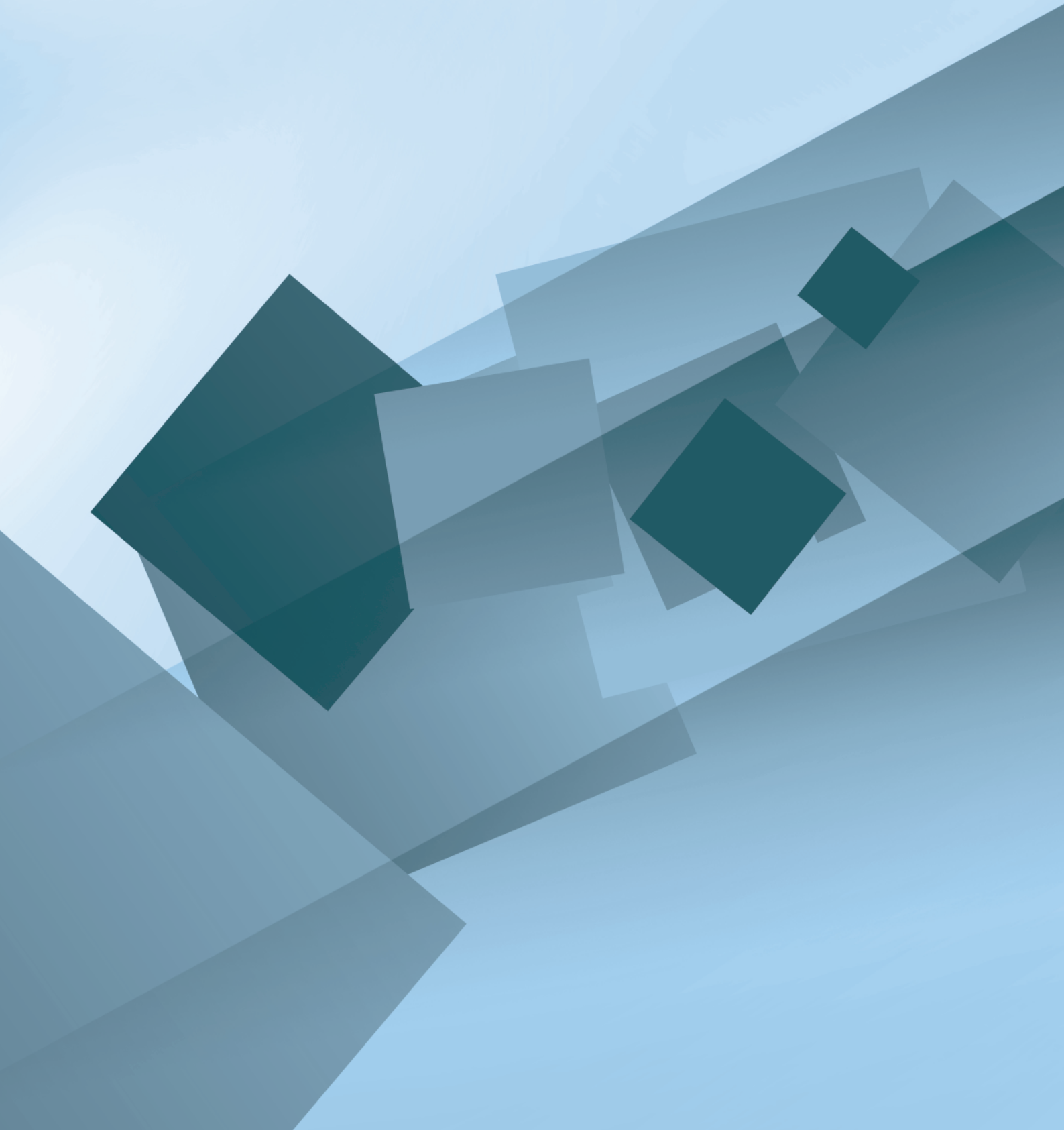




BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre II
2009



BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre II
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

Imprime: Gráficas Marte, S.A.

Índice

I	Informe de coyuntura de mercados	9
II	Informes y análisis	37
	Las características de los fondos de inversión monetarios en distintas jurisdicciones	39
	M ^a Victoria Villanueva Fresán	
	La comercialización de las IIC extranjeras en España	59
	M ^a Lourdes Guindo Guindo	
	Algunos aspectos clave de la Evaluación de Impacto: su papel cada vez mayor en la regulación y la supervisión financiera europeas	73
	Oliver Burkart	
III	Novedades regulatorias	89
	Novedades sobre las normas contables de los fondos de titulización	91
	Eduardo Manso Ponte, Belén de Anta Montero y Javier Domínguez Peña	
	Cumplimiento de la misión de vigilancia y supervisión por los depositarios de IIC	107
	Alberto Moreno Bernal	
	Agencias de rating: análisis de la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo	123
	Raquel García Alcubilla y Francisco Javier Ruiz del Pozo	
IV	Anexo legislativo	143
V	Anexo estadístico	157

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 lucro al servicio de los hogares
LATIBEX	Mercado de valores latinoamericanos
LMV	Ley del mercado de valores
LSA	Ley de sociedades anónimas
MAB	Mercado alternativo bursátil
MC	Mercado continuo
MEFF	Mercado español de futuros y opciones financieros
MFAO	Mercado de futuros sobre el 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 Informe de coyuntura de mercados ^(*)

* Este artículo ha sido elaborado por el Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

1 Panorámica general

El entorno macroeconómico internacional se ha deteriorado notablemente a lo largo del primer semestre de 2009. Sin embargo, la aprobación de nuevas medidas de rescate sobre los sistemas financieros de EEUU y del Reino Unido y la percepción de algunos signos de moderación en el ritmo de deterioro de la actividad en las economías más importantes propiciaron un descenso de la incertidumbre de los agentes participantes de los mercados, que se tradujo en una disminución de las tensiones en todos ellos. En los mercados de renta variable se produjeron recuperaciones importantes en los precios a lo largo del segundo trimestre de 2009¹, con aumentos de entre el 15% y el 25% en casi todas las bolsas de referencia, acompañados de descensos en la volatilidad. El sector financiero lideró las ganancias en este periodo de tiempo.

Los mercados de renta fija de corto plazo siguieron condicionados por las pautas notablemente expansivas de las políticas monetarias en las principales economías. Los tipos de interés a corto plazo descendieron en el primer semestre del año con más intensidad en la zona euro (cerca de dos puntos porcentuales dependiendo del plazo) debido a las frecuentes rebajas en los tipos de interés oficiales en dicho periodo. En EEUU, el descenso de los tipos de interés a corto plazo (entre tres y doce meses) fue cercano a un punto porcentual. Por su parte, los tipos de interés de la deuda pública a largo mostraron un comportamiento dispar entre Europa y EEUU en los plazos de tres y cinco años, con descensos en Europa y aumentos en EEUU, mientras que los tipos correspondientes a vencimientos más largos (diez años) crecieron en ambas zonas, especialmente en EEUU, presionados al alza por el elevado volumen de emisiones de deuda pública efectuado por los diferentes gobiernos, por la ligera mejora de las perspectivas sobre la actividad y por la menor probabilidad asignada al escenario de deflación. En el caso de la renta fija privada, las primas de riesgo han descendido sustancialmente, en línea con la moderación de la incertidumbre en los mercados financieros.

El mercado de cambios continúa mostrando un comportamiento volátil. El tipo de cambio dólar/euro ha mostrado diversos episodios de apreciación y depreciación en lo que va de año. En las últimas semanas, el dólar se depreció respecto al euro como consecuencia del deterioro de las finanzas públicas de la economía norteamericana, tras el amplio conjunto de medidas adoptadas para combatir la crisis y para fortalecer el sistema financiero.

En el ámbito nacional, el ajuste del crecimiento económico continúa siendo intenso (el PIB ha encadenado dos trimestres consecutivos de fuertes caídas), si bien se atisba algún síntoma de freno en la caída de algunos indicadores de actividad, que se podría asociar parcialmente a las medidas adoptadas por el Gobierno para hacer frente a la crisis. Las medidas adoptadas en apoyo del sector financiero también han

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

empezado a mostrar sus efectos, que se perciben claramente en el incremento de determinadas emisiones de renta fija. Las entidades financieras han emitido en lo que va de 2009 cerca de 32.000 millones de euros en bonos con la garantía del Estado, lo que supone el 26,5% del total de emisiones de renta fija a largo plazo registrado en la CNMV (y el 81% de las emisiones totales de bonos). También han sido importantes las emisiones de activos de titulización, tanto para acudir a las subastas del Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF), como para obtener financiación del Eurosistema. Finalmente, destacan las emisiones de participaciones preferentes por parte de las entidades financieras como fórmula para fortalecer los recursos propios de las entidades de crédito.

El cambio de percepción de riesgo de los agentes también estuvo presente en los mercados financieros nacionales. En los de renta variable, se produjeron fuertes incrementos de precios (el Ibex 35 repuntó un 22%), descensos moderados en la volatilidad y un cierto aumento de la contratación (en promedio diario) en el segundo trimestre de 2009 respecto al primero. Las entidades pertenecientes al sector financiero y de la construcción mostraron los mayores crecimientos de las cotizaciones. En los mercados de renta fija, los tipos de interés a corto plazo mostraron una senda levemente descendente y los tipos a más largo plazo de la deuda pública aumentaron por encima del 4%, dando lugar a un aumento de la pendiente de la curva de tipos de interés similar al observado en otros países de Europa y en EEUU. Las primas de riesgo (CDS) han descendido notablemente tanto para las entidades financieras como para las no financieras. También ha caído notablemente la percepción de riesgo país: tanto la prima de riesgo de crédito del bono español como el diferencial de tipos de interés entre el bono español y el bono alemán han descendido significativamente en el segundo trimestre del año.

	III 08	IV 08	I 09	II 09*
Tipos de interés a corto plazo (%)¹				
Tipo de interés oficial	4,25	2,50	1,50	1,00
Euribor 3 meses	5,02	3,27	1,64	1,27
Euribor 12 meses	5,38	3,43	1,91	1,65
Tipos de cambio²				
Dólar / euro	1,43	1,39	1,33	1,39
Yen / euro	150,47	126,14	131,17	136,08
Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo³				
Zona euro				
3 años	3,87	2,61	2,25	1,80
5 años	3,87	2,65	2,41	2,60
10 años	4,18	3,12	3,14	3,71
EEUU				
3 años	2,35	1,06	1,33	1,76
5 años	2,87	1,50	1,83	2,75
10 años	3,68	2,41	2,83	3,79
Primas de riesgo crediticio: diferencial BBB-AAA (puntos básicos)³				
Zona euro				
3 años	139	280	253	151
5 años	183	297	267	172
10 años	191	305	260	205
EEUU				
3 años	227	306	271	166
5 años	265	369	269	200
10 años	283	444	517	209
Mercados de renta variable				
Rentabilidad de los principales índices bursátiles internacionales (%) ⁴				
Euro Stoxx 50	-9,4	-19,4	-15,4	17,4
Dow Jones	-4,4	-19,1	-13,3	13,2
Nikkei	-16,5	-21,3	-8,5	23,8
Rentabilidad de otros índices (%)				
Merval (Argentina)	-24,2	-32,4	4,3	46,9
Bovespa (Brasil)	-23,8	-24,2	9,0	27,1
Shanghai Comp (China)	-16,2	-20,6	30,3	17,5
BSE (India)	-4,8	-25,5	-0,9	57,2
Mercado bursátil español				
Rentabilidad del Ibex 35 (%)	-8,8	-16,3	-15,0	21,8
PER del Ibex 35 ⁵	9,57	8,69	8,24	10,35
Volatilidad del Ibex 35 (%) ⁶	31,26	60,59	41,91	31,28
Contratación en el SIBE ⁷	4.334,29	4.052,93	2.910,58	3.466,26

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

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

- Promedio mensual de datos diarios. El tipo de interés oficial corresponde al tipo marginal de la subasta semanal en el último día del periodo. Los datos del segundo trimestre corresponden al promedio entre el 1 y el 15 de junio.
- Datos a final de periodo. Los datos del segundo trimestre de 2009 corresponden al 15 de junio.
- Promedio mensual de datos diarios. Los datos del segundo trimestre de 2009 abarcan del 1 al 15 de junio, salvo los de deuda pública en la zona euro que van del 1 al 12 de junio.
- Se ofrecen las rentabilidades trimestrales acumuladas en cada periodo; en el segundo trimestre corresponde a la acumulada hasta el 15 de junio.
- Ratio precio – beneficios (*price earning ratio*). Los datos del segundo trimestre de 2009 son del 15 de junio.
- Volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento a final del periodo. El dato del segundo trimestre de 2009 corresponde al promedio del periodo entre el 1 de abril y el 15 de junio.
- Promedio diario, en millones de euros. Los datos del segundo trimestre de 2009 corresponden hasta el 15 de junio.

2 Entorno financiero exterior

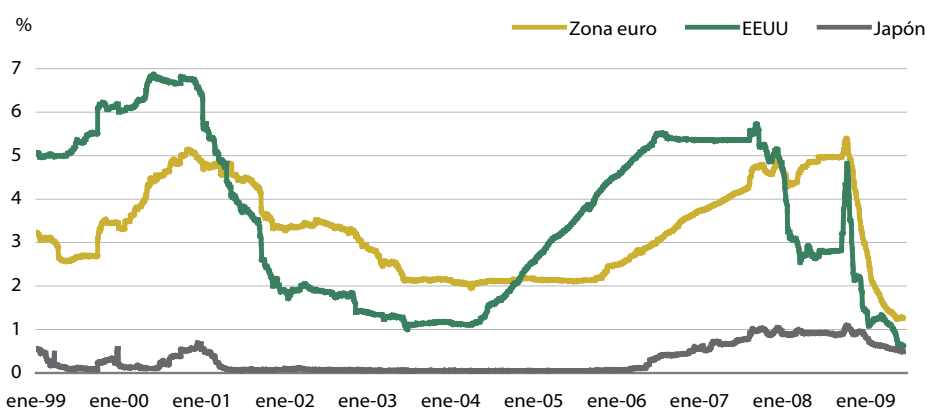
2.1 Tipos de interés a corto plazo

Los mercados monetarios continuaron condicionados en el primer y segundo trimestre de 2009 por la incertidumbre asociada a la evolución del sistema financiero internacional y a la intensidad y duración del ajuste de la actividad económica, si bien se perciben ciertas mejoras en algunas de las tensiones mostradas por dichos mercados, especialmente en los mercados interbancarios, como consecuencia de la adopción de nuevas medidas de rescate sobre el sector financiero en EEUU y el Reino Unido.

Las decisiones tomadas por los bancos centrales han sido algo diferentes según las áreas geográficas. Así, el BCE, que había iniciado el proceso de rebajas en los tipos de interés algo más tarde que el resto de bancos centrales, realizó cuatro reducciones en los mismos desde la última publicación de este informe a mediados de diciembre de 2008, dejándolos en el 1,0% a mediados de mayo de 2009, mientras que otros bancos centrales (en EEUU, Reino Unido o Japón) dieron mayor importancia a la adopción de medidas de política monetaria no convencionales. Estas medidas consistieron en permitir que los bancos centrales compraran determinados activos financieros en los mercados primarios o secundarios (deuda pública, deuda privada, titulizaciones, etc.) con el fin de estabilizar o dinamizar los mercados de estos instrumentos y, también, de favorecer la reanudación del ciclo de crédito por parte de las entidades financieras. El BCE no ha sido ajeno a estas medidas y ha acordado la concesión de préstamos a doce meses y la adquisición de bonos colateralizados (*covered bonds*) por un importe de 60.000 millones de euros.

Tipos de interés a tres meses ¹

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 15 de junio.

Los tipos de interés a corto plazo descendieron con más intensidad en la zona euro como consecuencia de las rebajas en los tipos de interés oficiales. Desde mediados de diciembre de 2008 hasta junio de 2009 (véase cuadro 2), los tipos de interés cayeron cerca de dos puntos porcentuales en la zona euro (hasta el 1,3%, el 1,5% y el 1,7% en los plazos de tres, seis y doce meses respectivamente) y en torno a un punto porcentual en EEUU (hasta el 0,6%, el 1,2% y el 1,7% en los mismos plazos). Los tipos de interés en Japón también descendieron pero con menor intensidad, ya que

sus niveles son ya muy reducidos (en todos los plazos por debajo del 1,0%). Este comportamiento de los tipos de interés permitió una convergencia entre los tipos de interés de corto plazo en la zona euro y en EEUU, especialmente en los plazos de seis y doce meses. En el plazo de tres meses, dicho diferencial permanece cerca de los 60 p.b.

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 2

%	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	sep-08	dic-08	mar-09	jun-09 ²
Zona euro								
Oficial ³	2,25	3,50	4,00	2,50	4,25	2,50	1,50	1,00
3 meses	2,47	3,69	4,84	3,27	5,02	3,27	1,64	1,27
6 meses	2,60	3,79	4,81	3,34	5,22	3,34	1,77	1,47
12 meses	2,79	3,93	4,79	3,43	5,38	3,43	1,91	1,65
EEUU								
Oficial ⁴	4,25	5,25	4,25	0,25	2,00	0,25	0,25	0,25
3 meses	4,49	5,36	4,97	1,80	3,11	1,80	1,27	0,64
6 meses	4,67	5,35	4,82	2,15	3,33	2,15	1,83	1,22
12 meses	4,84	5,24	4,42	2,36	3,36	2,36	2,12	1,69
Japón								
Oficial ⁵	0,15	0,25	0,50	0,10	0,50	0,10	0,10	0,10
3 meses	0,07	0,56	0,98	0,91	0,92	0,91	0,62	0,50
6 meses	0,08	0,63	1,03	1,01	1,00	1,01	0,79	0,71
12 meses	0,12	0,74	1,10	1,12	1,18	1,12	0,95	0,89

Fuente: Thomson Datastream.

- 1 Promedio mensual de datos diarios, excepto los tipos oficiales que corresponden al último día del periodo.
- 2 El dato corresponde al promedio desde el 1 hasta el 15 de junio.
- 3 Tipo mínimo de puja de la subasta semanal.
- 4 Tipo de los fondos federales.
- 5 Tipo de la política monetaria.

Las expectativas sobre la evolución de los tipos de interés que se derivan de la información de los tipos de interés *forward* a tres meses señalan la previsión de una cierta estabilidad de los tipos de interés de la zona euro en los próximos meses y un aumento cercano a los 50 puntos básicos en el plazo de un año. En EEUU, los tipos *forward* apuntan a un incremento mayor en el nivel de los tipos de interés a tres meses: de 50 puntos básicos dentro de seis meses y de algo más de 100 puntos básicos dentro de un año.

Tipos de interés *forward* (FRA) a tres meses¹

CUADRO 3

%	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	jun-08	sep-08	dic-08	mar-09	jun-09 ²
Zona euro									
Contado	2,49	3,73	4,68	2,89	4,95	5,28	2,89	1,51	1,26
FRA 3x6	2,74	3,94	4,52	2,17	5,17	4,84	2,17	1,32	1,24
FRA 6x9	2,91	4,07	4,42	1,97	5,21	4,38	1,97	1,39	1,37
FRA 9x12	3,00	4,13	4,33	2,13	5,26	4,13	2,13	1,41	1,55
FRA 12x15	3,07	4,13	4,30	2,22	5,23	3,99	2,22	1,54	1,82
EEUU									
Contado	4,54	5,36	4,70	1,43	2,78	4,05	1,43	1,19	0,61
FRA 3x6	4,81	5,31	4,15	1,07	2,96	3,30	1,07	1,10	0,74
FRA 6x9	4,84	5,21	3,69	1,16	3,19	2,91	1,16	1,19	1,07
FRA 9x12	4,81	5,06	3,45	1,29	3,34	2,94	1,29	1,17	1,38
FRA 12x15	4,76	4,94	3,36	1,45	3,56	3,03	1,45	1,32	1,74

Fuente: Thomson Datastream.

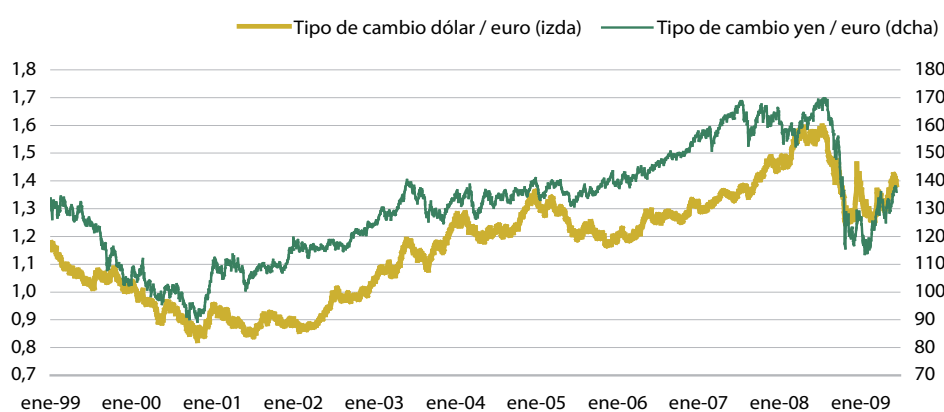
- 1 Datos a final de periodo.
- 2 El dato corresponde al 15 de junio.

2.2 Tipos de cambio

El mercado de cambios continúa mostrando un comportamiento volátil. Desde diciembre, se han observado varios episodios de fuerte apreciación o depreciación del dólar respecto al euro. Los periodos de apreciación del dólar respecto a la divisa europea han estado asociados, generalmente, a las rebajas de tipos de interés efectuadas por el BCE comentadas con anterioridad, mientras que las depreciaciones de la divisa estadounidense, más frecuentes en las últimas semanas, parecen estar más asociadas al deterioro de las finanzas públicas de la economía norteamericana como consecuencia de las medidas adoptadas para combatir la recesión y propiciar la sostenibilidad del sistema financiero. Así, el tipo de cambio del dólar frente al euro finalizó el segundo trimestre de 2009 en niveles parecidos a los de finales de 2008, es decir, cercanos a los 1,40 dólares por euro, si bien estuvo casi toda la primera mitad de año por debajo de dicho nivel (el mínimo tuvo lugar a principios de marzo, en 1,26 dólares por euro).

Tipo de cambio del euro frente al dólar y el yen¹

GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 15 de junio.

Por su parte, el yen, que en la segunda mitad de 2008 experimentó una apreciación significativa respecto al euro, como consecuencia del cierre de las posiciones de *carry trade*², mostró un comportamiento algo menos errático en la primera mitad de 2009 (véase gráfico 2). El tipo de cambio del yen ha tendido a depreciarse respecto al euro en este periodo desde el entorno de los 120 yenes por euro hasta cerca de los 135 yenes por euro.

2.3 Tipos de interés a largo plazo

La evolución de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo ha sido dispar en las áreas geográficas más importantes a lo largo del primer semestre del año. En la zona euro, los tipos de interés de la deuda pública a tres años mantuvieron la tendencia descendente mostrada a finales de 2008 y permanecieron relativamente estables en el vencimiento a cinco años, mientras que los tipos de la deuda pública a diez años experimentaron un moderado aumento. En EEUU se produjeron incrementos notables en todos los plazos, especialmente en los plazos largos, como con-

² Endeudamiento en una divisa con bajos tipos de interés para invertir simultáneamente en activos denominados en otras divisas con tipos de interés más altos.

secuencia de un cierto aumento de las expectativas inflacionistas y del incremento de las emisiones del sector público norteamericano, para las cuales el mercado está demandando mejores precios.

Así, los tipos de interés de la deuda pública de la zona euro a tres, cinco y diez años finalizaron el segundo trimestre de 2009 en el 1,8%, el 2,6% y el 3,7% respectivamente, lo que supone un descenso para el primero de 0,8 puntos porcentuales respecto a diciembre de 2008, estabilidad para el segundo y un incremento de 0,6 puntos para la deuda a diez años. Por su parte, en EEUU los tipos de interés quedaron en el 1,8%, el 2,8% y el 3,8% en los plazos de tres, cinco y diez años respectivamente al finalizar el segundo trimestre de 2009, lo que supone un aumento de 0,7, 1,3 y 1,4 puntos porcentuales respecto a la media de diciembre. Al igual que en los mercados monetarios, la diferencia entre los tipos de interés a largo plazo en la zona euro y los de EEUU se ha reducido notablemente en el primer semestre del año. En los plazos más largos, este diferencial se ha tornado negativo (es decir, menores tipos de interés en la zona euro).

Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo¹

CUADRO 4

%	dic-06	dic-07	dic-08	sep-08	dic-08	mar-09	jun-09 ²
Zona euro							
3 años	3,74	3,85	2,61	3,87	2,61	2,25	1,80
5 años	3,74	3,92	2,65	3,87	2,65	2,41	2,60
10 años	3,80	4,28	3,12	4,18	3,12	3,14	3,71
EEUU							
3 años	4,57	3,11	1,06	2,35	1,06	1,33	1,76
5 años	4,51	3,51	1,50	2,87	1,50	1,83	2,75
10 años	4,57	4,19	2,41	3,68	2,41	2,83	3,79
Japón							
3 años	0,94	0,82	0,64	0,86	0,64	0,54	0,52
5 años	1,21	1,07	0,83	1,08	0,83	0,77	0,86
10 años	1,65	1,54	1,32	1,47	1,32	1,35	1,53

Fuente: Bloomberg.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 El dato corresponde al promedio entre el 1 y el 15 de junio, salvo para la zona euro que van desde el 1 al 12 de junio.

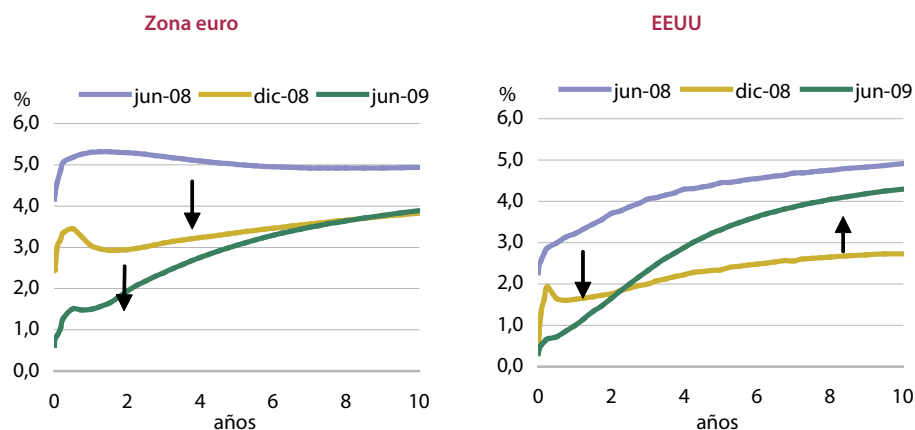
En Japón se registró un descenso moderado de las rentabilidades de la deuda pública a tres años en el primer semestre del año (del 0,6% al 0,5%), estabilidad para los plazos medianos (en torno al 0,8%) y un cierto aumento en los plazos más largos (del 1,3% al 1,5%).

La moderación de los tipos de interés a corto plazo, junto con el aumento de los tipos a más largo plazo, han propiciado un intenso apuntamiento de la curva de tipos, especialmente en EEUU. En el gráfico 3 se ha representado la curva de tipos cupón cero para la zona euro y para EEUU en tres momentos del tiempo, junio de 2009, diciembre de 2008 y junio de 2008. La curva de tipos, relativamente aplanada hace un año (sobre todo en la zona euro), sufrió un intenso desplazamiento a la baja en la segunda mitad de 2008 como consecuencia del fuerte deterioro económico, acentuado por las incertidumbres sobre el sector financiero. En este primer semestre de 2009, lo que se ha observado es un intenso apuntamiento en la curva de tipos, que en la zona euro responde más bien al descenso de los mismos en los plazos más cortos,

mientras que en EEUU es producto, en mayor medida, del incremento en los plazos más largos.

Curva de tipos cupón cero

GRÁFICO 3



Fuente: Reuters.

El descenso de incertidumbre de los agentes, que acogieron positivamente las nuevas medidas de apoyo a los sectores financieros de EEUU y del Reino Unido, se tradujo en una caída notable de las primas de riesgo crediticio, más intensa en EEUU (véase cuadro 5). Las primas de riesgo de los emisores con calificación crediticia AAA respecto a los emisores BBB descendieron (en los plazos de 3, 5 y diez años) hasta los niveles existentes a mediados de 2008. Aunque se trata de caídas sustanciales, las primas continúan siendo muy elevadas respecto al promedio de los últimos tres años y medio.

Los principales índices de riesgo de crédito (CDX e Itraxx) llevan a conclusiones similares, ya que muestran descensos notables desde los primeros días de marzo, tanto para las entidades europeas como para las norteamericanas, con independencia de su calidad crediticia. Estos índices han retornado a los niveles que tenían en el tercer trimestre de 2008 (véase gráfico 4).

