633,2	33.782,8	31.176,7	
Fondos globales	23.730,1	33.933,3	29.692,6	29.692,6	22.029,4	18.931,4	15.269,2	11.976,0	
IIC de IIC de inversión libre ⁷	-	0,6	1.000,6	1.000,6	1.129,6	1.389,6	1.427,5	1.252,1	
IIC de inversión libre ⁷	-	24,4	445,8	445,8	546,3	603,9	597,7	550,3	

1 Fondos que han remitido estados reservados (no incluye por tanto fondos en proceso de disolución o liquidación).

2 Datos disponibles: noviembre 2008.

3 Incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, Renta fija internacional y Monetarios. Hasta diciembre de 2006 incluía FIAMM.

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

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

6 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.

7 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			
				IV	I	II	III	IV ¹
PARTÍCIPES	8.450.164	8.637.804	8.058.126	8.058.126	7.427.202	7.033.303	6.531.411	6.037.942
Personas físicas	8.202.638	8.389.315	7.818.701	7.818.701	7.206.815	6.827.129	6.340.598	5.860.047
Residentes	8.101.310	8.292.264	7.725.443	7.725.443	7.116.692	6.740.765	6.259.219	5.783.633
No residentes	101.328	97.051	93.258	93.258	90.123	86.364	81.379	76.414
Personas jurídicas	247.526	248.489	239.425	239.425	220.387	206.174	190.813	177.895
Entidades de crédito	1.634	1.609	2.276	2.276	1.130	1.192	1.163	1.166
Otros agentes residentes	244.223	244.980	235.298	235.298	217.441	203.254	187.999	174.870
Entidades no residentes	1.669	1.900	1.851	1.851	1.816	1.728	1.651	1.859
PATRIMONIO (millones de euros)	262.200,9	270.431,3	256.487,3	256.487,3	235.719,8	216.245,3	199.328,8	181.364,9
Personas físicas	193.948,6	201.411,0	190.980,6	190.980,6	175.579,4	162.024,9	150.882,4	139.613,1
Residentes	190.753,2	198.330,5	188.210,0	188.210,0	173.073,0	159.705,6	148.777,6	137.689,1
No residentes	3.195,4	3.080,5	2.770,6	2.770,6	2.506,4	2.319,3	2.104,8	1.924,0
Personas jurídicas	68.252,3	69.020,3	65.506,7	65.506,7	60.140,4	54.220,5	48.446,4	41.751,8
Entidades de crédito	4.253,2	5.318,0	5.920,9	5.920,9	3.700,6	3.552,0	3.608,6	2.726,3
Otros agentes residentes	62.749,8	61.646,6	57.670,6	57.670,6	54.904,4	48.892,1	43.178,0	37.622,5
Entidades no residentes	1.249,4	2.055,7	1.915,2	1.915,2	1.535,4	1.776,4	1.659,8	1.403,1