Primas de riesgo crediticio: diferencial BBB-AAA ¹

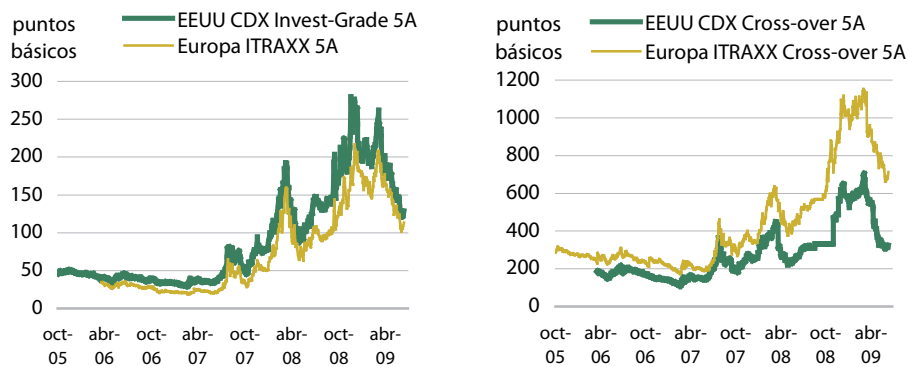
CUADRO 5

puntos básicos	dic-06	dic-07	dic-08	jun-08	sep-08	dic-08	mar-09	jun-09 ²
Zona euro								
3 años	37	76	280	109	139	280	253	151
5 años	53	108	297	143	183	297	267	172
10 años	84	127	305	175	191	305	260	205
EEUU								
3 años	54	135	306	191	227	306	271	166
5 años	68	183	369	234	265	369	269	200
10 años	96	219	444	228	283	444	517	209

Fuente: Reuters.

¹ Promedio mensual de datos diarios.

² Los datos corresponden al promedio entre el 1 y el 15 de junio.



Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 15 de junio.

- *Investment grade*. Se dice que un emisor o una emisión determinada es *investment grade* (grado de inversión) cuando su calificación crediticia supera un determinado nivel. Concretamente, cuando tiene un *rating* de BBB- o superior en el caso de S&P o Baa3 o superior en el caso de Moody's.
- *Cross-over*. Se dice que un emisor o una emisión determinada es *cross-over* si el *rating* que le otorga una agencia es el menor dentro del rango de *investment grade* y el *rating* que le otorga una segunda agencia está fuera de dicho rango.

2.4 Las bolsas internacionales

Tras un primer trimestre de notables caídas en todos los índices de renta variable a escala internacional motivadas por la profundización de la recesión económica en casi todas las áreas geográficas y por las continuas dudas sobre la evolución de las entidades financieras, el segundo trimestre del ejercicio³ se saldó con incrementos sustanciales en los precios de la renta variable, que se movieron entre el 10% (variación trimestral) y el 24%, dependiendo de la zona, y descensos en la volatilidad de dichos índices. Las causas de tal comportamiento fueron, por una parte, la aprobación de un nuevo conjunto de medidas de apoyo del sistema financiero, tanto en EEUU como en el Reino Unido y, por otra, la apreciación de algunos signos de moderación en el deterioro de algunos indicadores macroeconómicos. Todo ello redujo la incertidumbre de los agentes, que ejercieron una mayor presión compradora en los mercados de renta variable.

Como se observa en el cuadro 6, los incrementos de cotizaciones en el segundo trimestre del año compensaron las caídas de la misma en los primeros meses del año en casi todos los índices de referencia, de modo que en el conjunto del ejercicio presentan modestas ganancias de entre el 0,1% del Cac 40 y el 15,2% del Nasdaq. Únicamente el índice británico FT 100, el Dow Jones norteamericano y el Euro Stoxx 50 presentan pérdidas en el acumulado del año (del 2,4%, 1,9% y 0,7% respectivamente). Las pérdidas de los índices en términos interanuales han descendido desde niveles superiores al 40% hasta el rango 30%-35% dependiendo de la zona.

En EEUU, los incrementos trimestrales en las cotizaciones oscilaron entre el 13% del Dow Jones y el 19% del Nasdaq. En Japón, las variaciones de precios oscilaron entre el 22% y el 24% para los principales índices, que en el conjunto del año muestran las mayores ganancias (del 13,3% para el Nikkei 225 y del 10,2% para el Topix) dentro

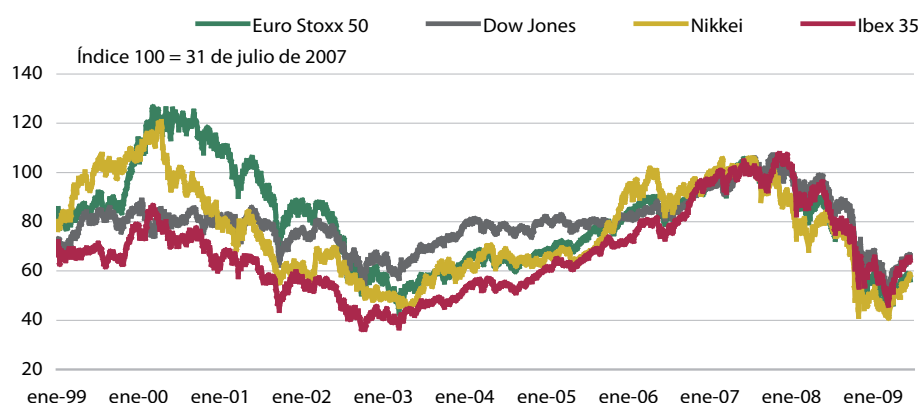
3 Con datos hasta 15 de junio.

del conjunto de índices de referencia (excepto el Nasdaq, como ya se ha comentado). En Europa, los crecimientos trimestrales de los índices oscilaron entre el 17% del Cac 40 y el 22% del Mib 30. En el conjunto del año muestran ganancias modestas (las máximas son las del Ibex 35 con un 3,5%).

Desde el comienzo de la crisis⁴, las caídas de los principales índices han oscilado entre el 44% del Euro Stoxx 50 y el 35% del Dow Jones norteamericano. El Ibex 35 ha cedido un 36%.

Evolución de los principales índices bursátiles ¹

GRÁFICO 5



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 15 de junio.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles

CUADRO 6

	2004	2005	2006	2007	2008	I-09	II 09 (hasta 15 de junio)		
							% s/trim. ant.	% s/dic	% inter- anual ¹
Mundo									
MSCI World	12,8	7,6	18,0	7,1	-42,1	-12,5	20,3	5,2	-33,7
Zona Euro									
Euro Stoxx 50	6,9	21,3	15,1	6,8	-44,4	-15,4	17,4	-0,7	-31,8
Euronext 100	8,0	23,2	18,8	3,4	-45,2	-12,2	15,2	1,1	-34,1
Dax 30	7,3	27,1	22,0	22,3	-40,4	-15,1	19,7	1,7	-27,7
Cac 40	7,4	23,4	17,5	1,3	-42,7	-12,8	14,7	0,1	-31,2
Mib 30 ²	16,9	13,3	17,5	-6,5	-48,4	-16,2	22,4	2,5	-39,2
Ibex 35	17,4	18,2	31,8	7,3	-39,4	-15,0	21,8	3,5	-26,8
Reino Unido									
FT 100	7,5	16,7	10,7	3,8	-31,3	-11,5	10,2	-2,4	-25,4
Estados Unidos									
Dow Jones	3,1	-0,6	16,3	6,4	-33,8	-13,3	13,2	-1,9	-30,0
S&P 500	9,0	3,0	13,6	3,5	-38,5	-11,7	15,8	2,3	-32,1
Nasdaq-Cpte	8,6	1,4	9,5	9,8	-40,5	-3,1	18,8	15,2	-26,0
Japón									
Nikkei 225	7,6	40,2	6,9	-11,1	-42,1	-8,5	23,8	13,3	-28,2
Topix	10,2	43,5	1,9	-12,2	-41,8	-10,0	22,4	10,2	-31,0

Fuente: Datastream.

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

² La variación del segundo trimestre de 2009 incluye datos hasta el 29 de mayo.

⁴ Se ha tomado como referencia el 31 de julio de 2007.

La volatilidad histórica de los principales índices de renta variable, que ya había descendido notablemente en el primer trimestre de 2009 respecto a los máximos registrados a finales de 2008, volvió a descender en el segundo trimestre del ejercicio, si bien a un ritmo algo menor. Así, las volatilidades de los principales índices, que habían cerrado el año 2008 (el promedio de diciembre) en niveles de entre el 63% y el 70%, cayeron en el primer trimestre hasta el rango 30%-35% y en el segundo trimestre hasta el rango 27%-31% (véase cuadro 7 y gráfico 6). Las mayores correcciones se produjeron en las bolsas que habían sufrido previamente los mayores aumentos en la volatilidad.

Evolución de la volatilidad histórica de los principales índices bursátiles¹ CUADRO 7

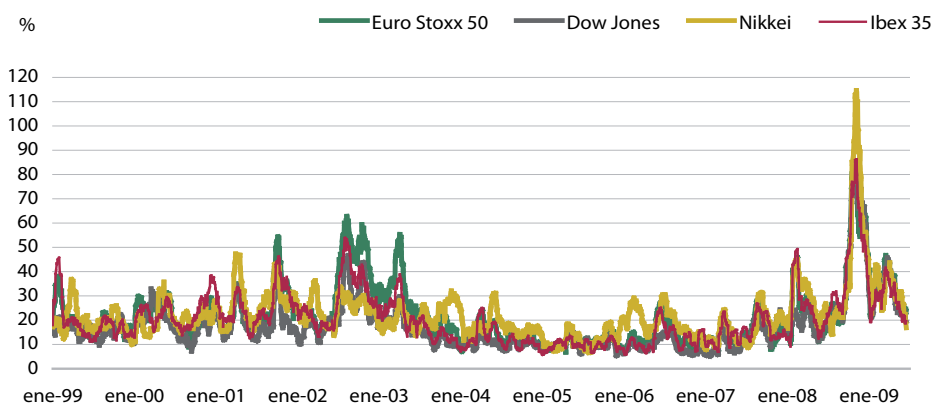
%	1999-2003	2004-2007	2006	2007	2008	III 08	IV 08	I-09	II-09 ²
Euro Stoxx 50	25,08	13,17	13,63	14,94	33,72	25,41	62,94	34,91	29,79
Dow Jones	18,83	10,75	9,41	13,11	31,60	24,59	63,53	33,16	27,83
Nikkei	22,95	16,29	19,08	16,65	38,16	23,32	70,83	34,64	30,61
Ibex 35	23,09	12,44	12,45	15,32	34,97	29,92	60,41	30,71	26,72

Fuente: Thomson Datastream.

1 Promedio de datos diarios.

2 El último dato disponible corresponde al 15 de junio.

Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles¹ GRÁFICO 6



Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 15 de junio.

El comportamiento de los precios de la renta variable de los países emergentes sigue mostrando una fuerte variabilidad entre las diferentes regiones a lo largo del tiempo. Con carácter general se puede afirmar que la evolución de los precios de la renta variable emergente a lo largo de 2009 ha sido mejor que la mostrada por los países desarrollados (véase cuadro 8). Tras un comportamiento algo irregular en los primeros meses del ejercicio (con alzas en los precios de las bolsas latinoamericanas, bajas en las de Europa del Este y ningún patrón común en las asiáticas), el repunte de las cotizaciones en las economías emergentes fue tan elevado en el segundo trimestre del año, que las ganancias acumuladas en el ejercicio superaron el 30% en casi todas ellas (en algunos casos muy superiores a este nivel). Además de la mejora de la percepción general de riesgo de los agentes, el incremento de los precios de las materias primas fue un factor relevante en muchos de estos casos.

En términos generales se puede afirmar que el mejor comportamiento relativo en el conjunto de 2009 lo han ofrecido las bolsas latinoamericanas, ya que prácticamente

todas ellas han mostrado aumentos de precios tanto en el primer como en el segundo trimestre del ejercicio. En lo que va de 2009 las ganancias son muy dispares, al oscilar entre el 11,3% del índice IPC de Méjico y el 91,4% del índice IGRA de Perú. En términos anuales, incluso hay dos bolsas que presentan ganancias.

Las bolsas asiáticas tuvieron un comportamiento mucho más heterogéneo dentro del grupo. En el primer trimestre del ejercicio, cerca de la mitad de las bolsas experimentaron pérdidas, aunque no tan elevadas como en las economías desarrolladas, y en algún caso (como en la bolsa china) las ganancias fueron elevadísimas. En el segundo trimestre, las ganancias fueron generalizadas pero muy dispares. Oscilaron entre el 17% en la bolsa china y el 57% en el BSE de la India. En el conjunto del año todas presentan ganancias notables (entre el 25% y el 56%), pero no en términos interanuales. La mejoría de las perspectivas sobre el crecimiento del comercio mundial puede tener efectos muy favorables sobre los índices de las bolsas de esta zona.

Las economías de Europa del Este tuvieron el peor comportamiento relativo dentro del conjunto de las economías emergentes, por estar sufriendo con mayor intensidad el descenso de financiación externa a raíz de la crisis financiera. En el primer trimestre, los precios descendieron con fuerza (salvo en la bolsa rusa, cuya corrección había sido elevadísima a finales de 2008), y en el segundo repuntaron intensamente. Las ganancias en el año oscilan entre el 2% del índice Sofix de Bulgaria y el 70% del principal índice de renta variable ruso. Las pérdidas interanuales son las más elevadas, al oscilar entre el 27% de la bolsa de Polonia y el 69% de la bolsa búlgara.

Rentabilidad de otros índices bursátiles internacionales

CUADRO 8

Índice	2007	2008	IV 08 ²	I 09 ²	2009 – jun ¹		
					% s/ trim	08	% anual
Latinoamérica							
Argentina Merval	2,9	-49,8	-32,4	4,3	46,9	53,2	-19,9
Brasil Bovespa	43,7	-41,2	-24,2	9,0	27,1	38,6	-22,6
Chile IGPA	13,8	-19,6	-12,7	4,7	29,6	35,8	5,4
México IPC	11,7	-24,2	-10,1	-12,3	26,9	11,3	-18,1
Perú IGRA	36,0	-59,8	-37,3	31,1	46,0	91,4	-18,2
Venezuela IBC	-27,4	-7,4	-7,6	24,5	-0,7	23,6	17,6
Asia							
China Shanghai Comp	96,7	-65,4	-20,6	30,3	17,5	53,2	-2,8
India BSE	59,7	-55,3	-25,5	-0,9	57,2	55,8	-3,1
Corea del Sur Korea Cmp Ex	32,3	-40,7	-22,3	7,3	17,1	25,6	-19,2
Filipinas Manila Comp	21,4	-48,3	-27,1	6,1	31,5	39,5	2,3
Hong Kong Hang Seng	39,3	-48,3	-20,1	-5,6	36,3	28,6	-18,1
Indonesia Yakarta Comp	52,1	-50,6	-26,0	5,8	44,3	52,7	-13,7
Malasia Kuala Lumpur Comp	31,8	-39,3	-13,9	-0,5	25,1	24,5	-11,2
Singapur SES All-S'Pore	18,7	-49,2	-25,3	-3,5	36,3	31,5	-22,3
Tailandia Bangkok SET	26,2	-47,6	-24,6	-4,1	41,8	36,0	-21,8
Taiwan Taiwan Weighted Pr.	8,7	-46,0	-19,7	13,5	19,5	35,6	-23,2
Europa del este							
Rusia Russian RTS Index	19,2	-72,4	-47,9	9,1	56,2	70,5	-54,3
Polonia Warsaw G. Index	10,4	-51,1	-27,1	-11,7	32,8	17,2	-26,8
Rumanía Romania BET	22,1	-70,5	-31,9	-18,4	48,9	21,5	-52,2
Bulgaria Sofix	44,4	-79,7	-54,7	-22,4	31,6	2,1	-69,3
Hungría BUX	5,6	-53,3	-35,1	-9,6	43,5	29,8	-27,2
Croacia CROBEX	63,2	-67,1	-42,4	-15,7	34,8	13,6	-48,2

Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 15 de junio.

2 Variaciones trimestrales sobre el último día del trimestre anterior.

La rentabilidad adicional ofrecida por los dividendos descendió notablemente respecto a los niveles observados a finales de 2008 en todas las bolsas salvo en la bolsa española. Los mayores descensos se produjeron en las bolsas europeas, pero man-

tienen niveles significativamente superiores a los de la bolsa norteamericana o japonesa. En el ámbito europeo, la rentabilidad adicional ofrecida por los dividendos en el segundo trimestre de 2008 oscilaba entre el 4,2% del Mib-30 y el 6,3% del Ibex, mientras que la del S&P 500 y la del Topix quedaban en el 2,7% y el 1,8% respectivamente.

Rentabilidad por dividendo de los principales índices bursátiles

CUADRO 9

%	2006	2007	2008	mar-08	jun-08	sep-08	dic-08	mar-09	jun-09 ¹
S&P 500	1,91	2,20	3,51	2,42	2,48	2,67	3,51	3,26	2,69
Topix	1,11	1,46	2,70	1,79	1,73	2,03	2,70	2,50	1,77
Euro Stoxx 50	3,52	3,73	7,48	4,68	5,05	5,56	7,48	6,25	5,21
Euronext 100	3,32	3,81	7,90	4,75	4,86	5,50	7,90	6,61	5,26
FTSE 100	3,77	3,88	5,79	4,58	4,85	5,26	5,79	6,04	5,03
Dax 30	2,29	2,52	5,40	3,64	3,73	4,09	5,40	4,81	4,29
Cac 40	3,79	4,34	8,06	5,22	5,42	5,93	8,06	7,06	5,69
Mib 30	3,67	3,81	8,61	4,76	5,58	6,21	8,61	5,79	4,23
Ibex 35	3,02	3,08	6,19	3,75	4,25	4,76	6,19	8,73	6,34

Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos a 15 de junio.

La recuperación de los precios de la renta variable en lo que va de año ha dado lugar a incrementos de diversa cuantía en las ratios precio sobre beneficio (PER) de los diferentes índices. El mayor aumento ha sido protagonizado por el índice japonés Topix, cuyo PER finalizó el segundo trimestre del año en 29,4, casi el doble del que tenía a finales de 2008 (véase cuadro 10). Las variaciones del PER fueron más parecidas entre las bolsas norteamericanas y europeas (entre 3 y 4), salvo el índice español, cuyo PER únicamente aumentó en 1,7. En niveles, el PER de la bolsa norteamericana S&P 500 (14,1) sigue siendo superior al del resto de las bolsas europeas, donde oscila entre el 10,4 del Ibex 35 y el 12,5 del FTSE 100.

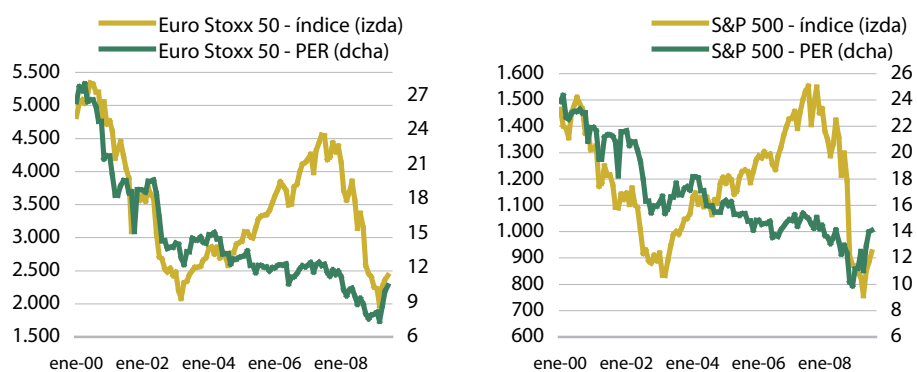
PER de los principales índices bursátiles

CUADRO 10

	2006	2007	2008	mar-08	jun-08	sep-08	dic-08	mar-09	jun-09 ¹
S&P 500	15,07	14,67	11,26	13,49	13,25	12,06	11,26	12,74	14,10
Topix	17,80	15,06	15,64	12,92	15,24	13,58	15,64	26,75	29,38
Euro Stoxx 50	12,15	11,56	7,80	9,68	9,15	8,64	7,80	8,60	10,44
Euronext 100	12,93	12,30	8,34	10,47	10,00	9,15	8,34	9,62	11,65
FTSE 100	12,41	12,07	8,25	10,62	9,93	8,59	8,25	9,92	12,53
Dax 30	12,78	12,33	8,83	10,22	10,06	9,44	8,83	9,78	11,98
Cac 40	12,68	11,80	8,03	10,06	9,49	8,68	8,03	9,42	11,31
Mib 30	13,07	11,50	7,58	9,52	9,15	8,24	7,58	8,69	12,10
Ibex 35	14,29	13,00	8,69	11,55	10,35	9,57	8,69	8,24	10,35

Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos a 15 de junio.



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta 15 de junio.

Los datos de contratación de las principales bolsas internacionales, que mostraron un comportamiento notablemente dispar entre las bolsas norteamericanas y las europeas con aumentos en las primeras y descensos en las segundas, unificaron su tendencia desde los primeros meses de 2009 con caídas (trimestrales e interanuales) en todas ellas (véase cuadro 11). En términos interanuales, la reducción de la contratación en el primer trimestre de 2009 osciló entre valores del 22% para el conjunto de bolsas norteamericanas y el 64% de Euronext. En el segundo trimestre del ejercicio (incompleto en la fecha de cierre de este informe) las caídas habrían permanecido, aunque con menos intensidad. Se configura un panorama de crecimiento notable de cotizaciones a escala internacional, pero con escaso volumen, lo cual puede ir en detrimento de la sostenibilidad del crecimiento de los precios, que generalmente requiere volúmenes significativos de contratación.

Contratación de las principales bolsas internacionales

CUADRO 11

Importes en miles de millones de euros

Bolsa	2006	2007	2008	I 08	II 08	III 08	IV 08	I 09	II 09 ³
EEUU ¹	27.044	32.758	48.488	11.986	10.810	13.428	12.264	9.359	5.934
Nueva York	17.222	21.177	23.042	5.893	5.208	6.502	5.438	3.720	2.315
Tokio	4.617	4.713	3.816	1.042	951	890	933	692	487
Londres	5.991	7.545	4.374	1.255	1.323	1.054	742	559	552
Euronext	3.006	4.102	3.028	918	777	732	600	332	228
Deutsche Börse	2.165	3.144	3.211	896	927	694	694	472	357
Borsa Italiana	1.258	1.681	1.029	311	322	246	150	121	134
BME ²	1.154	1.667	1.243	383	319	288	253	185	178

Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores y CNMV.

- 1 Desde 2009 es la suma de New York Stock Exchange (NYSE) Euronext y Nasdaq. Anteriormente era la suma de New York Stock Exchange, Nasdaq y American Stock Exchange.
- 2 Bolsas y Mercados Españoles. No incluye Latibex.
- 3 Datos correspondientes a abril y mayo, salvo para BME que incluye abril, mayo y la primera quincena de junio.

La caída sustancial de las cotizaciones desde que comenzó la crisis, hace casi dos años, ha reducido significativamente el peso de los mercados de renta variable en la economía en todas las bolsas de referencia. Los mayores descensos se han producido en las economías donde estos mercados eran más importantes, es decir, en EEUU y el Reino Unido, si bien mantienen los pesos más elevados. En EEUU, la capitalización de sus bolsas quedaba cerca del 72% del PIB en el primer trimestre

de 2009, frente al 144% de 2007, y en el Reino Unido en el 82% frente a un 138% en los mismos periodos (véase cuadro 12). En España, la capitalización de la bolsa pasó de representar el 76% del PIB en 2007 al 38% del PIB en el primer trimestre de 2009. Los pesos menos relevantes corresponden a las bolsas italiana (20% del PIB) y alemana (28%).

Capitalización de las principales bolsas internacionales

CUADRO 12

% sobre el PIB

Bolsa	2006	2007	2008	I 08	II 08	III 08	IV 08	I 09 ¹
EEUU ²	145,1	144,3	82,3	128,4	129,3	114,7	82,3	71,6
Nueva York	114,3	113,3	64,6	101,8	102,2	91,7	64,6	55,8
Tokio	107,3	93,8	55,8	76,8	83,4	68,9	55,8	51,4
Londres	151,7	138,2	89,2	120,2	115,8	100,1	89,2	81,6
Euronext ³	102,0	97,7	49,4	81,9	73,6	64,1	49,4	46,5
Deutsche Börse	53,9	59,3	32,0	49,3	46,5	39,4	32,0	27,6
Borsa Italiana	53,2	47,5	23,8	38,8	35,1	30,5	23,8	20,1
BME ⁴	83,4	75,9	45,7	65,5	59,5	52,6	45,7	37,7

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

1 Los datos de capitalización corresponden al mes de marzo.

2 El numerador desde 2009 es la suma de New York Stock Exchange (NYSE), Euronext y Nasdaq. Anteriormente era la suma de New York Stock Exchange, Nasdaq y American Stock Exchange.

3 El denominador es la suma de los PIB de Francia, Holanda, Bélgica y Portugal.

4 Bolsas y Mercados Españoles. No incluye Latibex.

3 Mercados de renta fija en España

Durante el segundo trimestre de 2009 los recortes en los tipos de interés del BCE dieron lugar a nuevos descensos de los tipos de interés a corto plazo tanto de la deuda pública como de la privada, si bien con más intensidad en el segundo caso. Concretamente, el promedio mensual de junio de las rentabilidades de las letras del Tesoro fue ligeramente inferior al 1% en todos los plazos. El mayor descenso se produjo en las letras a doce meses (18 puntos básicos por debajo del nivel medio de marzo). Por su parte, los tipos de interés de los pagarés se situaron (en promedio) por debajo del 1,9% en junio en todos los vencimientos (véase cuadro 13), con caídas en torno a los 30 puntos básicos en todos ellos respecto a la media de marzo.

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 13

%	dic-06	dic-07	dic-08	jun-08	sep-08	dic-08	mar-09	jun-09
Pagarés de empresa²								
3 meses	3,78	4,97	3,45	5,16	5,24	3,45	1,70	1,33
6 meses	3,91	4,91	3,54	5,31	5,45	3,54	1,86	1,56
12 meses	4,00	4,85	3,68	5,59	5,63	3,68	2,10	1,84

Fuente: AIAF.

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

2 Negociados en el mercado AIAF de renta fija privada.

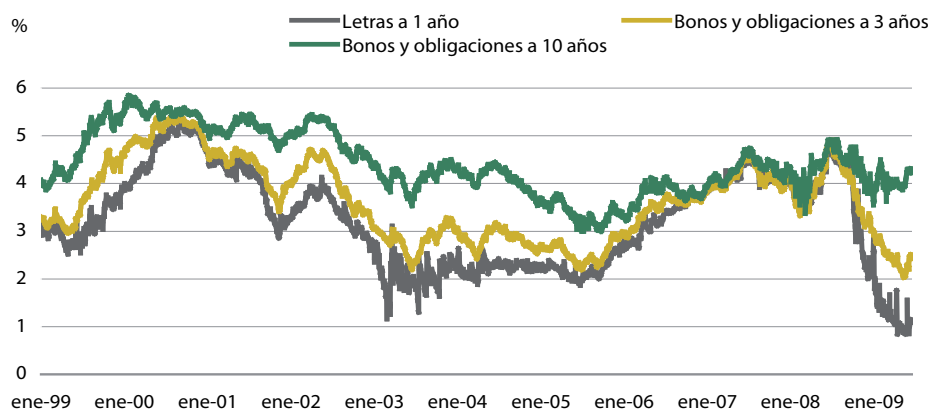
En los plazos más largos, destaca el repunte observado en la rentabilidad de la deuda pública a diez años en el mes de junio. También fue notable el incremento de las rentabilidades de la renta fija privada en el segundo trimestre de 2009, con mayor intensidad en los vencimientos más largos, rompiendo la senda decreciente iniciada en el último trimestre del pasado año.

De este modo, en el promedio de junio, las rentabilidades de los bonos del Estado a tres y cinco años se mantuvieron prácticamente en los niveles de marzo (2,4% y 3,2% respectivamente). La rentabilidad de la deuda pública a diez años, después de su relativa estabilidad hasta mayo, mostró un repunte de casi 30 puntos básicos en el último mes, hasta el 4,3% (véase gráfico 8). Como consecuencia de ello, la pendiente de la curva diez años – tres años experimentó un apuntamiento notable en el segundo trimestre de 2009, en línea con el comportamiento observado en la zona euro y en EEUU, que estaría fundamentalmente asociado al notable incremento del déficit y deuda públicos y a las dudas sobre su sostenibilidad a medio plazo. La percepción de una leve mejora en el plano macroeconómico habría jugado un papel menor.

En este contexto, la apreciación de riesgo soberano sobre la economía española mostró descensos notables en el segundo trimestre del año. El diferencial entre los tipos de interés de la deuda pública española y la alemana a diez años se redujo 12 puntos básicos en este periodo que, pese a ello, sigue en niveles históricamente elevados, en torno a los 70 puntos básicos. Del mismo modo, la prima de riesgo a cinco años del bono español cotizaba por debajo de los 100 puntos básicos a mediados de junio, frente a un promedio cercano a los 130 puntos en el primer trimestre de 2009 y a los 50 puntos en 2008 (véase gráfico 9).

Rentabilidades de la deuda pública española ¹

GRÁFICO 8

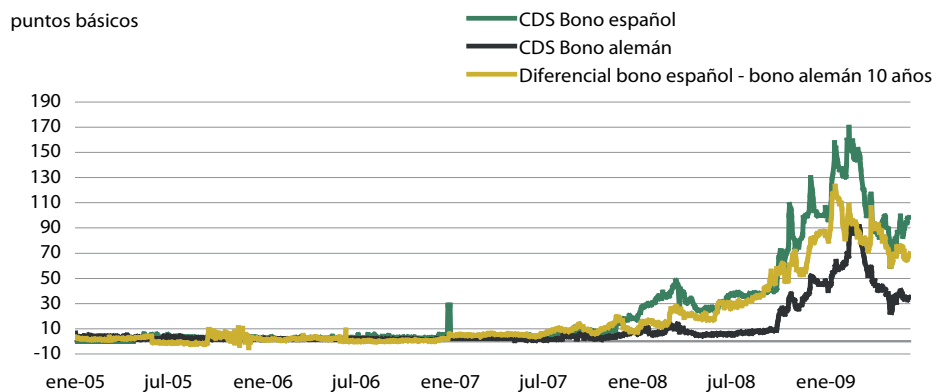


Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 15 de junio.

Prima de riesgo de la deuda pública española¹

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 15 de junio.

Los aumentos más relevantes en las rentabilidades de la renta fija privada se produjeron en los plazos de cinco y diez años (próximos a 60 puntos básicos), para los que los promedios de junio se situaron en el 4,5% y el 5,3%, respectivamente. Por su parte, las primas de riesgo de crédito disminuyeron gradualmente desde los máximos alcanzados en marzo, con mayor intensidad en el sector financiero (véase gráfico 10), volviendo a niveles de noviembre y dando indicios de una relajación de las tensiones financieras.

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

CUADRO 14

%	dic-06	dic-07	dic-08	jun-08	sep-08	dic-08	mar-09	jun-09
Renta fija privada ²								
3 años	4,04	4,59	3,79	5,79	5,39	3,79	3,24	3,45
5 años	4,14	4,65	4,17	5,97	5,48	4,17	4,00	4,54
10 años	4,26	4,94	4,73	5,94	5,65	4,73	4,76	5,33

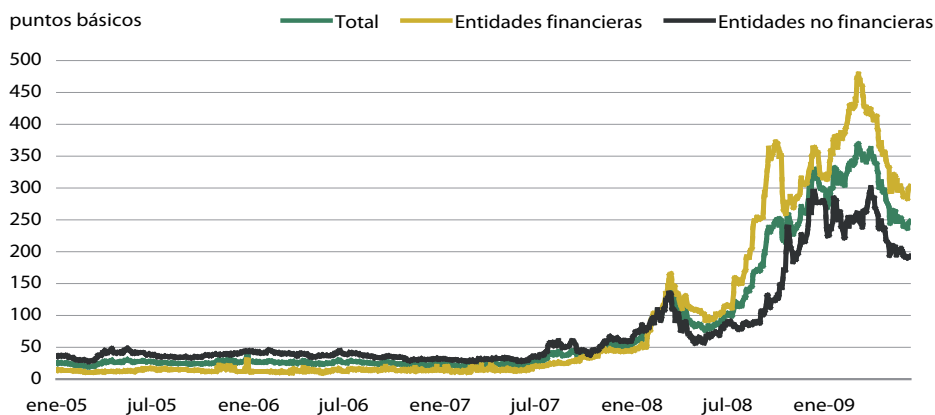
Fuente: AIAF.

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

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

Prima de riesgo agregada ¹ con información de CDS a cinco años de emisores españoles

GRÁFICO 10



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

1 Media simple.

En el primer semestre de 2009 (con datos hasta el 15 de junio), el importe de las emisiones de renta fija registradas en la CNMV alcanzó los 222.415 millones de euros, ligeramente por encima de los 222.090 millones de euros emitidos en el mismo periodo de 2008 (véase cuadro 15). Aunque el volumen de emisiones prácticamente se mantuvo en términos anuales, la composición de las mismas fue notablemente diferente como consecuencia de las medidas de apoyo del sistema financiero aprobadas por el Gobierno en el último trimestre de 2008.

- La emisión de pagarés descendió notablemente en los seis primeros meses de 2009 respecto al mismo periodo de 2008. Pasaron de representar el 65,5% del volumen total de emisiones de renta fija en 2008 al 38,3% en el segundo trimestre de 2009.
- Por el contrario, destaca el incremento en el volumen de emisiones de bonos y obligaciones no convertibles, que superaron los 39.200 millones de euros en el periodo de referencia, casi cuatro veces más que el volumen total emitido en el conjunto de 2008 (10.490 millones de euros). El 81% de estas emisiones (es

decir, cerca de 32.000 millones) corresponden a emisiones de bonos avaladas por el Estado. Esta vía de financiación ha sido ampliamente utilizada por las entidades financieras, especialmente por las cajas de ahorros.

- También es significativo señalar el incremento de las emisiones de cédulas hipotecarias (que también superan ya el volumen total emitido en 2008) y las de bonos de titulización que, si bien no han mostrado un crecimiento similar, siguen siendo una fuente de financiación muy importante para estas entidades (el 23,3% del total emitido en el segundo trimestre). Las entidades habrían agilizado la emisión de estos instrumentos para acudir a las subastas del Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF⁵) y para obtener financiación del Eurosistema. La calificación crediticia de las emisiones de bonos de titulización sigue siendo muy elevada (algo más del 90% de las mismas fueron AAA en el segundo trimestre de 2009).
- Finalmente, cabe señalar el aumento de las emisiones de participaciones preferentes, que superaron los 1.1.000 millones de euros entre enero y junio de 2009 (un 5% de las emisiones totales), lo que contrasta con los 1.246 millones de euros de 2008 o los 225 millones de euros de 2007. Este comportamiento responde a la estrategia de reforzar el capital regulatorio de algunas entidades financieras.

Emisiones brutas¹ de renta fija registradas en la CNMV

CUADRO 15

				2008			2009	
	2006	2007	2008	II	III	IV	I	II ²
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	523.131	648.757	476.276	134.468	90.554	133.727	116.427	105.988
Cédulas hipotecarias	44.250	24.696	14.300	10.120	1.685	1.245	10.474	7.425
Cedulas territoriales	5.150	5.060	1.820	0	0	800	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	46.688	27.416	10.490	3.744	4.215	1.927	15.492	23.785
Bonos y obligaciones convertibles/ canjeables	68	0	1.429	0	0	1.429	0	0
Bonos de titulización	91.608	141.627	135.253	34.386	11.736	60.473	27.358	24.730
Tramo nacional	30.886	94.049	132.730	32.993	10.607	60.473	27.358	23.550
Tramo internacional	60.722	47.578	2.522	1.393	1.129	0	0	1.180
Pagarés de empresa ³	334.457	442.433	311.738	86.118	72.868	66.853	61.552	40.555
De titulización	1.993	465	2.843	48	94	2.568	1.334	902
Resto de pagarés	332.464	441.969	308.895	86.070	72.774	64.285	60.218	39.653
Otras emisiones de renta fija	0	7.300	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	911	225	1.246	100	50	1.000	1.550	9.493
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	27.361	47.158	12.950	1.945	1.575	7.120	8.484	4.557
Emisiones aseguradas	92.213	86.161	9.170	2.200	946	928	0	0

Fuente: CNMV.

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

2 Datos disponibles: 15 de junio de 2009.

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

5 Hasta la fecha, el FAAF ha adquirido activos en cuatro subastas, a plazos de vencimiento de 2 o 3 años, por un importe de 19.431 millones de euros.

**Emisiones de bonos de titulización¹ registradas en la CNMV:
distribución de su calificación crediticia**

CUADRO 16

% s/total, salvo otra indicación

	2007		2008		2009		
	IV	I	II	III	IV	I	II ²
Importe (millones de euros)	52.819	28.657	34.386	11.736	60.473	27.358	24.730
Porcentaje	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>Investment grade</i>							
AAA	93,7	93,7	94,2	90,1	92,5	84,2	90,4
AA	0,9	1,3	0,3	0,6	1,5	1,4	0,9
A	1,9	1,6	2,8	5,0	2,6	2,4	2,9
BBB	2,0	1,5	1,6	2,4	2,5	4,7	2,2
<i>Speculative grade</i>							
<BBB	1,5	1,9	1,0	1,9	0,8	7,4	3,6

Fuente: CNMV.

1 Incluye los bonos de titulización hipotecaria y los bonos de titulización no hipotecaria.

2 Datos hasta el 15 de junio.

4 Mercados de renta variable en España

4.1 Precios

Como se ha comentado, tras presentar un evolución negativa a lo largo de 2008 y el primer trimestre de 2009, los precios de la renta variable de las principales plazas, incluidas las españolas, repuntaron fuertemente en el segundo trimestre del año, gracias, por un lado, a los planes de apoyo al sistema financiero para sanear los balances de las entidades y favorecer la reanudación del ciclo de crédito, y, por otro, a la moderación de las preocupaciones por el deterioro de las perspectivas económicas sobre algunas economías avanzadas, que habrían podido tocar suelo durante el primer semestre del año. Este escenario contribuyó a dinamizar la actividad de los mercados nacionales, apoyada en la caída del ritmo de deterioro de algunos indicadores económicos, si bien persiste la incertidumbre sobre la duración del ajuste de la economía española.

Así, el Ibex 35, que había cedido un 15% en el primer trimestre de 2009, repuntó con fuerza un 21,8% en el segundo trimestre, alcanzando unas ganancias acumuladas en el año del 3,5%. En términos interanuales, la caída del índice es del 26,8%. Otros índices de renta variable nacional mostraron una recuperación parecida en el segundo trimestre del año, y, en algunos casos, superior, experimentando una revalorización mayor que el índice general. De este modo, los índices de las sociedades de pequeña y mediana capitalización repuntaron más de un 24% y un 21% respectivamente en el segundo trimestre del año, con sendos avances del 17% y del 6,4% en el transcurso del año. Los índices FTSE Latibex, que habían sido una excepción al entorno de caída generalizada en el primer trimestre del año, intensificaron su crecimiento en el segundo trimestre debido a la evolución en los precios de las materias primas (véase cuadro 17).

Este incremento de las cotizaciones durante el segundo trimestre vino acompañado de una disminución de la volatilidad, que volvió a los niveles existentes antes de la quiebra de *Lehman Brothers* (véase gráfico 11), en septiembre de 2008. La volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento de las opciones sobre el Ibex

35 mostró un promedio del 31,3% en el segundo trimestre de 2009, frente al 41,9% del primer trimestre y el 36,3% en el conjunto de 2008. A su vez, el promedio desde enero de 1999 se sitúa en el 23,8%.

Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español (%)

CUADRO 17

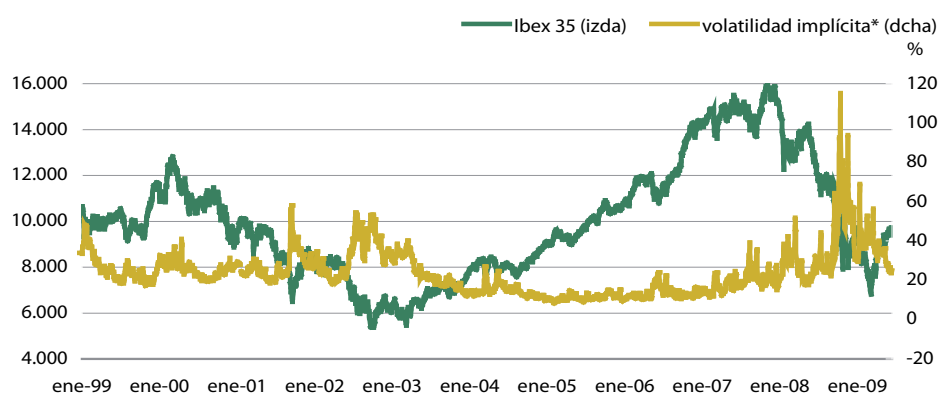
	2005	2006	2007	2008	III-08 ¹	IV-08 ¹	I-09 ¹	II 09 (hasta 15 de junio)		
								% s/trim. ant.	% s/dic	% inter- anual
Ibex 35	18,2	31,8	7,3	-39,4	-8,8	-16,3	-15,0	21,8	3,5	-26,8
Madrid	20,6	34,5	5,6	-40,6	-9,5	-16,9	-16,2	20,6	1,0	-29,5
Ibex Medium Cap	37,1	42,1	-10,4	-46,5	-14,5	-18,5	-12,5	21,6	6,4	-31,9
Ibex Small Cap	42,5	54,4	-5,4	-57,3	-23,1	-27,4	-6,0	24,5	17,0	-37,5
FTSE Latibex All-Share	83,9	23,8	57,8	-51,8	-27,7	-34,9	16,6	33,2	55,4	-28,9
FTSE Latibex Top	77,9	18,2	33,7	-44,7	-25,3	-31,8	6,4	29,8	38,1	-33,5

Fuente: Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

Evolución del Ibex 35 y de la volatilidad implícita

GRÁFICO 11



Fuente: Thomson Datastream y MEFF.

* Volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento. Datos hasta el 15 de junio.

Todos los sectores⁶ presentaron, después de cinco trimestres consecutivos de caídas generalizadas, ganancias en el segundo trimestre del ejercicio, si bien todavía permanecen en niveles muy inferiores a los de hace un año. Los mayores aumentos fueron protagonizados por las entidades bancarias y por las entidades pertenecientes al sector de materiales básicos, industria y construcción. La cotización del subsector de banca (véase cuadro 18) avanzó un 43,1% en el segundo trimestre de 2009, con una ganancia acumulada en 2009 del 8,8%. Los dos bancos de mayor tamaño mostraron incrementos incluso superiores, siendo responsables de más de dos tercios del aumento del IGBM en el segundo trimestre de 2009. Por su parte, el sector de materiales básicos, industria y construcción mostró un crecimiento de precios del 30% en el segundo trimestre de 2009, lo que dio lugar a un aumento acumulado del 17,7% en el conjunto de 2009.

Otros sectores que presentaron una evolución especialmente favorable fueron los de bienes y servicios de consumo, con un aumento conjunto del 18,8% en el segundo

6 Del Índice General de la Bolsa de Madrid, que se toma como referencia en este informe.

trimestre, y del 5% a lo largo de 2009. El sector del petróleo y la energía repuntó con menor intensidad que los anteriores sectores durante el segundo trimestre, un 3,6%, no siendo suficiente para compensar la caída sufrida en el trimestre anterior, por lo que el descenso en el transcurso del año se sitúa en el 15,3%.

El sector que experimentó menos ganancias fue el de la tecnología y las telecomunicaciones. El aumento fue del 2,5% en el segundo trimestre del año (-2,8% en el conjunto del año).

Rentabilidad sectorial y de los principales valores¹ de la Bolsa de Madrid CUADRO 18

% anual, salvo otra indicación

	ponderación ²	2008	III 08	IV 08	I 09	2009- jun ³		
						% trim	% s/dic 08	% inter-anual
Servicios financieros e inmobiliarios	38,27	-49,2	-8,2	-26,2	-23,5	41,9	8,5	-33,3
Inmobiliarias y otros	0,32	-68,0	-28,7	-30,9	-28,1	-0,9	-28,7	-67,9
Banca	35,30	-49,0	-7,5	-27,1	-24,0	43,1	8,8	-33,4
BBVA	11,10	-48,3	-5,8	-24,4	-29,5	43,2	1,0	-36,1
Santander	18,45	-51,1	-10,0	-31,1	-23,1	51,2	16,3	-32,6
Petróleo y energía	21,93	-33,3	-14,3	-10,6	-18,3	3,6	-15,3	-38,7
Iberdrola	8,95	-37,1	-16,1	-8,4	-19,3	13,1	-8,7	-34,8
Repsol YPF	4,41	-38,1	-16,5	-27,7	-13,7	24,0	7,0	-40,4
Mat. básicos, industria y construcción	7,71	-50,5	-22,8	-21,9	-9,5	30,0	17,7	-34,1
Construcción	4,46	-47,7	-21,9	-11,9	-8,5	24,1	13,6	-28,9
Tecnología y telecomunicaciones	23,69	-28,8	-1,0	-5,6	-5,1	2,5	-2,8	-14,4
Telefónica	22,95	-28,7	-0,5	-5,6	-5,2	2,2	-3,2	-14,2
Bienes de consumo	4,98	-25,7	-8,1	-9,6	-8,1	17,3	7,7	-12,0
Servicios de consumo	3,43	-45,1	-7,5	-14,7	-16,3	20,9	1,2	-29,8

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

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

2 Peso relativo (%) en el IGBM a enero de 2009.

3 Datos hasta el 15 de junio. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 31 de marzo y el 15 de junio de 2009.

Valores con mayor impacto en la variación del IGBM¹ CUADRO 19

Valor	Sector	2009- jun ²	
		% trim	% s/dic 08
Con impacto positivo			
SANTANDER	Servicios financieros e inmobiliarios	9,46	3,01
BBVA	Servicios financieros e inmobiliarios	4,80	0,12
IBERDROLA	Petróleo y energía	1,17	-0,78
REPSOL YPF	Petróleo y energía	1,06	0,31
BANCO POPULAR ESPAÑOL	Servicios financieros e inmobiliarios	0,71	0,12
TELEFÓNICA	Tecnología y telecomunicaciones	0,50	-0,72
INDITEX	Bienes de consumo	0,43	0,23
ACS	Mat. básicos, industria y construcción	0,37	0,26
GAMESA	Mat. básicos, industria y construcción	0,36	0,09
BANCO DE SABADELL	Servicios financieros e inmobiliarios	0,31	-0,11
MAPFRE	Servicios financieros e inmobiliarios	0,31	0,00
CRITERIA CAIXACORP	Servicios financieros e inmobiliarios	0,28	0,12
ABERTIS	Servicios de consumo	0,26	0,14
ENDESA	Petróleo y energía	0,25	-0,24
ACERINOX	Mat. básicos, industria y construcción	0,25	0,08
Con impacto negativo			
UNIÓN FENOSA	Petróleo y energía	-1,65	-1,64

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

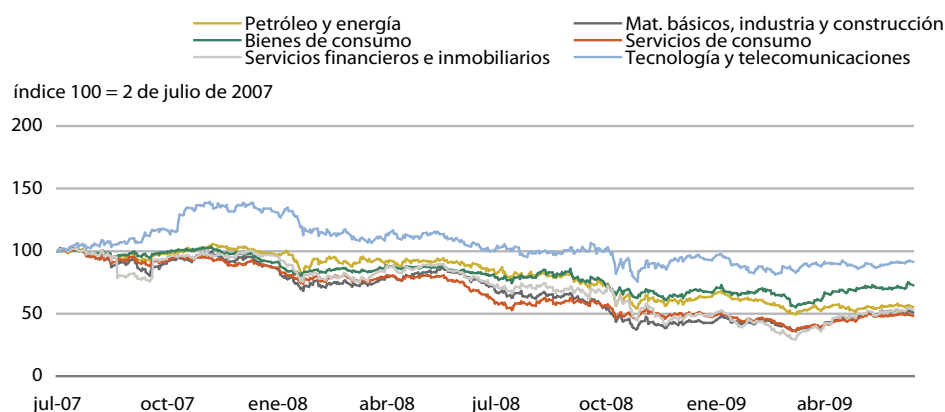
1 Se recogen los valores que mayor impacto (igual o superior a 0,20 puntos porcentuales en valor absoluto) tuvieron en la variación trimestral del IGBM.

2 Datos hasta el 15 de junio.

Desde el inicio de la crisis, en el verano de 2007, todos los sectores del IGBM presentan una evolución negativa. Cuatro de ellos (los servicios de consumo, el correspondiente a materiales básicos, industria y construcción, los servicios financieros e inmobiliarios y, por último, el de petróleo y energía) acumulan caídas acumuladas de entre el 45% y el 52%. El sector de la tecnología y las telecomunicaciones, tradicionalmente percibido como sector refugio, permaneció inmune a la crisis hasta finales de 2007, momento a partir del cual comenzó a registrar una tendencia decreciente. Como se ha visto anteriormente, desde marzo de este año todos los sectores han mostrado signos de recuperación.

Evolución de los índices de los sectores del IGBM¹

GRÁFICO 12



Fuente: Bolsa de Madrid.

1 Datos hasta el 15 de junio.

En el cuadro 20 se muestra una segmentación de empresas del IGBM según la rentabilidad obtenida en el trimestre correspondiente. El buen comportamiento en el segundo trimestre del año se manifiesta en la drástica disminución del número de entidades con rentabilidad negativa (hasta el 18,1%) y en aquellas con rentabilidades superiores al 25% (41,7% del total).

Rangos de rentabilidad de las empresas del IGBM¹

CUADRO 20

% s/ total empresas del IGBM

	II 08	III 08	IV 08	I 09	II 09 ¹
≥ 25%	0,8	0,8	2,3	5,5	41,7
Del 10% hasta el 25%	6,0	5,3	1,5	7,9	26,8
Del 0% hasta el 10%	15,0	7,6	9,2	11,0	13,4
≤ 0%	78,2	86,4	87,0	75,6	18,1
Pro-memoria: nº total de empresas	133	132	131	127	127

Fuente: Thomson Datastream.

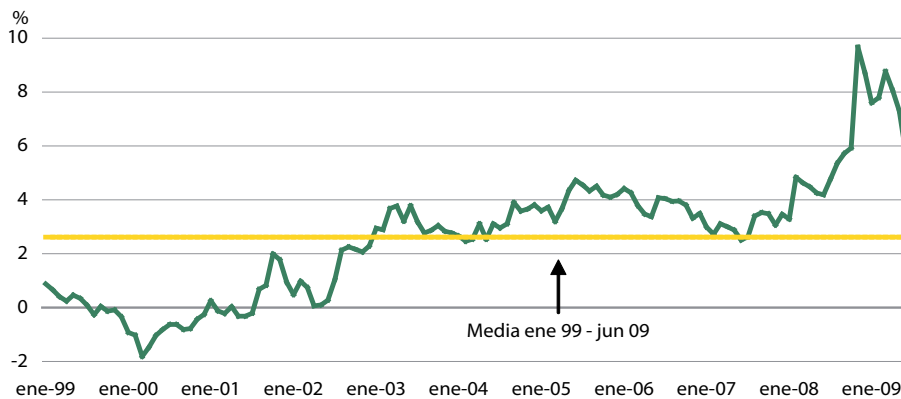
1 Datos hasta el 15 de junio.

La ratio precio sobre beneficios del Ibex 35 siguió una tendencia creciente desde marzo (véase cuadro 10), desde niveles en promedio cercanos a 8 a finales de mes a 10 a mediados de junio, en línea con el notable aumento de los precios y, en menor medida, con la menor previsión de beneficios en los próximos trimestres. A pesar de este avance, el PER de la bolsa española, que había sido uno de los más elevados entre las bolsas europeas de referencia en los últimos años, sigue estando por debajo de aquellas durante el transcurso de este año.

El *earning yield gap*⁷ (indicador de la prima de riesgo de los activos de renta variable sobre la deuda pública a largo plazo), que en el último trimestre de 2008 se situó en niveles máximos, sufrió una intensa corrección a la baja en el segundo trimestre del año, como consecuencia, principalmente, de la escalada en los precios de la renta variable y del repunte en los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo. Sin embargo, todavía permanece en niveles históricamente altos. El último valor superó el 5,5%, más del doble de la media observada desde 1999 (2,6%).

Earning yield gap¹ del Ibex 35

GRÁFICO 13



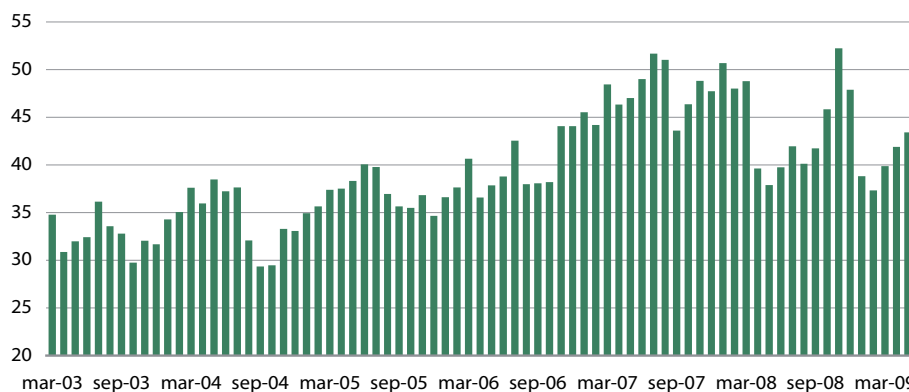
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Datos mensuales hasta junio.

4.2 Actividad: contratación y liquidez

La contratación del mercado bursátil español, que había descendido notablemente a lo largo de 2008 y con mayor intensidad durante el primer trimestre de 2009 (véase cuadro 21), aumentó desde marzo en promedio diario. Así, la contratación media diaria del segundo trimestre de 2009 (con datos hasta el 15 de junio) ascendió a 3.487 millones de euros, frente a los 2.931 millones de euros de promedio diario en el primer trimestre. El repunte de los precios de la renta variable podría haber animado a los inversores a incrementar sus posiciones en las bolsas nacionales. El mayor crecimiento relativo de la contratación respecto a la capitalización se ha traducido en un aumento de la ratio de rotación, que se calcula como el cociente entre la contratación y la capitalización (en el mercado continuo), como se observa en el gráfico 14.

7 Se calcula como la diferencia entre la rentabilidad bursátil, medida como la inversa del PER y la rentabilidad del bono a diez años.



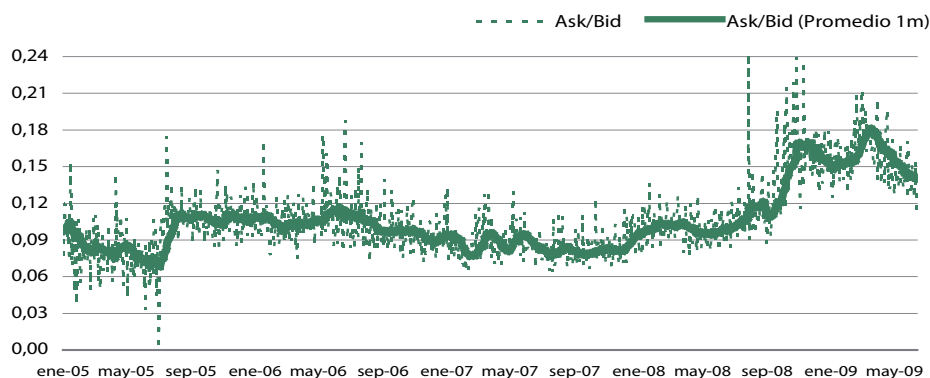
Fuente: CNMV.

1 Ratio entre la contratación acumulada en el mercado continuo en el último trimestre y el promedio de la capitalización mensual del último trimestre.

2 Datos hasta mayo.

Las condiciones de liquidez del mercado de renta variable español mejoraron ligeramente en el segundo trimestre del año. El *spread bid ask* del Ibex 35 descendió (en promedio mensual) desde valores algo superiores al 0,18% hasta niveles inferiores al 0,15% (véase gráfico 15).

Indicador de liquidez (*spread bid-ask*, %) del Ibex 35¹



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Datos hasta el 15 de junio.

Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 21

Importes en millones de euros

	2006	2007	2008	II 08	III 08	IV 08	I 09	II 09 ¹
Total bolsas	1.154.294	1.667.219	1.243.387	318.939	287.680	253.514	184.654	177.835
Mercado continuo	1.146.390	1.658.019	1.235.330	317.051	286.063	251.282	183.367	176.779
Corros	5.318	1.154	207	25	65	73	19	20
de los que SICAV ²	4.581	362	25	3	7	10	7	3
MAB ³	1.814	6.985	7.060	1.646	1.406	2.042	1.178	940
Segundo Mercado	49	193	32	18	10	1	1	1
Latibex	723	868	758	199	136	116	89	94
Pro-memoria: contratación de no residentes (% s/ total bolsas)								
	58,4	61,6	65,5	65,5	66,6	64,3	nd	nd

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados desde el 1 de abril hasta el 15 de junio.

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.

II Informes y análisis

Las características de los fondos de inversión monetarios en distintas jurisdicciones

M^a Victoria Villanueva Fresán (*)

* M^a Victoria Villanueva Fresán pertenece al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV. Este trabajo es un resumen de la Monografía nº 36 de la CNMV, del mismo título, realizada por la autora.