1 Datos disponibles: noviembre 2008.

Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo¹

CUADRO 3.8

Millones de euros	2005	2006	2007	2007	2008			
				IV	I	II	III	IV ²
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	169.807,0	194.787,4	180.943,6	41.508,2	47.016,2	33.450,6	23.895,9	37.186,9
Renta fija	108.566,1	118.705,9	116.323,9	26.566,0	37.510,5	22.581,5	17.342,5	31.631,3
Renta fija mixta	6.677,3	8.476,6	5.859,4	955,7	620,2	315,9	239,0	484,1
Renta variable mixta	2.065,2	2.783,6	2.749,8	452,2	278,9	606,0	250,9	111,4
Renta variable nacional	5.588,5	5.590,4	4.402,4	943,4	414,5	344,4	157,1	200,3
Renta variable internacional	14.006,2	17.662,3	16.631,5	2.971,3	1.867,3	1.545,7	926,3	809,6
Garantizado renta fija	6.923,9	6.126,2	9.161,3	2.981,1	3.286,2	2.983,5	2.692,4	2.426,0
Garantizado renta variable	13.520,7	8.914,1	8.070,6	3.095,7	1.089,4	3.120,4	1.549,5	882,9
Fondos globales	12.459,2	26.528,3	17.744,2	3.542,7	1.949,1	1.953,1	738,3	641,5
Fondos de fondos de inversión libre ³	-	0,6	1.071,2	215,5	200,1	447,3	165,9	104,7
Fondos de inversión libre ³	-	24,4	380,8	243,0	164,1	77,8	8,2	nd
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	155.304,2	198.600,1	202.827,4	56.448,9	62.032,7	52.061,9	39.354,3	52.324,0
Renta fija	107.150,9	127.469,1	122.178,3	32.605,9	35.049,1	32.357,6	24.503,3	38.626,3
Renta fija mixta	4.339,6	7.048,4	7.809,6	2.128,0	2.861,9	1.891,3	1.437,2	1.472,6
Renta variable mixta	2.602,5	3.644,7	4.023,0	1.106,9	1.675,7	1.245,2	882,7	640,1
Renta variable nacional	5.323,3	7.824,6	6.723,3	1.682,8	1.979,7	733,9	868,4	430,9
Renta variable internacional	11.390,2	16.490,9	20.073,1	5.833,8	6.456,5	2.735,1	2.383,1	1.502,2
Garantizado renta fija	7.014,0	5.029,3	6.430,6	1.712,0	2.085,8	1.867,5	1.785,4	2.842,8
Garantizado renta variable	8.931,6	11.830,1	11.602,6	4.437,3	3.647,6	5.929,2	3.924,0	3.996,3
Fondos globales	8.552,1	19.263,1	23.986,6	6.942,2	8.276,4	5.302,1	3.570,2	2.812,8
Fondos de fondos de inversión libre ³	-	0,0	65,9	53,2	98,7	234,5	101,5	131,6
Fondos de inversión libre ³	-	0,1	2,6	2,1	50,9	26,5	14,5	nd

1 Datos estimados.

2 Datos disponibles: noviembre 2008.

3 Datos provisionales para IIC de IIC de inversión libre y para IIC de inversión libre.

nd: Dato no disponible.

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	2007	2008			
				III	IV	I	II	III
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	14.444,3	-4.524,5	-21.877,7	-5.995,1	-14.990,5	-14.950,1	-18.602,1	-15.158,3
Renta fija	1.445,5	-9.423,4	-5.852,4	1.601,6	-6.029,3	2.480,0	-9.672,7	-7.021,1
Renta fija mixta	2.349,6	1.539,2	-1.942,0	-909,6	-1.163,6	-2.238,2	-1.739,2	-1.221,8
Renta variable mixta	-546,5	-854,7	-1.277,0	-367,8	-655,8	-1.391,2	-648,4	-636,4
Renta variable nacional	276,0	-2.219,4	-2.314,4	-940,2	-745,6	-1.561,2	-412,4	-606,9
Renta variable internacional	2.652,4	1.133,8	-3.342,6	-2.007,2	-2.817,5	-4.553,7	-1.156,9	-1.462,7
Garantizado renta fija	-354,4	1.018,9	2.714,6	294,6	1.174,5	1.190,9	1.041,5	979,4
Garantizado renta variable	4.693,6	-3.021,1	-3.604,9	-802,2	-1.340,2	-2.564,4	-2.830,0	-2.545,1
Fondos globales	3.928,2	7.302,1	-6.258,9	-2.864,3	-3.412,9	-6.312,3	-3.183,9	-2.643,7
Fondos de fondos de inversión libre	-	0,6	1.005,5	221,7	162,6	107,9	215,5	66,1
Fondos de inversión libre	-	24,3	164,7	61,8	241,0	113,3	51,4	-5,9
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	11.670,2	12.733,7	6.517,0	-696,7	125,6	-6.045,6	-1.188,8	-1.808,9
Renta fija	1.837,6	2.260,2	3.073,5	723,6	771,5	599,0	618,0	483,4
Renta fija mixta	620,3	606,6	271,8	-30,6	15,6	-287,1	-111,9	-98,4
Renta variable mixta	1.053,4	984,2	261,5	-120,3	-39,4	-645,2	-172,3	-265,3
Renta variable nacional	1.623,7	2.882,9	768,3	-229,8	215,1	-908,3	-373,4	-394,2
Renta variable internacional	3.507,1	2.736,1	251,5	-942,1	-905,3	-3.191,1	-372,4	-1.463,8
Garantizado renta fija	222,8	112,3	334,7	164,0	42,8	188,7	-11,8	156,2
Garantizado renta variable	1.635,5	1.995,2	1.105,8	25,0	144,6	-1.075,9	-719,8	140,2
Fondos globales	1.169,8	1.156,2	450,2	-286,3	-119,4	-725,7	-45,1	-366,8
Fondos de fondos de inversión libre	-	0,0	-9,6	-16,7	4,8	5,5	23,3	-29,6
Fondos de inversión libre	-	0,1	0,2	-3,9	-5,3	-12,4	7,0	-1,9