1 Introducción

Los fondos de inversión pueden ser clasificados en distintas categorías según la composición de sus carteras. Cada categoría agrupa fondos cuyas carteras engloban activos con similares características de plazo y de riesgo (de mercado, de crédito, de liquidez, etc.). Las clasificaciones de los fondos, que pueden ser establecidas por las autoridades supervisoras, por asociaciones profesionales o por difusores de información, sirven para caracterizar las políticas de inversión de los fondos y, por tanto, para comparar su comportamiento. Una categoría que se encuentra en todas las clasificaciones es la de “fondos monetarios” o “fondos del mercado monetario”. Su denominación conlleva la idea de que su cartera está formada por activos de elevada liquidez y reducido riesgo, lo que permite que estos fondos sean apreciados por los inversores como cuasi equivalentes del dinero. Sin embargo, en el actual contexto de crisis financiera el funcionamiento de los fondos de inversión monetarios se ha visto condicionado por la reducción de su liquidez. Este efecto se ha exacerbado por el mayor riesgo que dichos fondos asumieron en los años anteriores a la crisis.

Además, la crisis de las hipotecas *subprime* ha afectado de forma considerable a unos fondos que también se denominan “monetarios”, pero cuya gestión es más activa y utilizan derivados de crédito y otros instrumentos similares con el objetivo de incrementar su rentabilidad a costa de un mayor riesgo. Este es el caso de los denominados “fondos monetarios dinámicos”. Estos fondos, que no deberían pertenecer a la clasificación estricta de “monetarios”, han sido incluidos por determinados supervisores y difusores de información dentro de esta categoría, produciendo una cierta confusión entre los inversores que asumen que estos fondos ostentan características de cuasi dinero.

La extendida preocupación por el comportamiento de los fondos monetarios durante la actual crisis financiera se acentúa por la magnitud que han alcanzado en los últimos años. Estados Unidos posee el mayor mercado de fondos monetarios del mundo, con un patrimonio a finales de 2008 de 3,8 billones de dólares, seguido por Francia con 466.800 millones de euros (45% del mercado europeo) y Luxemburgo con 334.000 millones de euros. Hay que resaltar que los fondos monetarios son utilizados por inversores institucionales como colocación temporal de capital, pero también por minoristas con perfil conservador (destacando el mercado español, donde poseen el 80% del patrimonio).

El comportamiento mostrado recientemente por estos fondos ha provocado la reacción de asociaciones profesionales y reguladores, que señalan la necesidad de cambiar las definiciones de fondos y de buscar una homogeneización a nivel internacional. El objetivo de este artículo es recapitular las definiciones y las principales características de los fondos monetarios en distintas jurisdicciones y su comportamiento reciente. Para ello, se van a analizar los principales mercados de fondos monetarios europeos y el de Estados Unidos. En la sección segunda se exponen las distintas definiciones de fondos monetarios propuestas por supervisores, asociaciones profesio-

nales y difusores de información. En el tercer apartado se analizan las características de los fondos monetarios domiciliados en distintos países y su evolución durante el actual contexto de crisis financiera, la cual ha provocado diversas reacciones de reguladores y organismos internacionales, recogidas en el apartado cuarto. Finalmente, en la quinta sección se presentan las conclusiones.

2 Definición de fondos de inversión monetarios en distintas jurisdicciones

Las definiciones de fondos monetarios propuestas por supervisores, asociaciones profesionales y difusores de información difieren al considerar distintas restricciones con el objetivo de limitar la exposición a diversos riesgos (de crédito, de liquidez, de contraparte, de tipo de cambio o de tipo de interés).

Entre los difusores de información, la definición de Lipper se centra tanto en los tipos de activos que los fondos tienen en cartera como en la vida residual de esos activos (menor a 12 meses). Por su parte, Morningstar únicamente se basa en los activos de la cartera de los fondos. Como consecuencia, la categoría de fondos monetarios de este difusor se separa sustancialmente de las de otras clasificaciones de difusores o supervisores. Ambos difusores de información distinguen, a su vez, entre fondos monetarios en su definición estricta y fondos dinámicos.

Por otra parte, también las asociaciones profesionales ofrecen definiciones de fondos monetarios. Entre ellas, la European Fund and Asset Management Association (EFAMA), formada por gestoras de fondos, proveedores de información y asociaciones nacionales de Europa, está trabajando desde hace años en una clasificación de los fondos de inversión a nivel europeo con el objetivo de facilitar la comparación y fomentar la transparencia para los inversores. En el informe publicado en junio de 2008 define a los fondos del mercado monetario en función de las posibilidades de inversión, especificando la calidad crediticia de los activos (superior al grado de inversión de S&P) y de la duración de la cartera (con un vencimiento medio máximo de 60 días o, análogamente, una duración modificada media ponderada máxima de un año). Adicionalmente, EFAMA clasifica los fondos monetarios en subcategorías según distintas características: duración, exposición al riesgo de tipo de cambio u otras características estructurales (si utiliza el método de valoración del coste amortizado, si busca mantener el valor liquidativo constante a la par neto de ingresos o si invierte exclusivamente en instrumentos del mercado monetario con una de las mayores calificaciones crediticias).

Otra asociación de ámbito internacional, la Institutional Money Market Fund Association (IMMFA) recoge la existencia en Europa de dos tipos de fondos monetarios: unos enfocados a conseguir un determinado rendimiento y otros enfocados a mantener un nivel de liquidez operando casi con la misma base que los fondos monetarios de Estados Unidos bajo la Regla 2a-7¹. La IMMFA está formada por proveedores de fondos monetarios enfocados a mantener liquidez con un *rating* de triple A y que cumplen con su Código de buenas prácticas (2003) para asegurar que los miembros ofrecen productos y servicios de alta calidad a los inversores.

1 La regla 2a-7 de la Ley de Sociedades de Inversión (Investment Company Act) de 1940 recoge la definición de fondo monetario en Estados Unidos, expuesta en el siguiente apartado.

2.1 Principales diferencias a nivel europeo

Desde septiembre de 1998 el Banco Central Europeo (BCE) recoge información del sector de instituciones financieras monetarias (IFM), en el cual están incluidas entidades no crediticias como los fondos del mercado monetario. El BCE ha definido los fondos del mercado monetario como instituciones de inversión colectiva (IIC) cuyas participaciones son, en términos de liquidez, sustitutos próximos de los depósitos e invierten principalmente (más del 85% de su cartera de inversión) en instrumentos del mercado monetario, en otros instrumentos de renta fija transferibles con vencimiento residual igual o inferior a un año, en depósitos bancarios y en instrumentos que persiguen un rendimiento cercano a los tipos de interés de los instrumentos del mercado monetario².

Los países de la Unión Europea envían información al BCE de los fondos monetarios domiciliados en ellos, aunque el BCE acepta diferencias en las características de los fondos incluidos en esta categoría, ya que los supervisores nacionales de los Estados miembros tienen definiciones distintas de fondos monetarios según se especifiquen más o menos ciertas características del riesgo. En el cuadro 1 se resumen las características de los fondos monetarios tal y como están definidos en España, Francia, Italia, Alemania y EEUU.

En España, los primeros fondos con vocación monetaria se denominaban Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM) y dejaron de existir legalmente al aprobarse el Reglamento de la Ley 35/2003³, de 4 de noviembre, que supuso la transposición de la Directiva que modificaba la regulación comunitaria de las UCITS⁴. Una nueva definición de fondo monetario se publicó en la Circular 1/2007 de la CNMV, de 11 de julio, sobre requerimientos de información estadística a las IIC de la Unión Europea, y permaneció legalmente hasta la entrada en vigor el 1 de abril de 2009 de la Circular 1/2009 de la CNMV, de 4 de febrero, en la que se volvió a modificar la definición de fondos de inversión monetarios.

La definición de fondo monetario propuesta en la Circular 1/2007 se centraba únicamente en limitar la exposición al riesgo de liquidez, aproximando éste por el vencimiento de la cartera y el de los activos en cartera, y al riesgo de tipo de cambio (con un máximo del 5% de la cartera en moneda no euro). La nueva definición de la Circular 1/2009 trae como principales novedades la introducción de limitaciones en la exposición al riesgo de crédito (dependiendo de la calificación crediticia) y la completa eliminación de exposición al riesgo divisa. Asimismo, restringe en mayor medida la duración media de la cartera, aun permitiendo invertir en activos con un mayor vencimiento residual. También se añade, por primera vez en España, la exclusividad de la denominación de “monetario” o similares a las IIC que cumplan las características de esta vocación, al igual que la obligatoriedad de pertenecer a esta vocación si cumplen los requisitos exigidos.

En nuestro país, los fondos monetarios dinámicos nunca han pertenecido a la categoría de fondos monetarios. Antes de la entrada en vigor de la Circular 1/2009 se

2 La definición vigente está recogida en el Reglamento nº 2423/2001 del BCE, de 22 de noviembre de 2001, relativo al balance consolidado del sector de las IFM.

3 Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

4 Directiva 2001/108/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de enero de 2002, que modifica la Directiva 85/611/CEE del Consejo reguladora de los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM, UCITS por su terminología inglesa).

incluían dentro de los denominados fondos globales (que recogen el conjunto de fondos que no pueden clasificarse en otra categoría) y a partir de abril de 2009 se añaden a la categoría de fondos de retorno absoluto, que incluye las IIC que se fijan como objetivo de gestión, no garantizado, conseguir una determinada rentabilidad/riesgo periódica.

En Francia, las características que tiene que cumplir una IIC, tanto fondos como sociedades (SICAV), para pertenecer a la clasificación de “monetaria” vienen detalladas en la Instrucción nº 2005-02, de 25 de enero de 2005, relativa a los folletos que las IIC tienen que enviar a la Autorité des Marchés Financiers (AMF). En comparación con otras jurisdicciones, los criterios que definen los fondos monetarios no son muy precisos y se centran en restricciones diferentes a las de otros supervisores. En concreto, se definen como IIC con un objetivo de gestión referenciado a un indicador del mercado monetario y con una limitación en la exposición al riesgo de tipo de interés, ya que deben estar gestionadas dentro de una horquilla de sensibilidad entre 0 y 0,5. Destaca que, a diferencia de otros países, se les permite invertir en obligaciones convertibles, aunque con ciertas limitaciones, permitiendo con ello un riesgo mayor.

Las escasas limitaciones impuestas a los fondos monetarios domiciliados en Francia han permitido la existencia de fondos que, aun denominándose “monetarios”, asumen un riesgo mayor: los fondos dinámicos. Aunque el regulador francés no los diferencia en su clasificación, sí lo hace EuroPerformance cuya clasificación, muy utilizada en el mercado francés, se basa en el objetivo de gestión de los fondos. Así distinguen: (i) IIC de tesorería regular, que son IIC cuyo objetivo es replicar el rendimiento del Eonia, (ii) IIC de tesorería internacional y (iii) IIC de tesorería dinámica e IIC de tesorería dinámica plus, que son productos que no intentan replicar estrictamente el rendimiento del Eonia y tienen una volatilidad mayor al resto, ya que son productos muy variables en las técnicas, en los activos y en las estrategias que utilizan. Las IIC dinámicas suponen el 5,9% del total de fondos monetarios que AMF comunicó al BCE en diciembre de 2008.

Como consecuencia de las dificultades observadas en las IIC monetarias domiciliadas en Francia durante la actual crisis financiera, la AMF constituyó un grupo de trabajo, que congregaba a las principales sociedades de gestión, con el objetivo de proponer cambios en la regulación concerniente a las IIC monetarias. Las medidas se han sometido a consulta pública⁵ y la AMF espera publicar la versión final de sus propuestas en el primer semestre de 2009 para entrar en vigor en el segundo semestre de 2009. Por una parte, se propone una definición más estricta de los activos susceptibles de ser adquiridos por las IIC monetarias. En concreto, se añaden tres criterios adicionales a la definición existente hoy en día para reducir la exposición al riesgo de liquidez y de crédito: (i) vencimiento residual de los activos menor a dos años, (ii) vencimiento medio ponderado de la cartera inferior a un año y (iii) riesgo de crédito compatible con el reducido nivel de riesgo global de la IIC. Por otra parte, la AMF es más exigente en cuanto a la información suministrada a los inversores y a las condiciones de comercialización de estos productos. En cuanto a esto último, se pretende que las IIC domiciliadas en Francia no puedan utilizar el término “monetario”, o equivalente, a menos que respeten los criterios fijados por la AMF, exigencia que, si es finalmente introducida, afectará a los fondos monetarios dinámicos existentes en dicho país.

5 Con fecha 24 de febrero de 2009.

Esta nueva definición llega tras varios años de debate sobre la necesidad de cambio en lo que respecta al término "monetario". En concreto, la AFTE (Asociación Francesa de Tesoreros de Empresas) aconsejaba realizar una verdadera separación entre las IIC monetarias que denomina "sin riesgo" y otras IIC con distintas formas de diversificación.

En Italia la definición de los fondos relacionados con el mercado monetario se centra principalmente en la duración de la cartera y en los activos en los que pueden invertir, restringiéndolos en función de su calidad crediticia y prohibiendo la inversión en activos sin *rating*. A su vez, distingue varios tipos de fondos monetarios en función de la divisa de los activos de la cartera (fondos de liquidez del área euro, dólar, yen y otras divisas) sin permitir la cobertura del riesgo de tipo de cambio.

En Alemania, la definición es muy similar a la propuesta por el BCE y se basa en los activos en los que pueden invertir y en su vencimiento remanente. Como peculiaridad, y a diferencia del resto de países analizados, no restringe el vencimiento de la cartera. La organización Bundesverband Investment und Asset Management (BVI) ofrece una categorización detallada de los fondos de inversión alemanes. Hay que subrayar que dentro de los fondos de renta fija existe una subcategoría que denomina "próxima al mercado monetario", lo cual puede generar confusión entre los inversores.

El regulador británico define los fondos monetarios restringiendo los activos en los que pueden invertir así como el vencimiento remanente de dichos activos. Como peculiaridad destaca que impone limitaciones a la inversión de determinados valores con el objetivo de tener una cartera más líquida. En concreto, al menos el 50% del patrimonio debe estar constituido por valores o depósitos reembolsables en dos semanas.

2.2 Los fondos monetarios en Estados Unidos

La definición de fondo monetario en Estados Unidos, recogida en la Regla 2a-7 de la Ley de Sociedades de Inversión (Investment Company Act) de 1940 y adoptada por la Securities and Exchange Commission (SEC) en 1983, es muy detallada, centrándose en el riesgo de crédito, el de mercado y el operacional. Comparándola con otros países, destaca la importancia dentro de la definición de la calificación crediticia de los activos de la cartera, así como un menor vencimiento de ésta y de los activos. Adicionalmente, la mayoría de fondos monetarios domiciliados en Estados Unidos tienen asignado un *rating* por una agencia de calificación crediticia que impone restricciones más estrictas que la Regla 2a-7 en las estrategias de inversión y en la composición de la cartera para alcanzar el máximo *rating*.

Pero, aparte de las restricciones impuestas a los fondos monetarios domiciliados en Estados Unidos, son varias las peculiaridades que los diferencian de los fondos monetarios europeos situándolos en una inversión más próxima al dinero que en el área euro. Por una parte, los fondos monetarios americanos pretenden tener una reputación de seguridad, al tratar de mantener el valor liquidativo (NAV, *Net Asset Value*) estable en un dólar. Aunque éste puede disminuir (lo que se conoce como *break the buck*), históricamente sólo ha ocurrido dos veces: en 1994 y en septiembre de 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers. Esta garantía de conseguir por lo menos el capital invertido no es una obligación legal, pero tradicionalmente los gestores

han rescatado fondos monetarios con problemas por miedo a que se produjeran huidas de dinero de los fondos monetarios e incluso de otros fondos gestionados por ellos. La Regla 2a-7 impone restricciones de vencimiento, calidad y diversificación con el objetivo de minimizar la posible desviación entre el valor liquidativo estable del fondo y el valor de mercado de su cartera. Por otra parte, en lo que respecta a la liquidez de estos activos, los inversores de fondos monetarios tienen acceso a ciertos servicios ofertados por los *sponsors*, similares a los ofrecidos por los bancos con sus depósitos. Entre estos, destaca que el inversor pueda escribir cheques contra las cuentas en fondos monetarios sin tener que vender las participaciones y esperar uno o dos días para su liquidación.

Por otro lado, en Estados Unidos los fondos monetarios se dividen en dos grupos principales, según estén exentos del pago de impuestos o no. Dentro de cada uno existen subcategorías en función del tipo de inversor a que va dirigido (minorista o institucional) y el objetivo de la inversión. Así, los fondos exentos de impuestos se dividen en: (i) nacionales, que buscan conseguir la renta no gravada por el gobierno federal invirtiendo en valores municipales y (ii) estatales, que invierten principalmente en obligaciones municipales a corto plazo de un solo Estado, que están exentas de impuestos sobre la renta federales y estatales para los residentes de ese Estado. Por su parte, los fondos gravables se dividen en: (i) no gubernamentales, que invierten en una variedad de instrumentos del mercado monetario y (ii) del gobierno, que invierten principalmente en obligaciones del Tesoro de EEUU y otros instrumentos financieros emitidos o garantizados por el gobierno de EEUU o sus organismos.

En Estados Unidos los fondos monetarios dinámicos se consideran también una inversión similar a los fondos monetarios, ya que su objetivo es proveer liquidez y preservar el principal, pero con las siguientes características: invierten en un conjunto de activos más amplio, no cumplen las restricciones de la Regla 2a-7, tienen un objetivo de rentabilidad mayor, son menos líquidos y no tienen como objetivo destacado mantener estable el NAV (aunque suelen mantenerlo, éste fluctúa por debajo y por encima con frecuencia).

Principales características de los fondos de inversión monetarios para distintas jurisdicciones

CUADRO 1

	España	España (Circular 1/2009)	Francia	Francia (propuesta 2009)	Italia	Alemania	Reino Unido	EEUU
Restricción en uso "monetario"	NC	Sí	NC	Sí	NC	NC	NC	Sí
Riesgo de crédito / Política de inversión (activos en los que pueden invertir)	NC	- Activos con <i>rating</i> a corto plazo \geq A2 por S&P (o equivalente) - Activos sin <i>rating</i> cuyo emisor <i>rating</i> \geq A2	NC	Riesgo de crédito compatible con el reducido nivel de riesgo global de la ILC	- Activos con <i>rating</i> a corto plazo \geq A2 por Moody's, A por S&P (o equivalentes) - No pueden invertir en activos sin <i>rating</i>	85% del patrimonio: - Depósitos bancarios - Instrumentos del mercado monetario - Otros fondos monetarios	\geq 50% valores/depositos reembolsables en 2 semanas \leq 80% valores transferibles	Pueden ser valores: - <i>First Tier</i> - <i>Second Tier</i> restringido - Elegibles - Sujetos a garantías - Sujetos a características de dda. condicional
Riesgo de liquidez (vencimiento de la cartera)	Duración (modificada) media de la cartera \leq 1 año	Duración (modificada) media de la cartera \leq 6 meses	NC	Vencimiento medio ponderado \leq 1 año (resaltar en folleto si \leq 3 meses)	Duración de la cartera \leq 6 meses	NC	NC	Vencimiento medio ponderado por dólar \leq 90 días
Riesgo de liquidez (vencimiento remanente de los activos de la cartera)	\leq 18 meses (excepto: cupón variable refinanciado a índice, re-visión \leq 1 año) Límite: máx. 40% de activos plazo $>$ 1 año	\geq 90% del patrimonio debe ser $<$ 2 años - Resto: \leq 5 años	NC	\leq 2 años (resaltar en el folleto si \leq 6 meses)	NC	$<$ 397 días (para activos dentro del 85% del patrimonio)	\leq 12 meses	Puede ser: - \leq 397 días - Valores del gobierno: \leq 762 días (si el fondo no usa el método del coste amortizado)
Riesgo de contraparte (límite inversión en un mismo emisor)	General: \leq 5% del patrimonio Ampliable: - 10% si $>$ 5% no excede del 40% del patrimonio - 35% si emitido o avalado por una entidad pública (hasta 100% en determinados casos) - 25% si emitidas por entidades de crédito garantizadas por activos	General: \leq 5% del patrimonio Ampliable: - 10% (si mismo grupo \leq 20%, máximo 40% patrimonio) - 35% si emitido o avalado por una entidad pública - 10% en otros fondos - 25% valores hipotecarios (máximo 80% patrimonio)	General: \leq 5% del patrimonio Ampliable: - 10% (máx. 40% del patrimonio) - 35% si emitido/avalado por entidad públ. (hasta 100% en determinados casos) - 10% expos. derivado OTC si contraparte banca, si no 5%	\leq 5% del patrimonio Ampliable: - 10% (máx. 40% del patrimonio) - 35% si emitido/avalado por entidad públ. - 25% valores hipotecarios si $>$ 5% no excede 80% del patrimonio	\leq 5% del patrimonio Ampliable: - 10% si $>$ 5% no excede 40% del patrimonio - 35% si emitido/avalado por entidad públ. (hasta 100% en determinados casos) - 10% expos. derivado OTC si contraparte banca, si no 5%	\leq 5% del patrimonio Ampliable: - 30% si valores públ. - 10% si depósitos (máximo 1 millón \$) - Sujetos a características de la dda. o garantía: i. General: \leq 10% ii. <i>Second Tier</i> : \leq 5%	\leq 5% del patrimonio Ampliable: - 30% si valores públ. - 10% si depósitos (máximo 1 millón \$) - Sujetos a características de la dda. o garantía: i. General: \leq 10% ii. <i>Second Tier</i> : \leq 5%	Depende de valores: - <i>First Tier</i> : \leq 5% - <i>Second Tier</i> : \leq 1% (máximo 1 millón \$) - Sujetos a características de la dda. o garantía: i. General: \leq 10% ii. <i>Second Tier</i> : \leq 5%
Riesgo de tipo de interés (horquilla de sensibilidad)	NC	NC	0-0,5% (resaltar en folleto cuáles)	0-0,5% (resaltar en folleto cuáles)	NC	NC	NC	NC
Riesgo de tipo de cambio	$<$ 5% en moneda no euro	No	NC	NC	NC (existen tipos)	NC (existen tipos)	NC	No
Objetivo de gestión	NC	NC	(Existen tipos: vocación euro/internacional) Referencia: indicador del rmdo. monetario euro (ILC euro) o no euro/compuesto (ILC internac.)	Referencia: indicador del rmdo. monetario euro (ILC euro) o no euro/compuesto (ILC internac.)	NC	NC	NC	NC
Fiscalidad fondo¹		1%	Depende tipo de ILC:	0%	12,5% sobre total ³	0%	0%	
Fiscalidad inversor		Minoristas: 18% Institucionales: 30% (en momento de la cesión)	- ILC de capitalización: 27% en momento de la cesión si $>$ umbral anual de cesiones ² - ILC de distribución: tipo personal cada año	- ILC de capitalización: 27% en momento de la cesión si $>$ umbral anual de cesiones ² - ILC de distribución: tipo personal cada año	Impuesto personal s/ intereses o dividendos sólo si $<$ 1 año ⁴	Impuesto personal s/ intereses o dividendos (puede ser compensado)	Impuesto personal s/ intereses o dividendos (puede ser compensado)	- Varía según el tipo de fondo - Pago anual con intereses o dividendos

Fuente: Elaboración propia.

NC: No consta. (1) Para una mayor información, véase Ramírez, E. (2009). (2) En 2007, este umbral era de 20.000 euros, revalorizándose cada año. (3) Los impuestos son retenidos por el fondo antes de publicar el valor liquidativo, por lo que los difusores de información recalculan el valor liquidativo bruto de las retenciones fiscales para permitir la comparación internacional. (4) A partir del 1 de enero del 2009 el impuesto es el personal sobre cualquier ganancia, con un máximo del 25%, independientemente del tiempo de tenencia.

3 Efectos de la actual crisis financiera sobre los fondos monetarios

Una vez conocidas las definiciones de fondos de inversión monetarios tenidas en cuenta en distintas jurisdicciones, en esta sección se analiza el impacto de la actual crisis en cada una de ellas.

3.1 Implicaciones de la crisis financiera en los fondos monetarios de la zona euro

Pese a que en la zona euro se ha perseguido la homogeneización de las características de los fondos monetarios, la actual crisis financiera ha puesto de relieve importantes diferencias entre países.

La rentabilidad de los fondos monetarios en distintos países europeos, así como su evolución en la actual crisis financiera, ha sido muy desigual (véase gráfico 1). Cabe resaltar que los fondos monetarios domiciliados en España y en Italia se han caracterizado por tener una rentabilidad relativamente baja comparada con otros países pero, por el contrario, no han sufrido excesivamente durante la actual crisis financiera. En concreto, en España e Italia la rentabilidad media en los tres años previos al inicio de la crisis se situaba en torno a 120 puntos básicos por debajo del Eonia a un día, frente a los 50-60 puntos básicos observados en Francia y Alemania.

En Francia y Alemania el diferencial con el Eonia viene explicado por las comisiones de gestión impuestas. De hecho, varios fondos monetarios domiciliados en Francia exponen en su folleto el objetivo de obtener una rentabilidad igual al Eonia a un día neta de las comisiones de gestión. En Alemania, por su parte, las comisiones reflejan en buena medida la diferencia de rentabilidad con el Eonia, ya que la media de las comisiones desde 1999 hasta junio de 2008 fue del 0,546%. En Italia y España las comisiones no explican el diferencial con el Eonia, ya que en Italia éstas son similares a las impuestas en Francia o Alemania (en 2002 fueron del 0,59%) mientras que en España, aunque mayores a las de otros países (entre septiembre de 2007 y septiembre de 2008 fueron del 0,76%), no alcanzan este diferencial. Estas diferencias en las comisiones aplicadas en los distintos países pueden explicarse en parte por el perfil de los inversores. En España, son los inversores minoristas los que invierten principalmente en los fondos monetarios; de hecho, el 83% de su patrimonio a septiembre de 2008 lo constituían los minoristas⁶. En Francia, por el contrario, los clientes tradicionales son las tesorerías de las empresas (en junio del 2007 representaban el 29% del patrimonio total) y los inversores institucionales (en conjunto suponían el 59% del total, mientras que otros fondos ostentaban el 29% del patrimonio), siendo la inversión minorista marginal (7% del patrimonio).

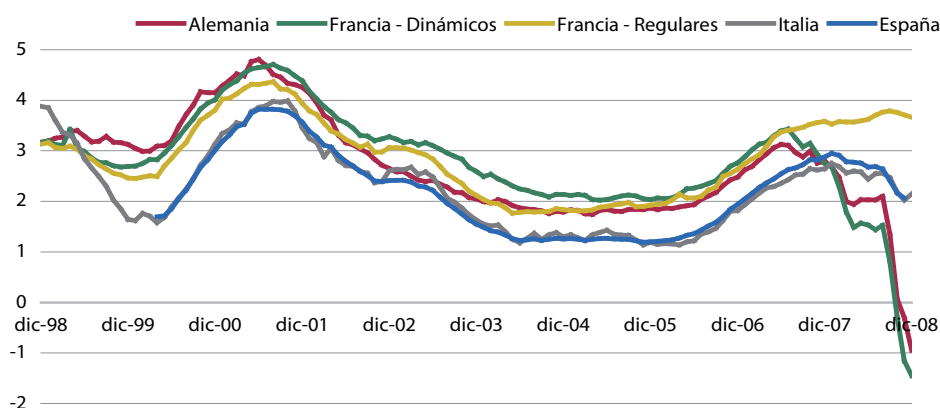
6 En los orígenes de los fondos de inversión en España, la inversión por parte de las empresas en fondos monetarios tenía un tratamiento contable y fiscal que reducía su atractivo en comparación con otros fondos de inversión, por lo que aquellas preferían colocar sus puntas de tesorería en fondos de inversión de renta fija a corto plazo y no en los FIAMM. Hoy en día, aunque estas diferencias fiscales no existen, los inversores institucionales no han cambiado de política de inversión. Para mayor información sobre el tratamiento contable inicial véase la Resolución de 27 de julio de 1992, del presidente del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas sobre criterios de contabilización de las participaciones en los fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM), B.O.E., 4 de noviembre de 1992.

La menor rentabilidad observada en España puede explicarse por la composición de la cartera, más enfocada a valores más seguros y líquidos como la renta fija pública (principalmente comprada a través de adquisiciones temporales de activos) y los pagarés de renta fija privada. A finales de 2008 ambos tipos de activos representaban el 66% de la cartera, porcentaje mucho mayor a la de los fondos monetarios domiciliados en otros países. Por ejemplo, en 2006 el 12% de la cartera de los fondos monetarios minoristas domiciliados en Alemania estaba invertido en pagarés o deuda pública, porcentaje que ha ido creciendo desde el comienzo de la crisis financiera: en junio del 2008 suponían el 26% de la cartera.

Jank y Wedow (2008) han analizado la evolución de la rentabilidad y de los flujos de los fondos monetarios minoristas con vocación euro domiciliados en Alemania antes y durante la actual crisis financiera⁷. Las conclusiones de los autores sugieren que, en un marco competitivo como el actual, donde los inversores desinvierten en aquellos fondos con un menor rendimiento para invertir en otros con una mayor rentabilidad, las gestoras de los fondos tienen incentivos a invertir en activos más arriesgados para aumentar su rentabilidad. De hecho, en Alemania, varios fondos monetarios buscaron un mayor rendimiento invirtiendo en activos menos líquidos sobre todo en el periodo 2002-2006, cuando los mercados eran bastante líquidos.

Rentabilidad anual media¹ de los fondos monetarios en distintos países europeos

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV, Lipper, BCE y Datastream.

Nota: En España, los datos históricos reflejan la rentabilidad de los antiguos FIAMM y, a partir de la publicación del RD 1309/2005, de 4 de noviembre, de los fondos de inversión con vocación renta fija convertidos en monetarios tras la publicación de la Circular 1/2007, de 4 de noviembre. En Italia y Francia, los datos reflejan la rentabilidad histórica de los fondos que están vivos a diciembre de 2008 según la Lista publicada por el BCE. En Alemania, los datos reflejan la rentabilidad histórica de los fondos que están vivos a diciembre de 2008 en Lipper.

¹ Media aritmética.

El actual contexto de crisis ha afectado de forma desigual a los fondos monetarios domiciliados en distintos países. Entre los más afectados se encuentran los fondos monetarios domiciliados en Alemania y los dinámicos de Francia, siendo su evolución muy similar. Este efecto se ha debido principalmente a los fuertes

⁷ Jank y Wedow (2008): "Sturm und Drang in money market funds: when money market funds cease to be narrow", Deutsche Bundesbank, Discussion Paper nº 20/2008.

reembolsos experimentados. En el caso de Francia, los inversores institucionales realizaron cuantiosos reembolsos de fondos monetarios dinámicos a favor de los regulares, los cuales han mantenido rentabilidades elevadas tras el estallido de la crisis. Por su parte, en media los fondos monetarios de Italia y España apenas se han visto influenciados por la actual crisis.

El gráfico 2 expone la rentabilidad media y la dispersión de los fondos monetarios dentro de cada país analizado. Estudiando la dispersión se pretende examinar las diferencias en las rentabilidades de los distintos fondos domiciliados en un mismo país. Para ello se analizan los cuartiles primero y tercero, los cuales muestran la rentabilidad por debajo de la cual queda el 25% y el 75%, respectivamente, de los fondos con menor rentabilidad.

Los fondos monetarios domiciliados en España e Italia han obtenido históricamente rentabilidades muy similares y próximas a la media (esto es, por la proximidad del primer y tercer cuartil alrededor de la media), mientras que en Alemania este efecto se produce a partir de mediados de 2004. Por su parte, las diferencias en las rentabilidades de fondos monetarios en Francia han sido significativas, debido a la fuerte dispersión de la categoría de fondos regulares (la dispersión de los dinámicos es leve).

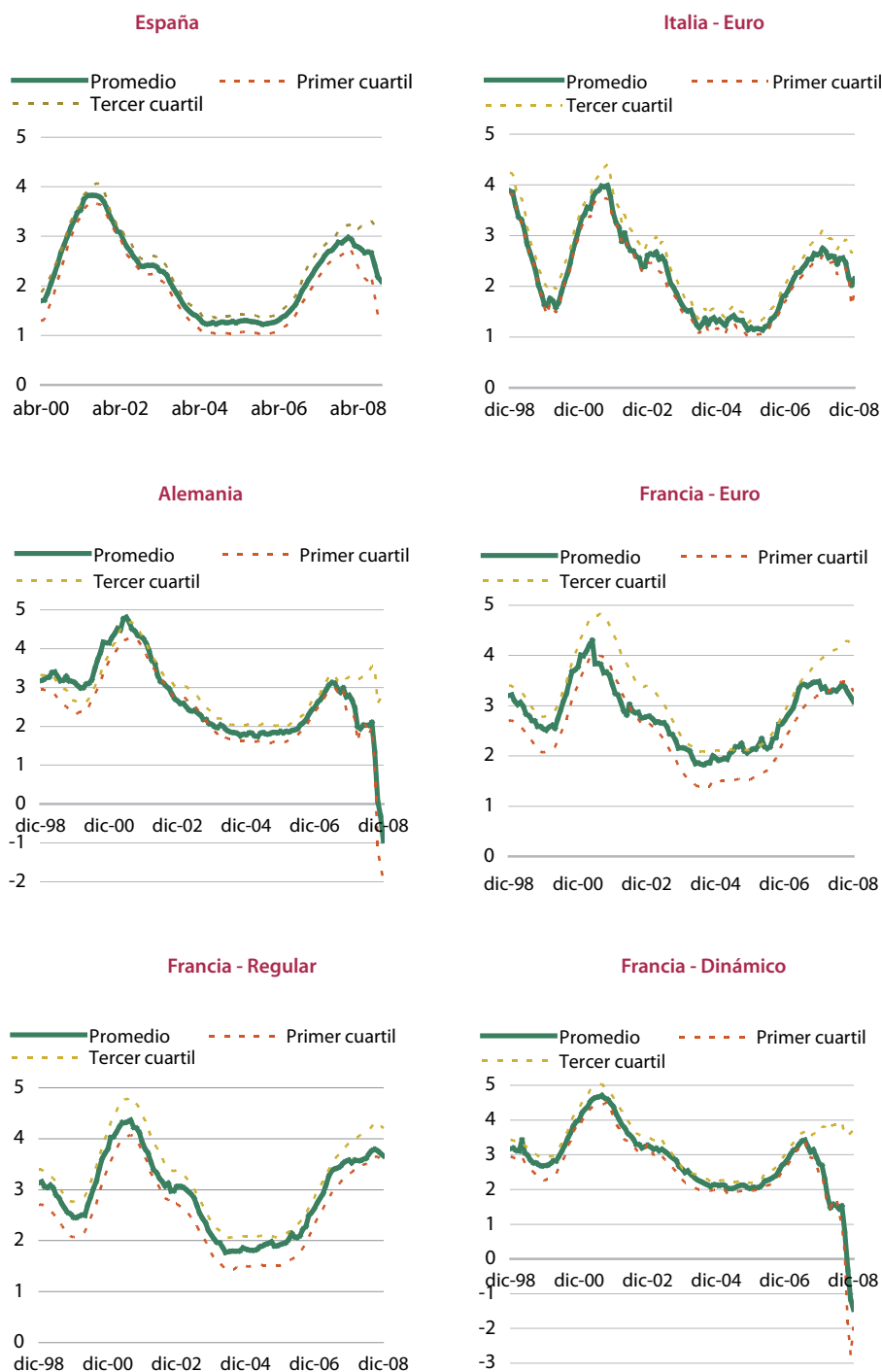
Mientras que la dispersión de los fondos domiciliados en Italia y los regulares de Francia apenas ha cambiado en el último año y medio, ésta se ha incrementado significativamente para los fondos de España, Alemania y los dinámicos de Francia, especialmente en estos dos últimos países. Esto refleja que, dentro de un mismo país, el impacto de la crisis ha sido desigual entre fondos, coexistiendo fondos con rentabilidades negativas, y en algunos casos muy negativas, con fondos con rentabilidades relativamente elevadas. En particular, en España, aunque la rentabilidad media de los fondos no se redujo de forma drástica en 2008, el incremento en la dispersión pone de manifiesto la existencia de varios fondos monetarios con rentabilidades negativas, aunque no tan significativas como las de Alemania y los dinámicos de Francia (esto se debe a que en estos dos últimos la media coincide con el primer cuartil).

Jank y Wedow (2008) concluyen que los fondos monetarios alemanes que han invertido en activos menos líquidos han sido los que han tenido muchos problemas, por los altos reembolsos experimentados que han derivado en rentabilidades negativas significativas. Asimismo, en España, los fondos monetarios que peor se han comportado en la actual crisis han sido aquellos con un mayor nivel de reembolsos netos y con una cartera menos líquida; estos fondos tenían entre el 25-50% de su cartera invertida en bonos y pagarés de titulización y entre el 25-50% en activos de renta fija privada distintos de pagarés emitidos por emisores españoles⁸.

8 Desde finales de abril, tras la entrada en vigor de la Circular 1/2009, estos fondos monetarios ya no pertenecen a la clasificación de monetarios.

Rentabilidad anual media¹ y dispersión² de las IIC monetarias en distintos países europeos

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV, Lipper, BCE y Datastream.

Nota: En España, los datos reflejan la rentabilidad de los antiguos FIAMM y, a partir de la publicación del RD 1309/2005, de 4 de noviembre, de los fondos de inversión con vocación renta fija pero que se han convertido en monetarios tras la publicación de la Circular 1/2007, de 4 de noviembre. En Italia y Francia, los datos reflejan la rentabilidad histórica de los fondos que están vivos a diciembre de 2008 según la Lista publicada por el BCE. En Alemania, los datos reflejan la rentabilidad histórica de los fondos que están vivos a diciembre de 2008 en Lipper.

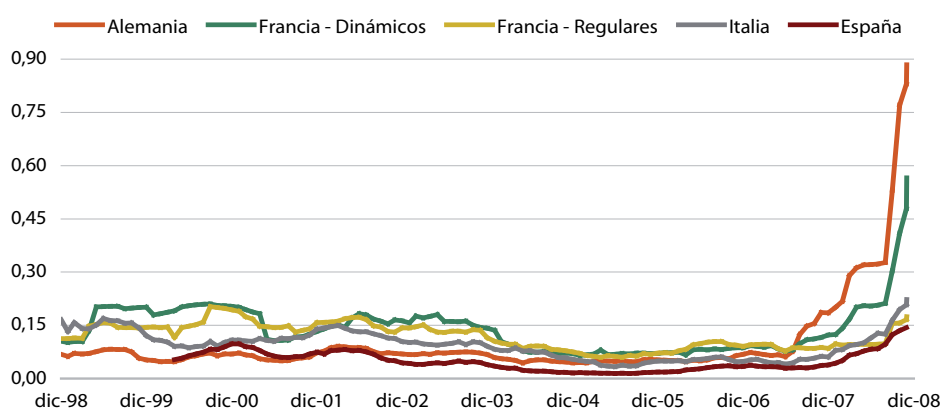
1 Media aritmética.

2 Para estudiar la dispersión se analiza el primer y el tercer cuartil, los cuales muestran la rentabilidad por debajo de la cual queda el 25% y el 75% de los fondos con menor rentabilidad, respectivamente.

Por otra parte, la volatilidad de los fondos monetarios, así como su evolución desde el comienzo de la crisis de liquidez, ha sido diferente para los distintos países analizados (véase gráfico 3). La mayor rentabilidad de los fondos monetarios domiciliados en Francia viene acompañada por una volatilidad también mayor, tanto para los fondos dinámicos como para los regulares. Dicha volatilidad puede reflejar el mayor riesgo de tipo de interés de estos fondos, al poder invertir en activos con un mayor vencimiento (cabe recordar que la definición de fondo monetario de Francia no limita ni el vencimiento remanente de los activos ni el vencimiento de la cartera, sólo menciona que la horquilla de sensibilidad de los tipos de interés debe estar en el rango 0-0,5%). A su vez, cabe mencionar que históricamente la volatilidad de los fondos monetarios de Alemania ha sido relativamente reducida, similar a la de los fondos españoles e inferior a la de los italianos, mientras que la rentabilidad ha sido mayor a la de estos dos últimos países. Desde el estallido de la crisis, destaca el repunte de la volatilidad de los fondos monetarios domiciliados en Alemania y de los dinámicos de Francia debido al mal comportamiento observado en ellos.

Volatilidad¹ media de los fondos monetarios en distintos países europeos

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV, Lipper, BCE y Datastream.

1 Desviación típica de la rentabilidad mensual de los fondos calculada para un periodo de doce meses.

3.2 Implicaciones de la crisis financiera en los fondos monetarios del Reino Unido

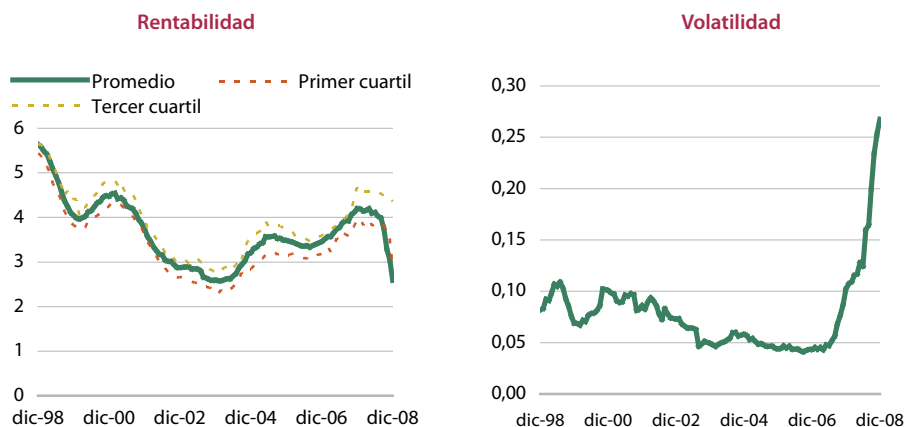
Los fondos monetarios en libras domiciliados en el Reino Unido suponen un peso muy reducido sobre el patrimonio total de los fondos denominados en libras, ya que la mayoría de estos se hallan registrados en centros *offshore*; en concreto, en el 2004 apenas suponían el 4% del patrimonio total de fondos monetarios en libras.

La rentabilidad media de los fondos monetarios en libras domiciliados en el Reino Unido está muy correlacionada con el tipo de interés interbancario de libras a tres meses desfasado medio año, aunque el diferencial entre ambos rendimientos es elevado (en los tres años previos al comienzo de la crisis financiera rondaba los 130 puntos básicos). La dispersión en las rentabilidades de los fondos monetarios domiciliados en el Reino Unido ha sido históricamente reducida, aumentando de forma leve en el actual contexto de crisis (véase gráfico 4). Desde mediados del 2008 la rentabilidad media de los fondos monetarios ha descendido de forma significativa

hasta situarse en niveles inferiores al primer cuartil, lo que implica la existencia de fondos con rentabilidades negativas.

La escasa rentabilidad de los fondos monetarios viene acompañada de una volatilidad relativamente reducida (véase gráfico 4). Hasta el comienzo de la crisis financiera, la volatilidad media había sido históricamente inferior a 0,1, media que ha aumentado significativamente en el último año y medio.

Rentabilidad anual media¹, dispersión² y volatilidad de los fondos monetarios libras domiciliados en el Reino Unido GRÁFICO 4



Fuente: Lipper.

Nota: Los datos reflejan la rentabilidad histórica de los fondos que están vivos en la última fecha.

1 Media aritmética.

2 Para estudiar la dispersión se analiza el primer y el tercer cuartil, los cuales muestran la rentabilidad por debajo de la cual queda el 25% y el 75% de los fondos con menor rentabilidad, respectivamente.

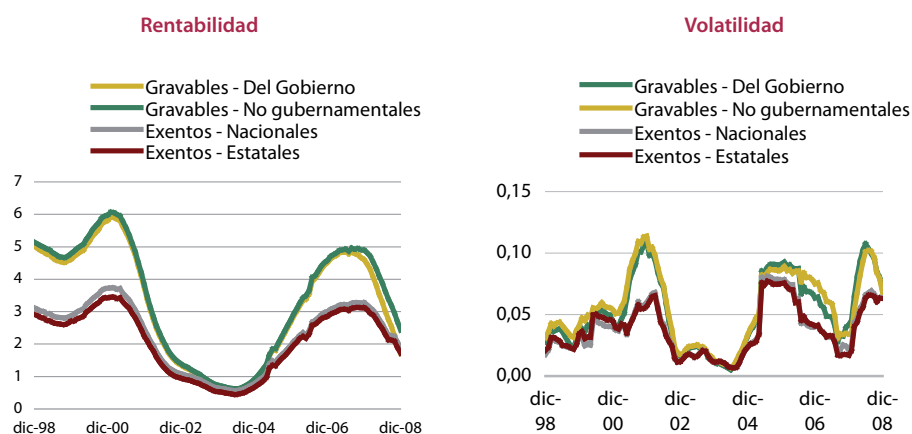
3.3 Implicaciones de la crisis financiera en los fondos monetarios de Estados Unidos

La rentabilidad de los fondos monetarios domiciliados en Estados Unidos difiere sustancialmente entre aquellos que están exentos de impuestos y los que no lo están, especialmente en periodos con tipos de interés elevados (véase la primera parte del gráfico 5). En general, la rentabilidad de los fondos está muy correlacionada con el interbancario a 3 meses retrasado medio año. Así, para los fondos gravables el diferencial entre ambos tipos de interés ronda los 50-100 puntos básicos, mientras que para los fondos exentos de impuestos el diferencial coincide con el de los fondos gravables cuando los tipos son bajos y oscila en torno a los 250 puntos básicos en periodos con altos tipos de interés. Cabe mencionar que en Estados Unidos las comisiones de los fondos monetarios son menores a las observadas en Europa. Por ejemplo, en 2007 fueron del 0,39%. Esta rentabilidad ha venido acompañada de una volatilidad reducida, en general menor a la de los fondos monetarios europeos (véase la segunda parte del gráfico 5).

La cartera de los fondos monetarios se caracteriza por tener un elevado peso de activos no muy arriesgados: a finales de 2007 los activos públicos, los pagarés y los repos representaban el 15%, el 27% y el 22% de la cartera, respectivamente. Aunque su importancia ha disminuido a lo largo del tiempo, a principios de los noventa estos tres suponían el 83% de la cartera frente al 65% del 2007, debido principalmente al

descenso de activos públicos y de pagarés. Cuando bajan los tipos de interés, la composición de la cartera cambia a favor de activos menos arriesgados (como activos públicos y repos) y esto se ve acompañado por un mayor vencimiento medio de la cartera (hasta el 2004 el vencimiento medio oscilaba entre 45 y 60 días, descendiendo posteriormente hasta los 30-45 días).

Rentabilidad anual media¹ y volatilidad de los fondos monetarios en EEUU. GRÁFICO 5 Comparación por tipo de fondo



Fuente: Lipper.

Nota: Los datos reflejan la rentabilidad histórica de los fondos que están vivos en la última fecha.

1 Media aritmética.

Durante el actual contexto de crisis, los fondos monetarios domiciliados en Estados Unidos apenas se han visto afectados y las reducciones de rentabilidad producidas en el último año y medio han sido fruto de reducciones de los tipos de interés oficiales. A diferencia de lo observado en Europa, desde el comienzo de la crisis los fondos monetarios americanos han experimentado entradas de capital tanto de inversores minoristas como de grandes empresas, debido a tres factores. Primero, habitualmente los fondos monetarios tienen suscripciones netas positivas cuando los tipos a corto son bajos, ya que la rentabilidad de estos se ajusta con cierto desfase comparado con otros productos competidores. Segundo, la inestabilidad e iliquidez observada en los mercados de crédito provocó que los tesoreros de las empresas utilizaran más los fondos monetarios. Tercero, el Departamento de Tesorería de Estados Unidos estableció en septiembre de 2008 un programa opcional de garantía temporal para esta industria que detuvo los fuertes reembolsos que se habían producido tras la quiebra de Lehman Brothers. En concreto, el seguro garantiza durante un año a aquellos fondos monetarios que se inscriban en el programa que estén regulados por la Regla 2a-7, propuestos y registrados por la SEC (tanto minoristas como institucionales) y cuyo NAV descienda por debajo de un dólar⁹. Los fondos monetarios que experimentaron mayores reembolsos netos en septiembre de 2008 fueron los gravables no gubernamentales, que perdieron cerca del 10% de su peso sobre el patrimonio total (hasta situarse en el 49% del patrimonio total) a favor de

9 Este programa es similar al Fondo de Garantía de Depósitos en el caso de que un banco quiebre ya que, hasta ese momento, a diferencia de los depósitos bancarios, los fondos monetarios no estaban asegurados por el gobierno.

fondos gravables del Gobierno (que alcanzaron el 38% del total). Pese a esta huida de capital, la rentabilidad de estos fondos no se vio afectada.

La crisis financiera ha afectado, no tanto a los inversores de fondos monetarios norteamericanos como a los organismos de inversión que los gestionan, debido al riesgo que asumen al comprometerse a mantener un NAV igual a un dólar. De hecho, desde julio de 2007 aproximadamente un tercio de los 100 mayores fondos monetarios han recibido apoyo financiero del *sponsor* del fondo a través de varias vías: comprando aquellos activos contaminados a la par o proporcionando al fondo una garantía que cubre la cantidad del valor a la par. Para recibir un mayor apoyo, en septiembre de 2008 la Reserva Federal estableció un programa para comprar de la cartera de fondos monetarios papeles comerciales respaldados por activos (ABCP) de alta calidad bajo ciertas condiciones, así como certificados de depósito y pagarés emitidos por instituciones financieras con un alto *rating* con vencimientos no superiores a 90 días.

Dentro de cada uno de los grupos de fondos monetarios americanos analizados, las rentabilidades son muy similares y próximas a la media (esto es porque el primer y tercer cuartil están muy cerca rodeando a la media). Esta mínima dispersión, mucho menor a la observada en los distintos países europeos, se ha mantenido tras el estallido de la crisis.

4 Reacción de reguladores y organismos internacionales

Debido a los efectos observados, se ha extendido en los últimos meses entre reguladores y organismos internacionales la preocupación por los fondos monetarios.

En Europa, la CNMV y la AMF francesa acaban de proponer unas limitaciones más estrictas en la definición de fondo monetario (véase las definiciones en el segundo apartado). Adicionalmente, el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) está desarrollando el establecimiento de una definición/clasificación común, una revisión de la normativa vigente y la evaluación de mecanismos para gestionar la liquidez en condiciones excepcionales de mercado. La idea de CESR es, además de proponer una definición homogénea de fondo monetario, revisar los activos elegibles y analizar las medidas nacionales sobre suspensiones y reembolsos parciales.

En lo que respecta a los fondos monetarios domiciliados en Estados Unidos, varias instituciones¹⁰ han hecho hincapié en la necesidad de cambiar ciertos aspectos de los fondos monetarios. De forma resumida, las propuestas se centran en tres aspectos. El primero consiste en imponer restricciones más estrictas en cuanto a los instrumentos en que los fondos monetarios pueden invertir, requiriendo vencimientos más cortos y una liquidez mayor. El objetivo es que los fondos monetarios estén mejor posicionados frente a periodos largos de condiciones extremas y de fuertes reembolsos.

10 Destacan el discurso del presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, el 10 de marzo de 2009, las recomendaciones publicadas por el comité ejecutivo del Consejo de Investment Company Institute (ICI) el 17 de marzo de 2009 y el artículo publicado por un comité de dirección del Grupo de los Treinta en enero de 2009, "Reforma Financiera: Un Marco para la Estabilidad Financiera".

El segundo propone que los fondos monetarios puedan suspender reembolsos de forma temporal para prepararse a su liquidación. El objetivo es que cuando un fondo monetario no pueda mantener un NAV igual a un dólar, los accionistas sean tratados de una forma equitativa.

El tercero ha sido propuesto por el Grupo de los Treinta tras resaltar que el hundimiento de los fondos monetarios ha subrayado los peligros de la existencia de instituciones sin capital, supervisión ni seguridad que operan como entidades de transformación de vencimiento y riesgo de liquidez. Este aspecto se traduce en dos recomendaciones. En primer lugar, los fondos monetarios que deseen seguir ofreciendo servicios similares a los bancos (tales como servicios de cuentas corrientes, retiradas a petición a la par o el compromiso de mantener el valor liquidativo estable a la par) deben ser obligados a reorganizarse como bancos de propósito especial, con la correspondiente regulación y supervisión prudencial, seguros gubernamentales y acceso a las facilidades de última instancia del banco central. En segundo lugar, el resto de instituciones que permanezcan como fondos monetarios deberán ofrecer únicamente opciones de inversión conservadoras, con alzas potenciales moderadas y riesgos relativamente bajos. Estas instituciones deben estar claramente diferenciadas de aquellos instrumentos ofrecidos por los bancos y asegurados por el gobierno federal, como pueden ser los fondos de depósitos del mercado monetario, y no tener garantías explícitas ni implícitas de que los fondos puedan ser retirados a petición de los inversores con un valor liquidativo estable.

5 Conclusiones

Las dificultades observadas durante los periodos de mayor inestabilidad financiera en los fondos monetarios de las distintas jurisdicciones se han debido a distintas circunstancias.

En Estados Unidos, los problemas observados han sido fruto de un exceso de inversión en activos emitidos por vehículos de inversión que, a pesar de contar con *ratings* elevados, vieron caer sus precios en picado en el verano de 2008. Pese a ello, el mayor efecto de la actual crisis financiera ha recaído sobre las entidades que los gestionan, más que en los propios inversores, por el riesgo que asumen al comprometerse a mantener un NAV igual a un dólar.

En Europa, el efecto ha sido muy dispar entre países debido a las distintas carteras posibles con las definiciones existentes, que han permitido, en mayor o menor medida, la existencia de fondos monetarios más arriesgados. En términos generales, en la zona euro existen dos tipos de fondos de inversión monetarios: aquellos que persiguen mantener un nivel de liquidez y seguridad y los que tienen una gestión enfocada a conseguir una rentabilidad mayor. Entre los primeros se encontrarían la mayoría de fondos domiciliados en España, en Italia y los denominados fondos regulares de Francia, mientras que entre los segundos estarían la mayoría de los domiciliados en Alemania y los fondos dinámicos de Francia. Los segundos tipos de fondos son los que se han visto más afectados por la actual crisis de liquidez, ya que, para conseguir esta mayor rentabilidad, invirtieron en activos menos líquidos difíciles de vender cuando aumentaron los reembolsos.

Cabe mencionar que esta crisis ha sido extrema para los fondos monetarios, ya que la liquidez de muchos mercados monetarios se redujo drásticamente. Este hecho ha facilitado la identificación de la existencia de carteras no apropiadas para la finalidad de estos fondos, en muchos casos facilitada por la falta de limitaciones legales que han permitido cuestiones como: el elevado peso de activos poco líquidos, el peso reducido de activos menos arriesgados (activos de renta fija pública o pagarés) o la inversión en activos con una baja calificación crediticia.

Los efectos registrados durante la actual crisis financiera han provocado la reacción de reguladores y organismos internacionales, que han anunciado diversas recomendaciones y propuestas de cambio, tanto en la regulación como en las condiciones de funcionamiento de los fondos monetarios. Entre los reguladores, la CNMV acaba de imponer restricciones más estrictas en la definición de fondo monetario, restricciones que sólo satisfacían un reducido número de fondos monetarios registrados.

Si estas propuestas siguen adelante, los fondos de inversión monetarios van a experimentar cambios significativos en los próximos años, tanto en Estados Unidos, donde se busca una mayor protección de los fondos y de los inversores, como en Europa, donde se persigue una homogeneización y aclaración del término “fondo monetario”.

La comercialización de las IIC extranjeras en España

M^a Lourdes Guindo Guindo (*)

* M^a Lourdes Guindo Guindo pertenece a la Dirección General de Entidades de la CNMV.

1 Introducción

La actividad de las instituciones de inversión colectiva (en adelante, IIC) se desarrolla en un marco de globalización creciente de la emisión y comercialización de productos y servicios financieros. Este aspecto cobra especial relevancia en el marco comunitario, ya que la Directiva 85/611/CEE (Directiva UCITS, en sus siglas en inglés) supuso la armonización de las normas aplicables a las IIC a nivel europeo, así como la libre circulación de las IIC sometidas a dichas normas. Dicha circunstancia está recogida en nuestra legislación en el artículo 15 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva (en adelante, LIIC), que también recoge la posibilidad de comercializar acciones y participaciones de IIC establecidas en otro país de la UE pero no sujetas a la Directiva UCITS o autorizadas en otros países no miembros de la UE. En este último caso es necesaria la expresa autorización de la CNMV y la inscripción en el registro de instituciones de inversión extranjeras comercializadas en España (en adelante, IICE). Actualmente España es un importador neto de productos de inversión colectiva, ya que se registran en España más IICE para su comercialización que IIC españolas en el exterior.

Este artículo muestra una visión global de la comercialización de las IICE registradas en España. Se estructura en tres epígrafes: en el segundo se describe la evolución histórica de las IICE, el tercero aborda aspectos relativos a la regulación, comercialización y supervisión de las mismas en comparación con las IIC españolas y el último epígrafe recoge las principales conclusiones.

2 Evolución histórica y panorama actual de las IICE

La presencia de IICE que comercializan sus acciones y participaciones en España ha ido en aumento desde que la primera IICE se inscribió en los registros de la CNMV en 1989. El número de IICE se triplicó entre diciembre de 2000 y diciembre de 2008, como muestra el cuadro 1. El número de fondos, que supera el de las sociedades de 2007, pasó de 76 a 312 en dicho periodo, y el de sociedades de 94 a 251. Los mayores incrementos se produjeron entre los años 2005 y 2007.

Principales magnitudes de las IICE

CUADRO 1

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Número de entidades	170	191	219	233	238	260	339	440	563
Fondos	76	70	83	97	93	115	162	225	312
Sociedades	94	121	136	136	145	145	177	215	251
Volumen de patrimonio comercializado (miles de euros)	8.594	7.533	6.538	9.159	17.786	33.615	44.103	37.093	18.181
Fondos	988	883	895	1.710	3.498	8.267	12.100	7.010	3.065
Sociedades	7.606	6.650	5.643	7.449	14.288	25.348	32.003	30.083	15.116
Número de partícipes (miles)	204	200	201	225	322	561	779	851	587
Fondos	22	24	17	31	51	104	144	143	112
Sociedades	182	176	184	194	271	457	635	708	475
Promemoria:									
UCITS	167	188	216	229	233	256	335	436	558
NO UCITS	3	3	3	4	5	4	4	4	5

Fuente: CNMV y elaboración propia.