Detalle de los rendimientos netos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario ¹	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	5,87	5,73	3,45	0,02	0,32	-2,24	-0,30	-0,66
Renta fija	2,31	2,51	3,32	0,79	0,85	0,68	0,71	0,63
Renta fija mixta	6,18	5,30	2,98	0,11	0,44	-2,17	-0,84	-0,94
Renta variable mixta	12,96	11,31	4,25	-0,78	-0,01	-8,18	-2,18	-4,36
Renta variable nacional	20,10	30,10	9,14	-2,13	3,01	-15,02	-6,58	-9,21
Renta variable internacional	22,82	13,82	2,78	-2,95	-3,19	-18,34	-2,00	-11,67
Garantizado renta fija	2,45	1,67	3,25	1,22	1,02	1,16	0,09	0,91
Garantizado renta variable	5,26	5,86	3,65	0,44	0,47	-2,32	-1,71	0,78
Fondos globales	7,41	4,84	2,57	-0,52	-0,07	-2,64	0,09	-1,90
Fondos de fondos de inversión libre	-	ns	-1,36	-1,83	1,04	0,38	2,86	-1,88
Fondos de inversión libre	-	ns	0,57	-1,64	-0,69	-2,38	2,58	-0,31
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	1,07	1,04	1,00	0,25	0,24	0,23	0,22	0,22
Renta fija	0,73	0,63	0,61	0,15	0,15	0,15	0,14	0,15
Renta fija mixta	1,24	1,21	1,13	0,29	0,29	0,29	0,29	0,30
Renta variable mixta	1,69	1,63	1,54	0,39	0,39	0,38	0,38	0,39
Renta variable nacional	1,77	1,83	1,59	0,41	0,42	0,42	0,41	0,39
Renta variable internacional	1,80	1,78	1,70	0,41	0,41	0,42	0,41	0,41
Garantizado renta fija	0,77	0,75	0,62	0,17	0,16	0,14	0,13	0,13
Garantizado renta variable	1,38	1,34	1,30	0,34	0,34	0,34	0,33	0,33
Fondos globales	1,41	1,26	1,16	0,25	0,26	0,28	0,27	0,27
Fondos de fondos de inversión libre	-	ns	1,15	0,42	0,43	0,47	0,42	0,36
Fondos de inversión libre	-	ns	1,39	0,09	0,67	0,56	0,61	0,57
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO²								
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	0,02	0,02	0,02
Fondos de fondos de inversión libre	-	ns	0,06	0,02	0,02	0,02	0,03	0,02
Fondos de inversión libre	-	ns	0,33	0,05	0,05	0,04	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	2007		2008		
				IV	I	II	III	IV ¹
Total fondos de inversión	5,00	5,59	2,73	0,10	-1,96	-0,56	-0,79	-1,22
Renta fija	1,53	1,95	2,71	0,68	0,54	0,57	0,48	0,32
Renta fija mixta	5,00	4,18	1,93	0,18	-2,32	-1,29	-1,29	-2,64
Renta variable mixta	11,85	10,34	2,69	-0,40	-7,56	-2,91	-4,73	-9,02
Renta variable nacional	20,60	33,25	8,02	2,53	-12,01	-7,66	-9,73	-17,63
Renta variable internacional	24,18	14,98	2,13	-3,28	-15,06	-2,73	-11,31	-18,31
Garantizado renta fija	1,66	0,83	2,78	0,84	1,02	-0,01	0,80	1,00
Garantizado renta variable	3,95	4,66	2,44	0,12	-2,56	-1,94	0,42	0,96
Fondos globales	6,16	4,01	1,47	-0,38	-2,56	-0,29	-2,17	-3,95
Fondos de fondos de inversión libre	-	ns	-0,43	1,22	-2,31	2,20	-7,56	-9,39
Fondos de inversión libre	-	ns	0,84	-1,31	-1,95	1,48	-0,29	-4,67