También el volumen de patrimonio comercializado por las IICE se duplicó entre los años 2000 y 2008 (desde los 8,6 millones de euros en 2000 hasta los 18,2 millones de euros en 2008). Son las sociedades las que concentran el mayor volumen de patrimonio. El incremento del volumen de patrimonio comercializado ha sido producto de: a) la creación de plataformas de contratación por parte de fondos extranjeros, que facilitó el acceso al mercado por parte del inversor, b) el creciente interés en las IICE por parte de inversores con grandes patrimonios y c) una mayor oferta de productos con riesgo más alto que los que ofrecen los productos españoles.

El crecimiento del patrimonio comercializado por las IICE no ha sido regular a lo largo del periodo de referencia. El inicio de la crisis financiera en el verano de 2007 frenó la tendencia alcista del volumen de patrimonio comercializado por las IICE, de forma que disminuyó un 60% entre 2007 y 2008. Este descenso se debió tanto al incremento de los reembolsos efectuados, consecuencia del aumento de la desconfianza de los inversores, como al descenso de los precios de los instrumentos de la cartera. Además, la industria de inversión colectiva tuvo que afrontar un periodo de fuerte competencia por parte de los depósitos bancarios, que se convirtieron en un producto más atractivo para los inversores gracias a la reforma fiscal de 2007 (que homologó el tratamiento fiscal de los productos de ahorro) y al interés de las entidades financieras, que impulsaron notablemente su comercialización debido a las dificultades de liquidez que experimentaban.

Por su parte, el número de partícipes de las IICE aumentó desde 204 mil hasta 587 mil entre los años 2000 y 2008. Entre el 80% y el 90%, dependiendo del ejercicio, corresponde a partícipes de sociedades.

Si se analizan las tres magnitudes anteriores (número de entidades, volumen comercializado y número de inversores) para las IIC nacionales, se observan notables diferencias con relación a las IICE (véase cuadro 2).

Principales magnitudes IIC nacionales

CUADRO 2

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Número de IIC	4.137	4.867	5.313	5.556	5.727	5.854	6.027	6.316	6.372
Fondos	2.467	2.599	2.538	2.554	2.628	2.730	2.869	3.017	3.016
Sociedades	1.670	2.268	2.775	3.002	3.099	3.124	3.158	3.299	3.356
Patrimonio (miles de euros)	201.507	200.668	193.635	232.815	259.330	288.953	309.156	287.521	206.307
Fondos	186.069	181.323	174.734	210.627	236.154	262.201	279.003	256.040	179.613
Sociedades	15.438	19.345	18.901	22.188	23.176	26.752	30.153	31.481	26.694
Número de partícipes (miles)	7.879	7.748	7.428	7.985	9.240	8.859	9.199	8.639	7.105
Fondos	7.693	7.454	7.090	7.618	8.880	8.450	8.788	8.205	6.666
Sociedades	186	294	338	367	360	409	411	434	439

Fuente: CNMV y elaboración propia.

El número de IIC nacionales creció más de un 50% entre los años 2000 y 2008. El registro de IIC con forma societaria se duplicó en estos años y el número de fondos creció un 22%. A diciembre de 2008, el número de sociedades era ligeramente superior al de los fondos.

El patrimonio de las IIC españolas ha crecido un 2,4% entre 2000 y 2008, aunque con un comportamiento bien diferenciado como consecuencia de la crisis financiera, un patrón que comparte con las IICE. Entre 2000 y 2006 el crecimiento acumulado del patrimonio de las IIC españolas superó el 53%, mientras que en los dos ejercicios posteriores cayó un 33%. Los fondos de inversión concentran más del 85% del volumen comercializado por el total de IIC. Las sociedades muestran una importancia relativa menor, pero han experimentado crecimientos relevantes a lo largo de los últimos años.

La evolución del número de inversores en las IIC españolas, aunque algo irregular, fue creciente hasta el año 2006, cuando alcanzó el máximo de más de 9 millones. Desde entonces, las caídas han sido tan elevadas (más de dos millones menos de partícipes entre 2007 y 2008) que en el conjunto del periodo el descenso acumulado se cifró en un 9,8%. La caída tiene origen exclusivamente en el descenso del número de partícipes de los fondos de inversión (-13,35%), ya que el número de accionistas de las sociedades de inversión creció todos los años desde 186 mil en el año 2000 hasta los 439 mil en 2008, si bien apenas representan un 6,2% del total de inversores.

Del análisis de los datos anteriores podríamos sacar varias conclusiones:

- En primer lugar, tanto en el volumen de patrimonio como en el número de inversores las sociedades de IICE tienen el mayor peso en el conjunto, mientras que en las IIC españolas el mayor peso lo representan los fondos. Por otro lado, son más numerosos los fondos que las sociedades en el caso de las IICE, mientras que en las IIC españolas fondos y sociedades son parejos.
- En segundo lugar, en relación al negocio de las instituciones de inversión colectiva, se observa que en España existen criterios bastante diferenciados a la hora de constituir un fondo o una sociedad, siendo la gran mayoría de estas últimas vehículos de inversión de banca privada en manos de grandes patrimonios, y no existiendo un porcentaje significativo de las mismas dirigidas al gran público. Esta es una diferencia relevante con respecto a las IICE, ya que las sociedades gestoras extranjeras comercializan por igual tanto fondos como sociedades. De

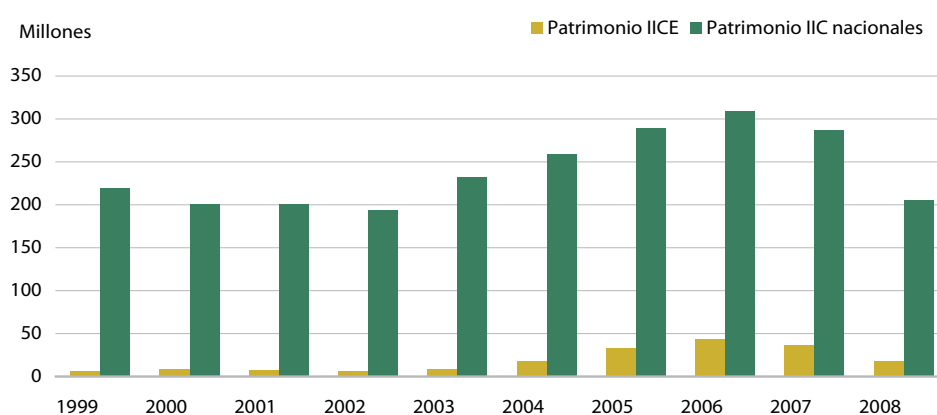
hecho, como ya se comentó anteriormente, la mayoría del volumen de patrimonio comercializado por las IICE en España está invertido en sociedades.

La importancia relativa de las IICE respecto a las IIC nacionales en el periodo 2000-2008 ha sido creciente en términos generales:

- El número de instituciones ha pasado de representar un 4% del total de IIC nacionales en 2000 hasta un 8,8% en 2008, con aumentos sostenidos cada año.
- La importancia relativa del volumen de patrimonio y de partícipes de las IICE respecto al total de IIC nacionales creció entre 2000 y 2006 y después descendió como consecuencia de la crisis financiera. Así, el patrimonio de las IICE pasó de representar el 4,3% del patrimonio de las IIC españolas en 2000 hasta el 8,3% en 2008 (con un máximo del 14,3% en 2006) y el número de partícipes pasó del 2,6% en 2000 al 8,3% en 2008 (con un máximo del 9,9% en 2007).

Comparativa patrimonio IIC nacionales con IICE

GRAFICO 1



Fuente: Elaboración propia.

Más del 99% de las IICE registradas en España son UCITS o IIC armonizadas, estando la mayoría domiciliadas en Luxemburgo, Francia e Irlanda, por este orden (véase cuadro 3). Entre estos tres países representan un 88,45% del total de IICE registradas en España. Aunque es Luxemburgo el país que más IICE tiene registradas, a partir del año 2007 destaca el importante aumento de las IIC de origen francés (del 47% en 2007 y del 32% en 2008). De las altas de IICE francesas, cabe destacar el predominio de los fondos cotizados; de hecho tan sólo en el año 2008 un 20% correspondieron a los mismos y en los registros de la CNMV figuran 26 fondos cotizados (ETF) domiciliados en Francia que cotizan en la bolsa española. Existen también otros fondos cotizados inscritos en nuestros registros, pero no han solicitado la admisión a bolsa, domiciliados en Francia y Luxemburgo.

Por otro lado, actualmente tan sólo figuran registradas en la CNMV para su comercialización en España cinco IICE que no cumplen la Directiva UCITS, de las que cuatro son fondos inmobiliarios alemanes.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Luxemburgo	118	146	158	165	164	161	189	230	274
Francia	33	13	19	21	25	35	83	122	161
Irlanda	9	20	28	32	34	47	46	52	63
Reino Unido	3	3	4	4	3	5	6	12	14
Alemania	5	9	9	10	11	11	12	15	16
Bélgica	2	0	0	0	0	0	1	3	5
Austria	0	0	0	0	0	0	1	5	28
Malta	0	0	0	0	0	0	1	1	1
Holanda	0	0	1	1	1	1	1	1	1
Total	170	191	219	233	238	260	339	440	563

Fuente: CNMV y elaboración propia.

3 Regulación, comercialización y supervisión de las IIC extranjeras registradas en España

3.1 Regulación

A las IICE que solicitan su registro en la CNMV les es de aplicación, además de la Directiva 85/611/CEE y las Guidelines de CESR¹, la normativa española siguiente: la Ley 35/2003, de IIC, el Real Decreto 1309/2005, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de IIC (en adelante RIIC) y la Circular 2/2006, de 27 de junio, sobre información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras inscritas en los registros de la CNMV, así como las normas que regulan la publicidad en España. Además, los inversores deberán asesorarse acerca de la demás normativa relevante en España (en especial, legislación fiscal y normativa sobre control de cambios).

3.1.1 Evolución histórica en la regulación de las IICE y procedimiento administrativo de registro en la CNMV

A lo largo de estos últimos años, desde que se inscribió la primera IICE para comercializar sus acciones y/o participaciones en España, la CNMV ha realizado numerosos esfuerzos para mejorar el procedimiento de registro de estas entidades y lo ha ido instrumentando a través de circulares.

En la tramitación de estos expedientes se ha pasado por diferentes etapas. En un principio la documentación remitida por parte de las IICE a la CNMV para su comercialización (requerida por la Circular 2/1993, que estableció la obligación de remitir los informes financieros, así como las modificaciones de los folletos, reglamentos o estatutos sociales de conformidad con la legislación de origen) era muy numerosa y poco normalizada, cuando estas entidades en virtud de la posesión del pasaporte comunitario² pueden comercializar sus acciones/participaciones sin que la CNMV se oponga a ello. Además, la tramitación de los expedientes involucraba a

1 Disposiciones no armonizadas contenidas en la normativa española, de acuerdo con los criterios aprobados por CESR para la simplificación del procedimiento de registro de IIC armonizadas (o UCITS).

2 Certificado de las autoridades del Estado Miembro de origen de la que resulte que la IIC reúne las condiciones establecidas en la Directiva 85/611/CEE.

varios interlocutores para una misma entidad, lo que restaba agilidad a su resolución. Por tanto, ante la necesidad visible de agilizar el procedimiento, se publicó la Circular 3/2003, de 29 de diciembre (que derogó la Circular 2/1993, de 3 de marzo).

En dicha Circular se designó a una única entidad comercializadora responsable de remitir a la CNMV las modificaciones en la información registrada (folleto, reglamento y memoria de comercialización en España), suprimiendo la obligación de remitir la información económica a la CNMV, de modo que se sustituía por su puesta a disposición de los inversores en la sede de la CNMV.

Para simplificar todavía más este procediendo administrativo de registro, se desarrollaron sistemas informáticos que permitieran enviar dicha documentación por vía telemática, quedando regulado este proceso en la Circular 2/2006, de 27 de junio (derogando la anterior Circular 3/2003). De esta manera se ha conseguido una mayor agilización en la tramitación de los expedientes y rapidez en la puesta a disposición de la información recibida ya que, además, dichos sistemas están diseñados para que actualicen automáticamente los registros de la CNMV a través del envío telemático. La CNMV también ha elaborado modelos normalizados de determinados documentos, por ejemplo, de la memoria sobre modalidades previstas de comercialización en territorio español, que facilita la cumplimentación por parte de la entidad designada. Dicha Circular 2/2006 exige la existencia de dos figuras como interlocutores ante la CNMV. Una, la entidad designada para el envío de la información vía telemática, que deberá ser la propia IICE o su sociedad gestora, o una entidad comercializadora o persona jurídica que designe y, la otra, un comercializador designado por la IICE para el envío telemático de la información fiscal para aquellas IICE con forma societaria que cumplan los requisitos del artículo 52 del Reglamento del IRPF.

De este modo, en lo que a este trámite se refiere, España se configura como pionera, junto con Luxemburgo, en la recepción de la documentación requerida vía telemática. La modificación de la Directiva UCITS, en adelante UCITS IV, ya recoge dicha posibilidad a nivel europeo. España propondrá que se tomen como modelo las especificaciones técnicas desarrolladas por la CNMV en lo que al envío telemático se refiere.

Otro aspecto a destacar es que se ha reducido el número de documentos a enviar a la CNMV para las IICE ya registradas. Actualmente tan sólo tienen que enviar durante el mes siguiente a su actualización las modificaciones del folleto simplificado con traducción jurada al castellano y las de la memoria sobre modalidades previstas de comercialización en territorio español.

3.1.2 Contenido de los folletos de las IICE registradas

Analizando la documentación aportada por la mayoría de las IICE domiciliadas en Luxemburgo, Francia e Irlanda podemos destacar algunas diferencias entre ellas y con las españolas.

La estructura que tienen los folletos de las IICE que registran sus acciones y/o participaciones para su comercialización difiere según su país de origen. Así, por ejemplo, los folletos franceses siguen un esquema muy estructurado y sucinto. Dicho esquema es muy parecido al que actualmente exige la CNMV para las IICE españolas, clasificando por vocación inversora, perfil de riesgo del fondo, duración mínima recomendada, información de gastos, comisiones, fiscalidad, etc. Según las recomen-

daciones de CESR, los folletos simplificados deberán ser como máximo de dos páginas, lo que se sigue fielmente en los folletos simplificados de las IIC españolas. Los folletos en las IICE francesas son reducidos pero ocupan más de dos páginas. Sin embargo, los folletos simplificados luxemburgueses e irlandeses no tienen una estructura normalizada y no siguen las recomendaciones de CESR en lo que al número de páginas se refiere.

Respecto a las políticas que desarrollan la mayoría de estas IICE, y con base en la información extraída de la tramitación de los expedientes al no existir datos estadísticos al respecto, se pueden diferenciar dos etapas marcadas por la aprobación del Reglamento de IIC (Real Decreto 1309/2005) y de la Orden Ministerial sobre operaciones con derivados de las IIC (Orden EHA 888/2008), actualmente vigentes. Así, en relación a los tipos de activos utilizados, con anterioridad a la entrada en vigor de las mismas las IICE utilizaban activos no permitidos aún por nuestra legislación, como, por ejemplo, derivados sobre índices de materias primas u otros activos subyacentes. Además, sus políticas correspondían a perfiles de riesgo alto o muy alto, como es el caso de la gestión alternativa. Sin embargo, a partir de la entrada en vigor del RIIC y de la actual Orden, no existe tanta diferencia con las IIC nacionales ni respecto al riesgo ni en cuanto al tipo de activos aptos para invertir. En relación a las estrategias de gestión de carteras, las IICE han anticipado las estrategias innovadoras para el mercado español, como, por ejemplo, es el caso de las estrategias CPPI (Constant Proportion Portfolio Insurance).

Cabe destacar, como otro elemento diferenciador con las IIC nacionales, que las IICE no ofrecen muchos productos garantizados en su comercialización en España.

Otro dato importante son las comisiones aplicadas. Si bien en las IIC nacionales las comisiones que figuran en los folletos son las que se cobran realmente, en los folletos de la mayoría de las IICE vienen expresadas en términos de máximos. Por tanto, no es posible hacer una comparación a priori de esta magnitud.

Para el registro de las acciones/participaciones de las IICE en España, la CNMV es más exigente que el resto de autoridades supervisoras de los países de nuestro entorno. Podemos citar como ejemplo que aquí se exige el visado de la documentación por la autoridad competente del país de origen en cada uno de los documentos entregados para su inscripción (folletos, completo y simplificado, y reglamentos o estatutos). Aquí también hay diferencias en cuanto al país de procedencia. Así, por ejemplo, la AMF, autoridad supervisora francesa, considera el folleto simplificado, el folleto completo y el reglamento como un único documento, y por tanto el visado de la documentación se produce en una sola página de alguno de ellos. En cuanto al visado de la documentación que entregan las IIC luxemburguesas e irlandesas, las autoridades supervisoras de ambas visan los folletos completo y simplificado y los reglamentos o estatutos son visados por un notario.

3.1.3 Futuro regulatorio: UCITS IV

La propuesta del Consejo Europeo para la modificación de la Directiva de UCITS 85/611 persigue principalmente incorporar a un texto de nivel 1 las recomendaciones del Libro Blanco de UCITS del año 2006, y se introducen postulados sobre el pasaporte de las gestoras de fondos, fusiones de fondos, estructuras principal-subordinado, nuevo folleto simplificado, comercialización transfronteriza de UCITS

y cooperación entre autoridades supervisoras. Estas modificaciones contempladas en la Directiva entrarán en vigor en julio de 2011, tras el correspondiente periodo de transposición.

En lo que respecta a la comercialización transfronteriza de fondos, en UCITS IV se articula un régimen de comunicación autoridad-autoridad vía electrónica, de manera que las autoridades del Estado de origen serán las que faciliten la información inicial directamente a las autoridades del Estado de acogida y éste no podrá requerir información adicional. Lo que es más importante, la comercialización comenzará inmediatamente sin necesidad de comunicación por parte de la autoridad del Estado de acogida. Por tanto, el papel de la CNMV será el de mera registradora de la documentación suministrada. Sin embargo, las modificaciones en los procedimientos de comercialización sí tendrán que ser comunicadas por las entidades gestoras o sociedades de inversión.

Por otro lado, se simplifican los requisitos de traducción, ya que tan sólo se exigirá la traducción jurada a la lengua local del folleto simplificado. El resto de documentos deberán entregarse en algún idioma comúnmente aceptado en el ámbito financiero internacional.

Finalmente, las autoridades del Estado de acogida disponen de facultad plena para aquellos aspectos que quedan fuera del ámbito de la Directiva.

Por tanto, podríamos afirmar que el futuro regulatorio hará que la tramitación del registro de las IICE en España sea mucho más simple. Como un posible inconveniente se puede resaltar la posibilidad de desarrollar medidas de segundo nivel en relación con aspectos técnicos del envío por vía telemática, que hagan que se exijan formatos predeterminados para la incorporación automática a los registros de la CNMV distintos de los actualmente desarrollados.

3.2 Supervisión

A diferencia de la supervisión de las IIC españolas, cuya competencia le corresponde a la CNMV, la supervisión de las IICE es competencia del Estado de origen de la IICE.

En la Circular 2/2006 de la CNMV, en su norma quinta, se recoge que la persona jurídica que la IICE designe o, en su caso, cada una de las entidades comercializadoras de estas instituciones deberán remitir trimestralmente a la CNMV un estado estadístico de las IICE comercializadas en España. Dicho informe contiene datos como: denominación y número de registro, tipo de IIC, número de partícipes o accionistas, importe comercializado y volumen de inversión.

Por tanto, la CNMV tan sólo recibe y controla el envío de dicha documentación en los plazos correspondientes.

3.3 Comercialización

La comercialización en España de las IICE, igual que la de las IIC nacionales, la realizan aquellas entidades habilitadas para la comercialización de acciones y participaciones de IIC (sociedades y agencias de valores españolas, sociedades de gestión de carteras españolas, entidades de crédito y empresas de servicios de inversión

europas en determinadas condiciones) y que hayan sido designadas como distribuidoras de la IICE en España, en virtud de los correspondientes contratos figurando en el correspondiente registro de la CNMV.

Las IICE inscritas en el registro de la CNMV se comercializan fundamentalmente a través de plataformas comerciales de grandes bancos, a diferencia de las IIC españolas que, además de éstas, utilizan las vías de comercialización de cualquier producto financiero: sucursales bancarias, agencias de valores, etc.

En el periodo 2006-2007 destacaron como comercializadores dos bancos españoles, Santander (Allfunds y Banco Banif) y BBVA, y dos extranjeros (Deutsche Bank y BNP Paribas). En el año 2008, los bancos españoles siguieron liderando la comercialización de IICE, pero redujeron su cuota respecto al año anterior (un 64,4% el Santander y un 44,7% el BBVA). Entre los bancos extranjeros sigue estando entre los diez primeros Deutsche Bank. J.P. Morgan International Bank Limited ha pasado a ocupar la tercera posición detrás del Santander y el BBVA. Destaca la presencia de una agencia de valores que pasa a ocupar la quinta posición en el ranking por volumen de inversión (véase cuadro 4).

Las diez principales comercializadoras de IICE en España

CUADRO 4

cuota sobre el total (%)	2006	2007	2008
Allfunds	19,90	13,3	6,5
Banco Banif	7,50	8,3	7,2
BBVA	9,70	7,6	4,2
BNP Paribas España	7,80	5,6	3,4
Deutsche Bank	5,90	6,3	5,8
JP Morgan International Bank Limited	-	-	6,2
Morgan Stanley*	3,90	3,5	4
UBS Bank	3,90	4,3	4,5
Sarasin Alén Agencia de Valores	-	-	5,5
Popular Banca Privada	3,70	3,4	-
Crédit Suisse	3,20	3,3	5,3
Banesto	2,80	3,3	-
Total 10 primeras	68,30	58,9	52,6

* En 2008 el negocio de comercialización de Morgan Stanley pasa a ser absorbido por La Caixa.

Estas plataformas de comercialización ofrecen un servicio integral de fondos de inversión, que proporciona al inversor servicios de administración, asesoramiento e información especializada en IIC. Dichas plataformas firman contratos con las mayores gestoras del mundo para comercializar sus acciones y participaciones. Esto hace que el inversor consiga mejores condiciones de contratación a través de ellas que si acudiera al mercado de forma individual.

Los inversores que adquieran acciones y/o participaciones a través de dichas plataformas podrán registrarlas bien a su nombre o bien empleando un fiduciario (*nominee*). Esta segunda modalidad es la más utilizada por casi todas las IICE registradas, a diferencia de las IIC nacionales. La utilización de *nominees* o cuentas globales en la comercialización de las IIC está muy extendida en los países de nuestro entorno. En España no estuvo permitida para las IIC españolas expresamente hasta la entrada en vigor del actual RIIC, en noviembre de 2005, pero limitando su utilización tan sólo a aquellas IIC que se comercializasen en el exterior.

Las acciones y/o participaciones suscritas por el inversor a través de dichas cuentas globales (o cuentas ómnibus) no figuran registradas a su nombre en los registros de la IIC sino a nombre del agente fiduciario, quien poseerá las acciones y/o participaciones por cuenta y representación de los inversores, sin perjuicio del desglose interno que deberán llevar los comercializadores o distribuidores en España, para poder individualizar contablemente la posición de cada cliente. Estos deberán realizar las operaciones directamente a través de dichos comercializadores o distribuidores. Para ello deben obtener una autorización del cliente, informándole de los riesgos que asume y de la calidad crediticia de la entidad que actúa como fiduciario.

Respecto a la documentación que se debe entregar a un inversor que haya comprado acciones y/o participaciones de IICE a través de comercializadores habilitados para su distribución en España, además de la que se entrega a cualquier inversor por invertir en IIC nacionales –folleto simplificado e informes económicos–, destaca la memoria sobre las modalidades previstas de comercialización en territorio español que se entrega como anexo al folleto simplificado. Como ya se ha comentado anteriormente, se trata de un documento normalizado en el que se describen los aspectos específicos de la comercialización en España, tales como el registro de las acciones/participaciones, el procedimiento de suscripción/reembolso o el régimen fiscal aplicable.

En relación al seguimiento que la CNMV hace sobre las entidades comercializadoras de IICE en España, no hay muchas diferencias con respecto al realizado sobre las que comercializan productos nacionales. La CNMV actúa sobre estas entidades, con base en inspecciones programadas o a partir de reclamaciones o denuncias de inversores.

4 Conclusiones

Como conclusiones finales a la visión global expuesta a lo largo de este artículo en relación a la comercialización de las IICE se pueden señalar varios aspectos relevantes.

El negocio de las IIC en los países de nuestro entorno está estructurado de forma claramente diferente a la industria de las IIC nacionales en cuanto a la distribución entre fondos y sociedades, ya que las IICE comercializan en su mayoría IIC con forma societaria, cuando en España la gran mayoría de las IIC son constituidas como fondos de inversión y las sociedades de inversión están dirigidas básicamente a inversores de banca privada. Por el contrario, no se encuentran diferencias sustanciales en el contenido de las políticas, estrategias u otros aspectos incluidos en los folletos de comercialización.

Las diferencias existentes han hecho que las IICE registradas en España hayan pasado de ser un competidor de las IIC nacionales, sobre todo por el tipo de activos en los que invertían, a convertirse en estos últimos años en un producto financiero más.

Finalmente, cabe señalar que las competencias de la CNMV en materia de IICE se limitan a registrar la información suministrada por las IICE para la comercialización de sus acciones y/o participaciones en España y a velar por la correcta comercialización que las entidades encargadas de ello realizan en nuestro territorio mediante

su control y seguimiento, dado que la supervisión es competencia del Estado de origen. La CNMV, por otra parte, ha hecho un esfuerzo considerable por agilizar y simplificar los procedimientos administrativos a través de desarrollos normativos y técnicos, de forma que el proceso de tramitación de estos expedientes sea cada vez más eficiente.

Algunos aspectos clave de la Evaluación de Impacto: su papel cada vez mayor en la regulación y la supervisión financiera europeas

Oliver Burkart (*)

* Oliver Burkart es Director de convergencia de supervisión y análisis económico en el CESR, área en la que se incluye la evaluación del impacto de todas las propuestas políticas de dicho Comité. Es uno de los principales autores de las "EU L3 Impact Assessment Guidelines" (Directrices sobre evaluación del impacto de los comités de nivel 3 de la UE). El artículo refleja la opinión de su autor y no necesariamente la de sus empleadores presentes o pasados.

Resumen

El presente artículo proporciona una perspectiva general sobre algunos aspectos fundamentales de la Evaluación de Impacto (IA), un método de elaboración de políticas que desempeña un papel cada vez mayor en la política de regulación financiera y en la práctica de la supervisión en Europa. Tiene por objeto proporcionar al lector la intuición y la comprensión básica necesarias para considerar la posible utilidad de la evaluación de impacto y su implementación en la práctica. El artículo destaca los cambios, por lo general modestos pero necesarios, en los métodos más tradicionales del proceso de elaboración de políticas que es preciso realizar. En este sentido, se presta especial atención al análisis de fallos del mercado, de la regulación y, en particular, de la supervisión, en comparación con otros elementos clave mejor conocidos de la evaluación de impacto, como son la evaluación de los efectos positivos y negativos de diversas propuestas políticas alternativas y un proceso adecuado de consulta pública.

1 Introducción

La Evaluación de Impacto (conocida de forma abreviada como IA, del inglés *Impact Assessment*) es un concepto que ha ido pasando a un primer plano en Europa durante los últimos diez años. En el área de la regulación financiera, este proceso culminó en abril de 2008 con la adopción por parte de los tres órganos a cargo de la regulación financiera en la UE (los denominados comités de nivel 3, el CESR, el CESB y el CEIOPS¹) de un documento común: "Impact Assessment Guidelines for EU Lamfalussy Level 3 Committees". Los presidentes de los tres comités dieron a este acontecimiento la suficiente importancia como para decidir escribir conjuntamente un prólogo, donde hicieron hincapié en el hecho de que las Directrices sobre IA, si se utilizan con eficacia, "proporcionarán una estructura adicional a la elaboración de políticas y reforzarán el compromiso de los comités con una elaboración de políticas transparente y basada en la evidencia. Una característica esencial que lleva a la consecución de esto es el papel asignado en las directrices al análisis de fallos del mercado y de la regulación/supervisión como herramienta para garantizar que la justificación para una intervención reguladora se considera adecuadamente." La importancia de este método para los reguladores nacionales tiene su origen, en parte, en el hecho de que los comités de nivel 3 desempeñan un papel clave en el desarrollo de la política reguladora y la práctica supervisora en la Unión Europea y

1 El CESR (Committee of European Securities Regulators) es el Comité Europeo de Reguladores de Valores, el CESB (Committee of European Banking Supervisors) es el Comité Europeo de Supervisores Bancarios y el CEIOPS (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors) es el Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Pensiones de Jubilación.

de que, por lo tanto, están directa o indirectamente en el origen de lo que ocurre a nivel de los Estados Miembros.