1 Datos disponibles: noviembre 2008. Las rentabilidad hace referencia al periodo comprendido entre septiembre y noviembre.

ns: Dato no significativo.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 3.12

	2005	2006	2007	2007		2008		
				IV	I	II	III	IV ¹
NÚMERO DE CARTERAS								
Fondos de inversión	2.723	2.850	2.954	2.954	2.956	2.968	2.954	2.946
Sociedades de inversión	2.989	3.049	3.181	3.181	3.217	3.256	3.261	3.253
IIC de IIC de inversión libre	-	2	31	31	38	39	41	40
IIC de inversión libre	-	5	21	21	25	23	25	25
Fondos de inversión inmobiliaria	7	9	9	9	9	9	9	9
Sociedades de inversión inmobiliaria	6	8	9	9	8	8	8	8
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	262.200,9	270.406,3	255.040,9	255.040,9	234.043,9	214.251,8	197.305,6	179.604,6
Sociedades de inversión	25.486,0	28.992,7	30.300,0	30.300,0	27.984,8	27.394,2	26.149,4	24.054,3
IIC de IIC de inversión libre	-	0,6	1.000,6	1.000,6	1.129,6	1.389,6	1.427,5	1.210,1
IIC de inversión libre	-	24,4	445,8	445,8	546,3	603,9	597,7	550,2
Fondos de inversión inmobiliaria	6.476,9	8.595,9	8.608,5	8.608,5	8.563,8	8.394,0	8.166,7	7.489,5
Sociedades de inversión inmobiliaria	213,9	456,1	512,9	512,9	349,0	359,2	363,8	365,3

1 Datos disponibles: noviembre 2008.

IIC extranjeras comercializadas en España

CUADRO 3.13

	2006	2007	2008	2007	2008			
				IV	I	II	III	IV
VOLUMEN DE INVERSIÓN¹ (millones de euros)	44.102,9	37.092,7	18.181,4	37.092,7	30.184,5	28.581,0	22.046,4	18.181,4
Fondos	12.099,3	7.010,3	2.245,5	7.010,3	5.004,9	4.313,5	3.064,6	2.245,5
Sociedades	32.003,5	30.082,4	15.935,8	30.082,4	25.179,6	24.267,5	18.981,8	15.935,8
Nº DE INVERSORES	779.165	850.931	587.032	850.931	729.321	697.732	648.457	587.032
Fondos	144.139	142.782	99.873	142.782	137.933	124.446	112.064	99.873
Sociedades	635.026	708.149	487.159	708.149	591.388	573.286	536.393	487.159
Nº DE INSTITUCIONES	340	440	563	440	465	490	535	563
Fondos	164	225	312	225	241	253	290	312
Sociedades	176	215	251	215	224	237	245	251
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	189	229	274	229	241	253	265	274
Francia	83	122	161	122	127	138	148	161
Irlanda	46	52	63	52	59	59	63	63
Alemania	12	15	16	15	15	15	16	16
Reino Unido	6	12	14	12	13	13	14	14
Holanda	1	1	1	1	1	1	1	1
Austria	1	5	28	5	5	5	22	28
Bélgica	1	3	5	3	3	5	5	5
Malta	1	1	1	1	1	1	1	1

¹ Volumen de inversión: Importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del período, por su valor en euros en dicha fecha.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 3.14

	2005	2006	2007	2007	2008			
				IV	I	II	III	IV ¹
FONDOS								
Número	7	9	9	9	9	9	9	9
Partícipes	118.857	150.304	145.510	145.510	144.197	141.037	135.307	97.784
Patrimonio (millones de euros)	6.476,9	8.595,9	8.608,5	8.608,5	8.563,8	8.394,0	8.166,7	7.489,5
Rentabilidad (%)	5,35	6,12	1,27	1,27	1,16	0,89	0,35	-0,82
SOCIEDADES								
Número	6	8	9	9	8	8	8	8
Accionistas	256	749	843	843	839	839	938	938
Patrimonio (millones de euros)	213,9	456,1	512,9	512,9	349,0	359,2	363,8	365,3

¹ Datos disponibles: noviembre 2008. En este caso, la rentabilidad es mensual.