Este artículo, que se supone destinado a lectores procedentes de áreas muy diversas, con una formación posiblemente heterogénea (abogados, contables, economistas, administradores, gestores de fondos, operadores, etc., que trabajan, por ejemplo, como reguladores o supervisores, son participantes del mercado o son lectores interesados en general), proporciona, en el apartado 2, una breve perspectiva general sobre el modo en que la evaluación de impacto llegó a alcanzar la prominencia que tiene en la actualidad entre los reguladores financieros en Europa. A continuación, en el apartado 3, explica aspectos clave de la metodología. El análisis de los fallos del mercado se aborda con más detalle en el apartado 4 y el de los fallos de la regulación y de la supervisión, en el apartado 5, antes de presentar las conclusiones en el apartado 6. El objetivo del artículo es proporcionar información básica acerca del enfoque de la evaluación de impacto sobre aquellas áreas con las que, según la experiencia del autor, los lectores a los que va destinado el artículo están menos familiarizados.

2 Algo de historia

El lugar cada vez más importante que ocupa la evaluación de impacto dentro de la regulación financiera europea se debe a un movimiento más amplio en el que la iniciativa por una “mejor regulación” de la Comisión Europea ha desempeñado un papel fundamental desde 2001². Esta iniciativa constituyó la base para el desarrollo, durante los últimos 10 años aproximadamente, de una cultura de la IA dentro de la Comisión que se ha reflejado en la creación de una Unidad de Evaluación de Impacto en la Dirección General de Mercado Interior (DG Markt) y, en junio de 2005, en la publicación del “Impact Assessment Handbook” (Manual de evaluación de impacto) de la Comisión. Este manual, que integra y sustituye el enfoque previo de tipos de evaluaciones por sector individual, diversifica ampliamente su atención cubriendo todos los sectores económicos y dando el peso debido al impacto social y ambiental de las medidas políticas propuestas³.

Al mismo tiempo, los reguladores de toda Europa tomaron sus propias iniciativas en lo referente a reformar su modo de abordar la regulación. Por ejemplo, el organismo británico Financial Services Authority fue dotado, mediante la Ley de servicios y mercados financieros (Financial Markets and Services Act), de 2001, de principios para una buena regulación que incluyen una atención especial al “Análisis costes-beneficios” (ACB), un término que se utiliza frecuentemente de manera intercambiable con el de IA. Las directrices “RIA Guidelines” (Regulatory Impact Assessment o “evaluación del impacto regulador” es otro término empleado a veces en lugar de IA o ACB) fueron publicadas por el órgano irlandés regulador de los servicios financieros en 2005 y, en Alemania, el Gobierno publicó una especie de directrices sobre evaluación del impacto regulador⁴ ya en el año 2000. Además, muchas otras

2 Esta iniciativa surgió de los consejos europeos de Göteborg y Laeken en 2001, que dieron dos instrucciones: la necesidad de considerar los efectos de las propuestas políticas en su dimensión económica, social y ambiental y de simplificar y mejorar el marco regulador.

3 Cabría resaltar que también existen iniciativas similares a nivel internacional (véanse, por ejemplo, “Guiding Principles for Regulatory Quality and Performance” de la OCDE de 2005).

4 Leitfaden zur Gesetzesfolgenabschätzung (que podría traducirse como directrices para la evaluación del impacto de las propuestas legislativas).

autoridades reguladoras de la UE ya disponían de elementos clave del método de evaluación de impacto, como considerar varias alternativas en el proceso de elaboración de políticas o consultar públicamente a los participantes del mercado antes de tomar una decisión política definitiva.

En paralelo, el sector de los servicios financieros adoptó el nuevo método, especialmente cuando el alcance del Plan de Acción de los Servicios Financieros (PASF) progresivo de la Comisión se hizo más visible. No obstante, es justo decir que algunas iniciativas por parte del sector privado se remontan a mucho antes, como el análisis del impacto utilizado por la Asociación de banca italiana, ABI, que complementa en gran medida los objetivos de los reguladores.

Por ello, no es de extrañar que los tres comités de nivel 3, cuando evaluaron la cuestión de la utilidad de la metodología de la evaluación del impacto y la necesidad de desarrollar sus propias directrices, dieran una respuesta positiva a dicha cuestión para reflejar el carácter especializado de las prácticas supervisoras y las políticas reguladoras de los servicios financieros, así como las circunstancias específicas en las que se desarrollan dentro de la Unión Europea. Desde la publicación de las Directrices de evaluación de impacto para los comités de nivel 3, estos han adoptado diversas medidas para desarrollar el método de IA dentro de la comunidad de las autoridades reguladoras financieras: en octubre de 2007, el primer seminario de formación de los tres comités de nivel 3 en Eltville (Alemania), dedicado a cuestiones de evaluación de impacto, seguido por otro seminario similar en junio de 2009 en Varsovia (Polonia), cubriendo ambos, y un tercero que debería celebrarse después, todos los sectores financieros; seminarios de formación específicos para cada sector (valores, banca y seguros y pensiones) organizados por los tres comités respectivos de nivel 3; la implementación del compromiso asumido por los presidentes de los tres comités de nivel 3 a través de evaluaciones de impacto realizadas por los grupos de expertos y grupos de trabajo que desarrollan y evalúan la política (con frecuencia, esto se hace con el apoyo de asesores en IA especialmente designados) y publican el resultado de sus evaluaciones en documentos de consulta; por último, durante 2008, se creó la Red de Evaluación de Impacto (3L3 IA Network) que enlaza a los asesores en IA y la experiencia que obtienen dentro de los flujos de trabajo de los tres comités de nivel 3 respectivos, con el fin de garantizar un método coherente y homogéneo en todas las políticas reguladoras y prácticas supervisoras en los distintos sectores financieros.

3 Qué significa la evaluación de impacto⁵

La evaluación del impacto es una forma de identificar si hay o no un problema en el mercado, su gravedad, si se puede dejar que la situación la resuelva solo el propio mercado o se puede mejorar la situación mediante alguna forma de respuesta por parte de las autoridades reguladoras. Supone evaluar los efectos probables (los positivos y los negativos, los efectos directos y los indirectos) de los cambios reguladores propuestos o el impacto de intervenciones reguladoras previas. Entraña un análisis

5 Los apartados siguientes se basan en gran medida en la presentación que aparece las Directrices sobre evaluación del impacto de los comités de nivel 3 de la UE. No obstante, esta presentación se ha modificado ligeramente y se ha encaminado hacia los intereses de los reguladores y supervisores de los mercados bursátiles.

estructural que ayuda a clarificar las posibles ventajas e inconvenientes de las opciones políticas propuestas y si, en la práctica, tendrían el impacto deseado. La IA contribuye a identificar efectos secundarios no previstos y costes ocultos asociados a la regulación. Asimismo, favorece la consulta con las partes interesadas para hacer más transparente la política reguladora y para garantizar que sus opiniones e intereses se entiendan y se tengan en cuenta como corresponde. Por lo tanto, la evaluación de impacto proporciona información que puede ayudar a quienes elaboran las políticas a racionalizar el proceso de elaboración de las mismas y, de este modo, mejorar la eficiencia a la hora de identificar, elegir e implementar las políticas más efectivas.

En una palabra: una evaluación del impacto es más que la simple investigación de los efectos de una política reguladora que ya está decidida. La razón es sencilla: cuando una investigación de este tipo revelaba que la política tenía efectos negativos que habían sido descuidados o pasados por alto anteriormente, era con frecuencia demasiado tarde para revisarla y cambiarla o esto resultaba muy costoso. Por ello, una evaluación de impacto supone analizar las propias razones para una propuesta política justo desde el inicio del proceso de elaboración de la política, cuando el carácter del problema está aún por identificar. No obstante, no es idéntica a este proceso, puesto que se trata únicamente de una herramienta para ayudar a realizar su trabajo a quienes elaboran las políticas, no de un sustituto de dicho proceso.

Por lo general, una evaluación de impacto incluye los ocho pasos clave siguientes:

- 1) Identificar el problema y la amenaza que plantea a los objetivos reguladores. El análisis de fallos del mercado, de la regulación y de la supervisión ofrece un marco coherente para analizar los problemas y el riesgo que plantean a los objetivos del marco regulatorio y de la supervisión y para decidir si está justificada la intervención en el mercado.
- 2) Definir objetivos amplios de la política: vincular una política propuesta y sus objetivos específicos y operativos con los objetivos reguladores contribuye a justificar las intervenciones reguladoras.
- 3) Desarrollar opciones a la política principal: es importante identificar diversas propuestas políticas, incluyendo la opción de “no hacer nada” (o “status quo”) y las “soluciones del mercado”, es decir, soluciones sin regulación ni supervisión.
- 4) Evaluar los efectos positivos y negativos probables, así como el efecto neto de cada opción política. Es importante considerar los efectos secundarios posibles y las consecuencias imprevistas de las opciones políticas. También debería considerarse la coherencia y el impacto acumulador de implementar varias políticas simultáneamente, debido a la posibilidad de vínculos entre políticas que, en un principio, podría parecer que no guardan relación entre sí, por ejemplo, porque hacen referencia a áreas políticas diferentes.
- 5) Comparar opciones: es decir, el saldo entre efectos positivos y negativos, e identificar una opción política preferida.
- 6) Realizar consultas sobre el borrador de la propuesta política, que también informa de la evaluación de impacto al indicar el modo en que en los pasos 1 a 5 se ha tomado en consideración a todas las partes interesadas de una forma transparente y efectiva. A las partes interesadas se les da un periodo de respuesta apropiado.

- 7) Publicar las respuestas recibidas y ofrecer comentarios públicos que expliquen cuál es la decisión política definitiva y por qué se ha adoptado, en vista de los resultados de las consultas.
- 8) Una vez implementada y ejecutada, la política debería estar sometida a revisión cuando fuera oportuno.

Este proceso de IA entraña un compromiso real en todo momento con las partes interesadas, añadido al proceso de consulta formal indicado en el paso 6. Estos pasos clave, que incluyen muchos elementos intuitivos, se explican más detalladamente en las Directrices sobre evaluación de impacto para los comités de nivel 3 de la UE y este artículo no abordará cada uno de ellos. En cambio, a continuación nos centraremos en el paso 1, que hace referencia al análisis de fallos del mercado, de la regulación y de la supervisión.

4 Cuáles son los fallos del mercado, de la regulación y de la supervisión y por qué tienen importancia para una evaluación de impacto

Los fallos de los mercados son una característica de los mercados que genera ineficiencias, donde ineficiencia hace referencia a un mercado en el que es posible generar una mejora en el bienestar general. Mediante la identificación de la naturaleza exacta de un fallo de mercado, es posible estudiar qué tipos de respuesta política podrían generar una mejora tal en el bienestar.

En un mercado eficiente:

- 1) los precios reflejan todos los costes, incluyendo los costes para terceros, lo que puede significar, por ejemplo, la ausencia del fallo de mercado denominado “externalidad”. Este tipo de fallo de mercado puede producirse cuando las empresas de servicios financieros no tienen en cuenta el efecto que sus acciones podrían tener sobre el mercado en general (como el fracaso de una empresa clave en el mercado);
- 2) los consumidores y las empresas de servicios financieros adoptan decisiones que reflejan toda la información posible y pertinente, es decir, no está presente el fallo de mercado “asimetría de la información”. Esto no suele ocurrir porque, por ejemplo, los inversores tienen un conocimiento limitado de la calidad de los productos de inversión. Es importante señalar que, por lo general, las asimetrías de la información sólo llevan al fallo del mercado en circunstancias en las que se explota una ventaja informativa. Esto puede ocurrir cuando no hay una correspondencia entre los incentivos de dos partes;
- 3) las empresas no pueden obtener más beneficios aumentando los precios por encima del coste “marginal” (que es el aumento del coste total de una empresa cuando la producción aumenta en una unidad muy pequeña, incluyendo, a largo plazo, el coste del capital), es decir, no tienen influencia sobre el precio de mercado puesto que no está presente el fallo de mercado “poder del mercado o falta de competencia”; y

- 4) cuando hay rivalidad por el consumo de un producto y es posible excluir del consumo de este producto a los participantes del mercado. En otras palabras, no está presente el fallo de mercado “bienes públicos”.

En el próximo apartado se proporciona una explicación más detallada y ejemplos de estos cuatro fallos de mercado. Existen otros, pero centrarse en estos cuatro capta gran parte de la esencia de los fallos de mercado en el área de los mercados financieros. Los fallos de la regulación y la supervisión pueden analizarse como acciones de los reguladores o supervisores que no logran aliviar o eliminar fallos de mercado o que, incluso, pueden generarlos por diversas razones abordadas más detalladamente en el apartado 6.

¿Por qué importa la presencia y el alcance de estos fallos de mercado? En un mercado eficiente, las empresas producen al menor coste posible, en lo que a recursos utilizados se refiere, y los consumidores compran los productos que quieren al mínimo precio posible a cambio de una determinada calidad. Además, a ese precio, la oferta y la demanda están equilibradas. En la medida en que las operaciones carecen de estas características, hay una “pérdida de bienestar”, un derroche de recursos, que la regulación y/o la supervisión pueden ser capaces de subsanar. Sin embargo, la regulación/supervisión sólo puede estar justificada por un fallo de mercado cuando puede mejorar la solución que el mercado ofrece a ese fallo. Pueden darse varias circunstancias en las que la regulación y la supervisión sean capaces de conseguir esto, pero hay también otras situaciones en las que no son de ninguna ayuda e incluso podrían empeorar las cosas.

El primer paso analítico clave en la metodología propuesta de evaluación del impacto es determinar si hay o no una justificación económica para la intervención reguladora/supervisora, llevando a cabo un análisis de los fallos de mercado, de la regulación y de la supervisión, dado que no sólo los mercados pueden crear ineficiencias, sino también las acciones reguladoras y supervisoras (en el apartado 6 se proporciona más información sobre este aspecto). En un primer momento, la comprensión del problema percibido será intuitiva. Sin embargo, es esencial para la elaboración de una buena política que estas intuiciones se confirmen o corrijan mediante un análisis completo.

En esencia, este ejercicio consiste en responder a las preguntas siguientes:

- ¿Hay un fallo significativo del mercado, de la regulación y/o de la supervisión y cuál es su naturaleza?
- Sin intervención, o sin intervención adicional si ya la ha habido, ¿corregirá el mercado por sí solo el fallo en un plazo corto?
- ¿Puede la intervención reguladora/supervisora mejorar la situación de modo que los beneficios obtenidos sean mayores que los costes generados?

Si se identifican fallos significativos del mercado, de la regulación y/o de la supervisión, el mercado no es capaz de corregir el fallo por sí solo y hay una política que genera un beneficio superior a sus costes, la intervención reguladora/supervisora está justificada. Si no se pudiese identificar esta opción política, sería mejor pasar por alto el fallo del mercado, de la regulación o de la supervisión, aun cuando el mercado pueda no funcionar muy bien. En lo que sigue a continuación, se explican con más detalle los conceptos de fallo del mercado y de la regulación. Obviamente, en la prác-

tica, no siempre es fácil presentar decisiones políticas con términos tan sencillos. Sin embargo, el empleo del marco propuesto por las Directrices ya ha demostrado su utilidad en numerosas circunstancias y ha permitido avanzar en situaciones que, a primera vista, parecían bastante complicadas.

5 Algunos tipos clave de fallos del mercado

En este apartado se explican más detalladamente los cuatro tipos de fallos de mercado presentados anteriormente, incluyendo algunos ejemplos del área de los mercados de valores.

5.1 Externalidades

Un bien o servicio genera externalidades si su producción o consumo influye en el bienestar de agentes económicos (es decir, personas o empresas) distintos de sus productores o consumidores originales, sin que los precios reflejen estos efectos. Las externalidades pueden ser negativas y/o positivas. Son “negativas” para aquellos en los que imponen costes y “positivas” para los que ganan con ellas. Las externalidades negativas se dan en un proceso de producción cuando las decisiones adoptadas no tienen en cuenta la totalidad de los costes derivados de las acciones de la empresa, pero ésta no corre con ellos.

El ejemplo típico en servicios financieros es el riesgo sistémico en los mercados de valores, donde el fracaso o incluso el riesgo de fracaso, por ejemplo, de un gran fondo o un grupo de fondos o un fondo que tiene un papel clave en un mercado determinado ocasiona, por ejemplo, salidas de otros fondos (por ejemplo, en términos de reembolsos significativos), con implicaciones posiblemente significativas para el mercado en general y considerables daños financieros para los inversores. El elemento fundamental es que la entidad que crea el riesgo sistémico no tiene en cuenta, cuando toma una decisión de negocio estratégica, los eventuales costes que la misma puede imponer a otros. Es decir, dicha entidad tiene la capacidad de ‘contaminar’ severamente los mercados financieros sin tener que pagar por ello.

Un ejemplo concreto es el fracaso del operador de derivados Enron Corporation en diciembre de 2001, que puso al descubierto la práctica de utilizar derivados OTC para ocultar deudas o pérdidas e inflar artificialmente los ingresos. Este caso reveló que utilizar como garantía (“collateral”) derivados OTC podría ser insuficiente como herramienta para mitigar el riesgo. El fracaso de Enron demostró cómo una quiebra puede tener un impacto grave que va más lejos de los acreedores inmediatos y causar caídas fuertes en la capitalización del mercado no sólo en el sector de la energía, sino en el mercado de valores en su conjunto. Una razón de ello fue que los inversores, en vista de unos mercados de negociación sin transparencia, se vieron obligados a presuponer que cualquier empresa tenía una exposición posiblemente grande a Enron. En respuesta, muchas empresas hicieron públicas, de forma voluntaria, sus pérdidas ocasionadas por Enron porque temían que la expectativa del mercado sobrestimara en mucho las pérdidas reales.

El fraude a los consumidores puede considerarse un factor externo negativo en el consumo. El delito financiero también genera externalidades negativas por los cos-

tes que ocasiona a las personas para defenderse contra él y al verse asociadas involuntariamente al mismo.

5.2 Información imperfecta y asimétrica

Las decisiones individuales están influidas por información imperfecta sobre la calidad (que puede no observarse ex-ante), el precio (información sobre lo que puede ser muy costoso obtener) y el futuro (datos sobre lo que puede no estar disponible). Existen asimetrías de la información cuando una parte de una operación financiera tiene más o mejor información que la otra parte y explota su ventaja informativa. Los costes excesivos de acceder a la información, por ejemplo, pueden dar lugar a este fallo del mercado.

Algunos productos financieros (o las empresas que los ofrecen) pueden ser tan complejos que la publicidad sobre ellos, en sí misma, no posibilita a los clientes tomar decisiones informadas. En los servicios financieros, el resultado de un contrato puede depender de la solvencia y competencia financiera del proveedor a muy largo plazo. Puede que esta información no sea conocida en el momento de la compra.

La asimetría de la información puede funcionar en las dos direcciones. Un proveedor de productos puede ser selectivo acerca de la información que proporciona al inversor: prefiere no revelar información que deja en mal lugar al producto. Asimismo, el comprador de un producto puede no revelar que dispone de información privilegiada, por ejemplo, sobre el verdadero valor del producto. Un área importante en la que la asimetría de la información puede explicar los resultados del mercado que observamos es aquella en la que una de las partes de una operación (el principal) utiliza un agente para que actúe en su nombre. El principal pretende firmar un contrato en el que los intereses del agente corran parejos con los suyos. Sin embargo, puede resultar difícil para el principal controlar al agente (un problema de información) y el agente puede tener incentivos para tomar decisiones específicas que no corran parejas con los intereses del principal.

Un ejemplo importante se da cuando un inversor (principal) utiliza a un asesor financiero (agente) que recibe una retribución por medio de una comisión abonada por un proveedor de productos. Otro ejemplo sencillo se da cuando el inversor (principal) utiliza a un gestor de fondos (agente) para invertir su dinero.

A veces resulta útil clasificar los productos/servicios según el carácter del problema informativo unido a ellos⁶:

- “bienes de búsqueda”, en los que los productos suelen ser homogéneos, la calidad se conoce ex ante y los consumidores/inversores están “buscando” el precio más bajo;
- “bienes de experiencia”, en los que los productos suelen ser heterogéneos (es decir, el precio depende de la cantidad y la calidad) y su calidad llega a conocerse ex post, es decir, después de haber comprado el producto;

6 En consonancia con la terminología estándar, en lo que sigue el término “bien” se utiliza en lugar de “producto”. La clasificación puede aplicarse también fácilmente a los productos financieros.

- “bienes de confianza”, en los que la calidad puede no llegar a descubrirse nunca, ni después de haber comprado el producto. El consumidor/inversor tiene que tener fe en el juicio y competencia del proveedor del producto.

Los productos financieros son con frecuencia, aunque no siempre, similares a los bienes de confianza. Esto ocurre, por ejemplo, en el caso de productos aparentemente normalizados como acciones de empresas, futuros financieros u opciones tipo vainilla. De hecho, el valor de la acción puede depender básicamente de la estructura de gobierno corporativo, la posibilidad de ejercer derechos de voto y la calidad de la gestión. Asimismo, el valor del futuro o la opción depende de la calidad de la gestión del dinero.

Se pueden distinguir dos formas de información asimétrica dependiendo del momento exacto en el que se produce la asimetría de la información; a saber: antes de la firma del contrato de las operaciones (denominado “selección adversa”) o después (denominado “riesgo moral”).

Un ejemplo de la primera situación, selección adversa, se produce cuando el vendedor de un producto financiero puede disponer de información privada sobre la calidad de un producto en el momento del contrato. En el sector de los fondos, un ejemplo sería un inversor que invirtiera en un fondo que ofreciera una alta rentabilidad, sin saber, por ejemplo debido a información equívoca, que el fondo sigue una estrategia de alto riesgo (posiblemente insostenible).

Un ejemplo de la segunda situación, riesgo moral, se da cuando el comprador de un servicio financiero puede no ser capaz de evaluar la calidad del servicio después de la celebración del contrato. Otro ejemplo sería cuando los gestores de una empresa de inversión están insuficientemente controlados por los accionistas, porque las estrategias de negocio elegidas por los gestores pueden ser más arriesgadas de lo que los accionistas aceptarían. Es probable que este problema sea especialmente pertinente cuando los gestores pueden beneficiarse en los buenos tiempos de la estrategia de negocio, pero son principalmente los partícipes los que se ven afectados en caso de un revés. En otras palabras: como consecuencia del riesgo moral, las estrategias de negocio pueden estar más centradas en los beneficios privados de los gestores que en maximizar beneficios y dividendos.

En el contexto de la regulación de los mercados financieros, puede ser necesaria la distinción entre las dos formas de información asimétrica, puesto que también pueden diferir los medios de regulación para abordar estos problemas. Por ejemplo, mientras que en la primera situación puede ser apropiado estipular determinados requisitos para revelar información, en la segunda una medida reguladora podría definir la responsabilidad del proveedor de servicios.

5.3 Poder del mercado

El poder del mercado se ejerce cuando los precios son modificados únicamente por la decisión de uno o unos pocos agentes del mercado: los precios son fijados por estas empresas sin apenas tener en cuenta a los clientes o a los competidores, de forma que los ingresos por encima del coste marginal de todos los factores de producción (incluyendo el coste de capital del mercado) pueden persistir en vez de verse minados por las presiones de la competencia. En otras palabras: hay un exceso de beneficios, a diferencia de lo que ocurre en una situación de competencia perfecta.

El poder del mercado puede surgir si las empresas se alían secretamente y acuerdan una estrategia de precios o si hay una alianza secreta de facto, que puede ser de carácter tácito. El poder del mercado también se ejerce mediante el uso de marcas, cuando los precios y costes no están realmente interrelacionados (la prima de marca puede exceder con mucho del coste de crear la marca). También puede derivarse de la incapacidad de los inversores para controlar a los productores, debido probablemente a asimetrías de la información, de forma que un punto focal competitivo falso puede impulsar las transacciones.

Por ejemplo, un efecto de los requisitos de “adecuación y honorabilidad” (“fit and proper”) o de los requisitos de comportamiento en los negocios es crear una barrera de entrada que reduce la fuerza de la presión de la competencia.

También está el caso del monopolio natural. Se produce cuando los costes irre recuperables son muy grandes en relación con los costes de producción unitarios, de forma que los costes medios se reducen para cualquier volumen de producción para el que haya demanda. Si hay este tipo de economías de escala en la producción o hay economías de red en la distribución, un único productor o distribuidor parece ser el medio más eficaz de satisfacer toda la demanda. Aparte de los enormes costes irre recuperables actuando como barrera en la generación de un monopolio natural, se puede crear un monopolio no natural mediante otras barreras como la regulación. Con frecuencia, aunque no siempre, en los mercados disputados (*contestable markets*) se reinstaura el poder de mercado debido a la amenaza de entrantes potenciales.

5.4 Bienes públicos

Los bienes públicos, frente a los “bienes privados” tienen dos características particulares: en primer lugar, no es preciso incurrir en costes adicionales para que un individuo se beneficie del consumo del producto, es decir, no hay rivalidad entre los participantes del mercado en lo que respecta a su consumo; en segundo lugar, es imposible o al menos muy difícil excluir a individuos de beneficiarse de estos productos.

Un ejemplo de un bien público en el contexto de los mercados financieros es la estabilidad financiera. Todos los participantes del mercado se benefician de la estabilidad financiera y la “provisión” de este “bien” para un participante adicional del mercado básicamente no tiene costes. En una palabra: si el mercado financiero es estable, todos los participantes del mercado pueden beneficiarse de esta situación sin que se vea afectada la capacidad de terceros para beneficiarse de la estabilidad. En este contexto, el control de la solvencia de las empresas financieras que son de naturaleza sistémica puede considerarse un bien público, dado que la salud financiera de estas empresas es una condición previa de la estabilidad financiera.

En lo que respecta a la provisión de bienes públicos, el mecanismo del mercado en general no genera un resultado eficiente y produce demasiado poco del bien público. Como el mercado no ofertará el bien público u ofertará demasiado poco, los bienes públicos pueden proporcionar una justificación para la actividad reguladora o supervisora.

En el ejemplo de la estabilidad financiera, se correspondería con una situación en la que, si se dejara que el mercado decidiera por sí mismo las medidas para promover

la estabilidad financiera, no seguiría todos los pasos necesarios para lograr eficientemente una situación estable.

La razón para este tipo de fallo del mercado es que el productor del bien público no incluye en su estrategia de negocio que el bien beneficie también a otros participantes del mercado. Además, todos los participantes del mercado preverán beneficios del suministro gratuito de otros participantes del mercado. En una palabra, se obtendrá algo sin dar nada a cambio. Esto reduce el incentivo individual para incurrir en el coste de producción.

Preservar la estabilidad en los mercados financieros es uno de los principales objetivos de los reguladores financieros. La intervención reguladora está garantizada, puesto que, siguiendo el razonamiento descrito anteriormente, la acción privada no contribuye, en general, al mantenimiento de la estabilidad del mercado y, con frecuencia, puede tener incentivos que entren en conflicto con ella.

El suministro de información genérica sobre productos financieros puede considerarse un bien público. Hay una demanda de dicha información por parte de los inversores, pero puede no merecer la pena para una empresa dada emplear recursos significativos en proporcionarla, porque gran parte de los beneficios irían a parar a sus competidores. El resultado es que el mercado, si se le abandona a sus propios mecanismos, no proporciona tanta información genérica como los inversores estarían dispuestos a pagar.

6 Las posibilidades de fallo de la regulación y supervisión

Los fallos de regulación y supervisión, como los fallos de mercado, pueden ser una justificación económica para una mayor intervención reguladora/supervisora (incluyendo la desregulación). Se refieren a acciones con unos costes económicos más altos o unos beneficios económicos más bajos de lo previsto en un principio, de forma que el efecto neto es perjudicial o más perjudicial de lo que debería haber sido.

Esto suele ocurrir cuando la regulación o supervisión tiene efectos imprevistos o no planeados derivados de la interacción con una característica específica del mercado afectado, o cuando la práctica reguladora o supervisora deja de estar adaptada a las realidades de un mercado en rápida evolución. Por ejemplo, una acción específica puede haber estado destinada a aumentar el bienestar, pero, en realidad, lo ha reducido al distorsionar en vez de facilitar la competencia o al no estar correctamente dirigida al fallo del mercado de que se trate. Asimismo, podría haberse esperado que una intervención redujera el bienestar, pero, en la práctica, la reducción puede haber sido mucho mayor de la prevista. Esto podría ocurrir debido a los efectos no previstos de la intervención sobre otros mercados económicos o porque la demanda en el mercado objetivo era mucho más sensible a aumentos de precios de lo que se creía.

Es preciso dar el peso apropiado al fenómeno de los fallos de la supervisión. Una razón para ello es que esta clase de fallo crea ineficiencias que pueden ser tan fuertes como las generadas por los fallos del mercado o de la regulación, pero, como está enraizado en la práctica diaria a nivel de trabajo en un espacio de culturas supervisoras posiblemente muy heterogéneas y específicas, es más difícil de descubrir, identificar

y reducir o eliminar. Tradicionalmente, no se ha distinguido entre regulación y supervisión desde el punto de vista de IA, tal vez porque la supervisión se consideraba como un aspecto particular de la regulación, es decir, su aplicación práctica. Sin embargo, se dan casos en los que la práctica de la supervisión y la regulación son distintas y complementarias. Pueden ser diferentes, porque la práctica de la supervisión, por ejemplo, no necesariamente sigue la regulación vigente (lo que podría dar lugar, en ocasiones, a un procedimiento sancionador), y pueden ser complementarias puesto que la práctica de supervisión podría, por ejemplo, encontrar soluciones a detalles no previstos por la regulación. En la práctica, los mundos de la supervisión y regulación están a menudo un tanto separados dentro de las autoridades financieras (aunque ciertamente existen puentes). En consecuencia, desde la perspectiva del IA, parece que vale la pena dar más peso que en el pasado al análisis de las prácticas de supervisión.

Un aspecto que con frecuencia se pasa por alto en el proceso de regulación y supervisión es que puede afectar a la competencia de diversas formas. Por ejemplo, la regulación relativa a los procesos de autorización puede reducir o levantar una barrera a la entrada y, por lo tanto, aumentar o reducir la competencia. Imponer un nivel elevado de costes fijos o limitar actividades a algunas instituciones o individuos puede ocasionar una reducción del número de empresas o individuos en competencia. En ocasiones resulta difícil aclararse acerca del alcance de la competencia en un mercado concreto. La competencia es un proceso que empuja a las empresas a reducir los precios y aumentar la calidad de sus productos, de forma que los que lo hacen mejor expulsan a los que lo hacen menos bien y puede desarrollarse el espíritu emprendedor. Podría ser tentador identificar la competencia con la rivalidad, es decir, un proceso en el que los competidores tratan de superarse los unos a los otros. Sin embargo, esta definición no transmitiría con precisión hasta qué punto la rivalidad es buena. La competencia efectiva puede definirse como una situación en la que las empresas no obtienen un exceso de beneficios (que no es necesariamente lo que ocurre con la rivalidad).

Es importante recordar que, por lo general, las intervenciones reguladoras y supervisoras sí aumentan el coste de producir servicios financieros. Además del aumento directo de los precios o la reducción de las ventas que esto podría producir, los precios pueden verse afectados también por la competencia y los parámetros del mercado, como los tipos de interés. Lo que hay que analizar entonces es el efecto de los aumentos de costes y el modo en que estos efectos se equilibran con otros efectos: (i) ¿se reflejarán los costes en los precios? es decir, ¿repercutirán los costes sobre los consumidores?, (ii) si los costes se reflejan en los precios, ¿cuánto caerán las ventas? y (iii) ¿se verá negativamente afectada la eficiencia de la competencia y qué podría implicar esto para el consumidor en lo que a precios y oferta se refiere? Estas son preguntas con frecuencia difíciles de contestar pero siempre importantes. En términos generales, al evaluar una política, será importante considerar los costes directos así como los costes indirectos de la regulación.

Resumiendo: en la identificación de fallos de regulación y/o supervisión, hay al menos cinco posibilidades que hay que tener en cuenta.

- En primer lugar, puede que el mercado no haya estado sujeto a un fallo del mercado significativo y el problema observado pueda deberse a los efectos de la regulación/supervisión existente. Podría tratarse de una regulación/supervisión

prescrita erróneamente para ese mercado o de una regulación/supervisión destinada a otro mercado pero con un impacto inesperado sobre éste.

- En segundo lugar, puede que el mercado haya estado sujeto a un fallo significativo del mercado y la regulación o supervisión introducida haya tenido éxito en corregirlo: el problema que observamos puede deberse a un fallo diferente del mercado y tener otra causa. Por ejemplo, puede ser un efecto secundario de la regulación que ha dado resultados o de otra regulación.
- En tercer lugar, puede que el mercado haya estado sujeto a un fallo significativo del mercado y la regulación o supervisión introducida lo haya empeorado.
- En cuarto lugar, puede que el mercado de que se trate haya estado sujeto a un fallo significativo del mercado y la regulación o supervisión que se ha introducido no haya funcionado hasta el momento, pero pueda hacerlo a su debido tiempo.
- En quinto lugar, cuando los reguladores y/o supervisores nacionales no tienen autoridad para actuar sobre una cuestión o cuando cuestiones burocráticas bloquean el funcionamiento del mercado.

7 Conclusiones

Este artículo proporciona una perspectiva general de la práctica actual de la evaluación de impacto (IA) en el área de la regulación financiera. Hace hincapié en particular en un posible cambio con respecto a métodos más tradicionales en el proceso de elaboración de políticas y la práctica supervisora: la necesidad de dar más peso al análisis de fallos del mercado, de la regulación y de la supervisión. Por ello, esta breve presentación ha prestado algo más de atención que las propias directrices emitidas por CESR (L3 IA) al concepto de fallo de la supervisión. Una razón para ello es que esta clase de fallo crea ineficiencias que pueden ser tan fuertes como las generadas por los fallos del mercado o de la regulación, pero, como está enraizado en la práctica diaria a nivel de trabajo en un espacio de culturas supervisoras posiblemente muy heterogéneas y específicas, es más difícil de descubrir, identificar y reducir o eliminar.

Por último, es preciso destacar que el método de la evaluación del impacto es mucho más flexible de lo que podría parecer a simple vista. De hecho, uno de sus principios es la proporcionalidad, lo que supone que una evaluación de impacto debe ser proporcional al significado, complejidad e incertidumbres del problema o problemas a resolver. En caso contrario, se arriesga a consumir unos recursos escasos de forma ineficiente o a ser insuficientemente sólida. Ambos casos serían contraproducentes. El principio de proporcionalidad permitirá a los reguladores y supervisores mantener dentro de unos límites razonables el nivel de detalle de las evaluaciones de impacto.

8 Bibliografía

Las referencias que figuran a continuación permitirán al lector profundizar en las cuestiones presentadas en este artículo. Pueden encontrarse más referencias en las Directrices para los Comités de Nivel 3 (L3 IA).

Sobre evaluación del impacto/ análisis costes-beneficios:

Boardman, A., D. Greenberg, A. Vining, and D. Weimer (2005): *Cost Benefit Analysis: Concepts and Practice*, Prentice Hall.

Presentaciones sintéticas de análisis económicos de los mercados financieros y sus actores:

Davis, E. Ph., and B. Steil (2004): *Institutional Investors*, MIT Press.

Harris, L. (2002): *Markets and Exchanges: Market Microstructure for Practitioners*, Oxford University Press.

Lee, R. (2000): *What is an Exchange? The Automation, Management, and Regulation of Financial Markets*, Oxford University Press.

Libros sobre los aspectos microeconómicos de los fallos del mercado y los aspectos económicos de la competencia:

Cabral, L. (2000): *An Introduction to Industrial Organisation*, MIT Press.

Motta, M (2004): *Competition Policy*, Oxford University Press.

Varian, H. (2006): *Intermediary microeconomics*, Norton.

Directrices sobre evaluación del impacto:

European Commission (2006): *Impact Assessment Guidelines*.

3L3 Committees, CESR, CEBS, CEIOPS (2008): *Impact Assessment Guidelines for EU Lamfalussy Level 3 Committees*.

III Novedades regulatorias

Novedades sobre las normas contables de los fondos de titulización

Eduardo Manso Ponte, Belén de Anta Montero y Javier Domínguez Peña (*)

* Eduardo Manso Ponte, Belén de Anta Montero y Javier Domínguez Peña pertenecen al Departamento de Informes Financieros y Contables de la CNMV.

1 Introducción

En los últimos años el sector de fondos de titulización (FT) ha registrado un desarrollo importante que ha venido enmarcado por su rápido crecimiento, ya que ha pasado de tener 20.000 millones de euros emitidos en 2002 a cerca de 140.000 millones de euros en 2008. También se han registrado cambios en sus posibilidades operativas, ya que se ha abierto la posibilidad, una vez constituido el FT, de incorporar nuevos activos o emitir nuevos pasivos, o ampliar la gama de activos susceptibles de titulización. Este crecimiento y estos cambios explican que se haya producido una mayor demanda de información por parte de los inversores en este tipo de estructuras¹.

La necesidad de intensificar la transparencia, en particular respecto de productos financieros complejos, como los relativos al proceso de titulización, ha sido puesta de manifiesto por diversas instancias internacionales, entre las que cabe destacar las recientes comunicaciones del G-20 de Washington y Londres², que piden mayores y mejores desgloses acerca de estos productos y los riesgos asociados a su inversión. También el Foro de Estabilidad Financiera, en junio de 2009, en la actualización de su informe sobre medidas para mejorar la capacidad de reacción de los mercados y las instituciones, hace hincapié en estos aspectos, propugnando un mayor desglose informativo en materia de activos titulizados y sus garantías, así como en la información periódica a emitir, en línea con lo propuesto por las asociaciones internacionales de titulización (SIFMA, ESF, ASF, AuSF) en su informe conjunto de diciembre de 2008.

Todo ello hace necesario contar con información homogénea, estandarizada, periódica y completa, con el objetivo de lograr una adecuada transparencia informativa acorde con la realidad actual del sector

La regulación vigente hasta la fecha³ ya obligaba a los fondos a publicar sus cuentas anuales, que debían ser objeto de auditoría y que se venían elaborando de conformidad con el Plan General de Contabilidad (PGC) de 1990. Sin embargo, esta norma ha sido derogada por el nuevo PGC aprobado mediante el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre que pretende armonizar en un grado muy elevado nuestra normativa contable interna con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Este nuevo Plan incluye un mayor uso del valor razonable, especialmente en el área de los instrumentos financieros; la obligación de incluir nuevos estados, tales como el Estado de Flujos de Efectivo y el Estado de Cambios en el Patrimonio Neto; y la necesidad de incluir nuevos desgloses en las notas explicativas.

1 Como se pone de manifiesto en Gregorio Arranz Pumar: "El modelo español de titulización: una aproximación jurídica institucional". *Boletín de la CNMV*. Trimestre I, 2009, pp. 90-102.

2 En noviembre de 2009 y abril de 2009, respectivamente.

3 Los fondos de titulización se regulan fundamentalmente por la Ley 19/1992, de 7 de julio, por lo que se refiere a los fondos de titulización hipotecaria (FTH) y el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, que regula los fondos de titulización de activos (FTA). Ambos se designarán en este artículo genéricamente como FT.

La nueva normativa representa una notable mejora en la calidad de la información financiera pública disponible para los inversores. Sin embargo, no tiene en cuenta las particularidades estructurales y operativas de los FT. De ahí surgió la necesidad de adaptar el nuevo PGC a las peculiaridades de los FT. La Circular 2/2009 de la CNMV ha respondido a esta necesidad, así como a la de establecer una implementación gradual.

Este artículo analiza las principales novedades y adaptaciones que se han realizado en la nueva Circular con el fin de tener en cuenta las peculiaridades antes descritas de los FT. En la sección segunda se señalan las consideraciones que impulsaron el desarrollo de la Circular, en la sección tercera se describen sus aspectos generales, las secciones cuarta y quinta se refieren a los criterios contables y los requisitos de información, la sección sexta al periodo transitorio de aplicación y la sección séptima resume su proceso de elaboración. Finalmente, la sección octava contiene las principales conclusiones.

2 Impulso normativo del plan sectorial

El plan de actividades 2007-2008 de la CNMV preveía la adaptación de los planes sectoriales de las distintas entidades supervisadas al nuevo marco contable, lo que se ha llevado a cabo durante 2008 para las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, entidades de servicios de inversión, sociedades de capital riesgo, sociedades rectoras e instituciones de inversión colectiva. Sin embargo, los FT no tenían plan previo y ha sido necesaria su creación desde cero. En un primer momento se planteó la posibilidad de aplicar de forma directa el nuevo Plan General Contable a los FT (Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre), tal y como se venía haciendo con el Plan de 1990. Sin embargo, la evolución del sector y de la normativa internacional en la materia, especialmente a nivel contable, requerían de una normativa específica que facilitara la elaboración y comprensión de la información pública y estadística de los FT.

Así, en el plan de actividades de la CNMV para 2009 se incluyó como objetivo la adaptación sectorial contable mediante la publicación de una Circular específica para los FT.

El nuevo Plan Contable de 2007 armoniza la normativa contable española con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). La consecuencia es una reforma profunda de nuestra regulación contable que incluye las siguientes novedades: un mayor uso del valor razonable, especialmente en el área de los instrumentos financieros; la obligación de incluir nuevos estados, tales como el Estado de Flujos de Efectivo y el Estado de Cambios en el Patrimonio Neto; y la necesidad de incluir nuevos desgloses en las notas explicativas.

La nueva normativa representa una notable mejora en la calidad de la información financiera pública disponible para los inversores interesados en conocer la situación financiera de las entidades. Sin embargo, se puede señalar alguna carencia en el caso de los FT, ya que no tiene en cuenta sus particularidades estructurales y operativas, entre las que destacan:

- Carecen de personalidad jurídica, no tienen patrimonio y su resultado es cero, en la medida que todo remanente es atribuido a la entidad cedente vía margen de intermediación o similar.
- Presentan una estructura *pass-through*, al posicionarse como meros intermediarios entre los titulares de los bonos emitidos por el propio FT y los activos titulizados o transferidos por la entidad cedente y, en este sentido, los bonistas tienen como única garantía los activos titulizados, incluyendo las propias mejoras crediticias que otorgue el cedente.
- Son instituciones cuya inscripción en el Registro Mercantil es potestativa, por lo que inicialmente se albergaron algunas dudas acerca de su sujeción al Código de Comercio y su marco conceptual contable. Sin embargo, la conclusión ha sido finalmente positiva, teniendo en cuenta la vis atractiva del derecho mercantil y el carácter amplio con el que se define el alcance del Plan General de Contabilidad.

Adicionalmente, la aplicación del Plan Contable directamente a los FT suscitaba algunas dificultades que deberían resolverse, como son:

- la desaparición de los gastos de establecimiento ligados a los préstamos subordinados podría alterar el equilibrio financiero de los FT ya constituidos y provocar su liquidación;
- la inexistencia de patrimonio neto y la obligatoriedad legal de incluir un estado de cambios en el mismo;
- la necesidad de establecer criterios que permitiesen reflejar contablemente la estructura de *pass-through* de los FT.

Por otro lado, en enero de 2008 el Banco Central Europeo (BCE) comenzó a elaborar un reglamento que tenía como objetivo obtener datos estadísticos a nivel europeo de las operaciones de titulización. Dichos datos, para su obtención en España, requerían de un desarrollo normativo previo. El Reglamento del BCE⁴ fue finalmente aprobado en diciembre de 2008.

Por último, además de las cuentas anuales, los FT vienen publicando determinada información en cada fecha de pago de cupón a los titulares de pasivos emitidos. Sin embargo, se carecía de una información homogénea y simultánea de todos los FT que facilitase su seguimiento por inversores, analistas, agencias de *rating* y resto de usuarios.

Como consecuencia de todo lo anterior, a lo largo del ejercicio 2008 se empezó a trabajar en una norma que no sólo adaptara el nuevo plan contable a los FT, sino que también incluyera los requerimientos informativos del BCE e hiciera homogénea la información emitida por los fondos.

La normativa propia para los FT se recoge en la Circular 2/2009 de la CNMV sobre las normas contables de los fondos de titulización⁵, a la que se dedica este artículo. Esta

4 Reglamento (CE) 24/2009 del BCE relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización, de 19 de diciembre de 2008.

5 Circular 2/2009, de 25 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los FT de titulización.

norma desarrolla el Plan Contable y está en línea con la filosofía que ha inspirado la Directiva de Transparencia, que si bien no es necesariamente aplicable a todos los FT, –por ejemplo, están excluidos los FT privados cuyos títulos no han sido objeto de oferta pública ni están admitidos a negociación en un mercado regulado– ha servido como marco de referencia para mejorar la transparencia de estas instituciones.

Por otro lado, se debe resaltar que su elaboración ha contado con el punto de vista del sector y de representantes de los auditores, que han facilitado la comparación entre las distintas alternativas posibles en cada una de las áreas más significativas de la Circular.

La Circular 2/2009, tal y como se establece en su sección primera, debe ser aplicada por los FT de titulización hipotecaria y los FT de titulización de activos en la elaboración de la información incluida en las cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística.

La Circular será de aplicación a más de 400 FT, agrupados en 7 entidades gestoras, cuyo saldo en circulación es de 275.865 millones de euros.

Las modificaciones introducidas por la Circular se pueden agrupar en dos grandes materias:

- Criterios contables adecuados a las especiales características de los FT.
- Mayores exigencias de información financiera.

El cuadro 1 presenta de forma resumida las principales novedades. Los siguientes apartados desarrollan los criterios contables y los requisitos de información.

Criterios contables vs requisitos de información			CUADRO 1
	Criterios de Registro	Requisitos de información	
Antes de Circular 2/2009	PGC 1990	Cuentas anuales	
	Circular 2/2009	Cuentas anuales	
Con Circular 2/2009	(supletoriamente nuevo PGC)	Información semestral pública Información trimestral reservada	

Fuente: elaboración propia.

3 Criterios contables

La adaptación de la normativa contable de los FT ha tenido en cuenta sus características legales y operativas, entre las que destacan la ausencia de personalidad jurídica y un valor patrimonial nulo.

La Circular recoge los aspectos específicos de este sector, aunque el Plan General de Contabilidad deberá ser aplicado por los FT en lo no previsto por la Circular.

Se resumen a continuación los principales tratamientos contables incluidos en la Circular.

3.1 Estado de ingresos y gastos reconocidos

Considerando la naturaleza jurídica de los FT se ha sustituido el estado de cambios en el patrimonio neto, previsto en el Código de Comercio, por el estado de ingresos y

gastos reconocidos. Por lo tanto se elimina la obligación de publicar la segunda parte del estado total de cambios en el patrimonio neto, que también es requerida por el Plan General de Contabilidad.

En este estado de ingresos y gastos reconocidos se presentarán todos aquellos conceptos que, de acuerdo con el Plan General de Contabilidad, deban registrarse directamente en el patrimonio neto.

Dado que los FT tienen un patrimonio neto nulo, al cierre de cada periodo se repercutirá al pasivo del balance el saldo neto de los importes registrados directamente en este estado. Para ello se ha previsto en la Circular el epígrafe “Ajustes repercutidos en balance de ingresos y gastos reconocidos”.

3.2 Repercusión del resultado del periodo

El beneficio (pérdida) obtenido por el FT como consecuencia de su actividades repercute al cedente (o a los titulares de los pasivos emitidos) mediante el reconocimiento de un gasto (ingreso) separadamente en la cuenta de pérdidas y ganancias. Hay que recordar que el FT tiene un valor patrimonial nulo.

3.2.1 Repercusión de las pérdidas

Las pérdidas incurridas por el FT en un periodo concreto se repercutirán a los pasivos emitidos por éste, comenzando por la cuenta de periodificación de la comisión variable (ver punto 4.2.2.) devengada y no liquidada en periodos anteriores, y continuando por el pasivo más subordinado, teniendo en cuenta el orden inverso de prelación de pagos establecido contractualmente en cada fecha de pago.

El importe de las pérdidas a repercutir al pasivo, determinado por la diferencia entre su valor en libros y el valor actual de la estimación de sus flujos de efectivo futuros, se presentará separadamente en el balance.

El importe repercutido a los pasivos podrá ser objeto de reversión en periodos posteriores cuando el FT obtenga resultados positivos. Dicha reversión deberá realizarse en el orden inverso al establecido para la repercusión de pérdidas, finalizando por la comisión variable.

3.2.2 Repercusión de los beneficios – comisión variable

Los beneficios obtenidos por el FT en un periodo concreto deberán imputarse:

- En primer lugar a la compensación de pérdidas repercutidas en periodos anteriores a los pasivos emitidos por el FT (ver punto 3.2.1.).
- El beneficio remanente se atribuye normalmente al cedente, a través del devengo de un gasto en la cuenta de pérdidas y ganancias en concepto de comisión variable.
- El importe imputado al cedente sólo podrá ser liquidado en la parte que corresponda a resultados realizados. La liquidación de los resultados correspondientes a plusvalías de la cartera de negociación y a diferencias positivas de conversión

deberá diferirse separadamente en el pasivo del balance, hasta la baja efectiva de los activos o pasivos que las hayan ocasionado.

Asimismo, cualquier liquidación queda supeditada a la existencia de fondos previstos suficientes para abonar los compromisos contractuales con los titulares de las emisiones del FT.

3.3 Deterioro de valor de activos financieros

Con el fin de determinar el importe del deterioro de valor de forma objetiva y comparable, sin separarse de los criterios establecidos en el Plan General de Contabilidad, se evaluó inicialmente la posibilidad de aplicación de un criterio similar al establecido en la Circular 4/2004 del Banco de España, que está basado en un calendario de morosidad. La justificación era doble:

- Normalmente las carteras de activos financieros de los FT están formadas por activos cuyo deterioro de valor por parte de las entidades cedentes se determina aplicando los criterios previstos en la Circular 4/2004 del Banco de España.
- Actualmente los FT determinan el importe del deterioro de valor de sus activos financieros aplicando criterios basados en la antigüedad del impago. Estos criterios difieren en la práctica de unos FT a otros.

Posteriormente, esta iniciativa fue descartada, puesto que los criterios debían aplicarse también a los activos titulizados procedentes de entidades no financieras y considerando, además, las posibles implicaciones fiscales que el tratamiento propuesto podía tener para los FT. La no deducibilidad fiscal, en algunos casos, de las pérdidas por deterioro de valor registradas en base al calendario implicaría el reconocimiento de un activo por impuesto diferido de difícil recuperación, al ser generalmente nula la base imponible del impuesto de sociedades de los FT.

Finalmente, el tratamiento recogido en la Circular no se diferencia mucho de lo previsto en el Plan General de Contabilidad. No obstante, como también podía suceder bajo el Plan Contable de 1990, pueden producirse situaciones en que las dotaciones exigidas por esta Circular no sean íntegramente deducibles a efectos fiscales.

3.4 Coberturas contables

Con el objetivo de simplificar los requisitos de documentación de la contabilidad de coberturas, y sin separarse de los criterios previstos en el Plan General de Contabilidad, la Circular recoge una presunción de eficacia para ciertas coberturas contables muy frecuentes en los FT.

En este sentido, cuando un FT utilice una o varias permutas financieras para la cobertura del riesgo de tipo de interés mediante las cuales entrega y recibe flujos de efectivo variables, se presumirá que dicha cobertura es altamente eficaz siempre que pueda demostrarse, en relación al riesgo cubierto, que:

- Los flujos recibidos de los activos titulizados sean iguales y se obtengan en el mismo plazo que los entregados a la contrapartida de la permuta financiera.
- Los flujos recibidos de contrapartida de la permuta financiera sean iguales y se obtengan en el mismo plazo que los entregados a los pasivos emitidos.

4 Requisitos de información

La Circular establece unas mayores exigencias de información para los FT: reduce los plazos de publicación de información (que pasa de ser anual a semestral), requiere remisión de información reservada trimestral a efectos de seguimiento y supervisión e incrementa los desgloses de información.

Estos mayores requisitos de información obedecen a dos objetivos:

- Facilitar una mayor transparencia al mercado:

Se establecen plazos semestrales para la publicación de información financiera, en línea con lo previsto en la Directiva de Transparencia.

Se incrementa sustancialmente el nivel de desgloses de información, cualitativa y cuantitativa, requeridos tanto en las cuentas anuales como en la información semestral.

- Permitir el seguimiento y comparabilidad de los FT:

La Circular establece unos modelos de estados públicos semestrales que permitirán la comparativa sectorial y el análisis evolutivo de los FT.

Los modelos trimestrales de información estadística, establecidos en línea con las incitativas marcadas por el Banco Central Europeo, permitirán conocer la evolución del sector a nivel europeo.

4.1 Estados financieros de información pública

La Circular incluye modelos de estados de información pública que deberán remitirse semestralmente a la CNMV para su publicación.

Se incluye la obligación de remisión del balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, el estado de flujos de efectivo y el estado de ingresos y gastos reconocidos. Adicionalmente, se requieren mayores desgloses de información, en forma de cuadros, acerca de los activos titulizados y los pasivos emitidos, tales como: la distribución regional y por tipo de activo titulizado; los impagados, incluyendo el número de meses de retraso, los fallidos, los índices de concentración, el valor de las garantías, las ratios de morosidad por activo titulizado, las mejoras crediticias y las recuperaciones; las vidas medias; los pagos de los pasivos; los cambios de *rating*; y los importes y fechas de amortización.

Otra novedad es que a los FT por compartimentos se les exigen estados financieros semestrales para cada compartimento y para el conjunto. La Circular entiende por FT por compartimentos aquellos que cuentan con varias órdenes de prelación de pagos para la aplicación de flujos provenientes de carteras de activos aisladas unas de otras, lo que incluye a los denominados "FT multicedentes".

4.2 Cuentas anuales e informe de gestión

La Circular establece un plazo máximo de 4 meses desde el cierre del ejercicio para la remisión a la CNMV de las cuentas anuales y del informe de gestión con el correspondiente informe de auditoría. Respecto a su contenido, cabe destacar:

- El balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, el estado de flujos de efectivo y el estado de ingresos y gastos reconocidos de las cuentas anuales deberán ajustarse a los modelos de los estados financieros públicos.
- La memoria deberá incluir los desgloses de contenido mínimo requeridos por el PGC. Asimismo, toda la información sobre los activos titulizados y los pasivos emitidos por el FT a la que se refieren los cuadros adicionales de la información semestral deberá incluirse en la memoria o, en su caso, en el informe de gestión.
- El informe de gestión deberá incluir:
 - Una exposición fiel sobre la evolución del negocio y la situación del mismo, junto con una descripción de los principales riesgos e incertidumbres a los que se enfrenta.
 - Una previsión de las entradas y salidas de flujos de efectivo del FT hasta el vencimiento de sus activos y pasivos, en base a la actualización de las hipótesis existentes sobre las tasas de morosidad, fallidos y amortización anticipada de los activos titulizados.

4.3 Estados reservados de información estadística

Como ya se adelantó en el epígrafe 2, el Reglamento 24/2009 del BCE, de 19 de diciembre de 2008, pretende obtener estadísticas de las actividades financieras del sector de la titulización dentro del territorio económico. Específicamente, se requiere una información coherente, complementaria e integrada, que evite duplicidades y permita conocer el conjunto de activos titulizados a nivel europeo, con independencia de los criterios contables seguidos por las entidades de crédito en su registro.

En este sentido, la Circular establece unos modelos de información estadística, de carácter reservado, que deberán remitirse trimestralmente a la CNMV.

Los modelos de estados de información estadística se han elaborado en estrecha colaboración con el Banco de España y considerando las siguientes premisas:

- Recoger la información solicitada por el Banco Central Europeo.
- Simplificar al máximo su elaboración: evitando la solicitud de información ya disponible a través de los estados financieros remitidos por las entidades de crédito al Banco de España, tabulando todos aquellos aspectos susceptibles de serlo e incluyendo unas instrucciones para su cumplimentación.

5 Entrada en vigor y periodo transitorio

La Circular se aplicará a toda información bajo su alcance que afecte a periodos que comiencen el 1 de enero de 2008.

No obstante lo anterior, se han establecido periodos transitorios considerando la relevancia de las modificaciones incorporadas y la necesidad de adaptación por parte de las gestoras de los FT para la implantación técnica de los procesos de información. Los periodos transitorios se refieren fundamentalmente a:

- Las secciones relativas a las cuentas anuales y al informe de gestión se aplicarán por primera vez a las cuentas anuales del ejercicio 2009.
- Considerando que la imputación directa de los gastos de constitución a la cuenta de pérdidas y ganancias podría ocasionar una alteración en la estructura de las condiciones establecidas en los contratos de emisión del FT, se permite la amortización en el periodo residual según la normativa anterior de aquellos gastos pendientes de amortización el 1 de enero de 2008.
- La información financiera semestral y estadística trimestral se remitirá a la CNMV por vía telemática en formato XBRL. Para ello se están elaborando los desarrollos informáticos que deberán ser implantados por las gestoras en sus sistemas informáticos. Esta circunstancia justifica que los primeros estados públicos y reservados de información a remitir a la CNMV se refieran a los periodos finalizados el 31 de diciembre de 2009.
- Entrarán en vigor el 1 de enero de 2009 las normas contables relativas al deterioro de valor de los activos financieros, a las coberturas contables, las garantías financieras y a los activos y pasivos financieros, excepto en lo que se refiere a la imputación de pérdidas.

Como consecuencia de las anteriores excepciones a la fecha de entrada en vigor se establecen dos fechas en las que elaborar conciliaciones:

El 1 de enero de 2008, por lo que las cuentas anuales del ejercicio 2008 deberán incluir una conciliación del balance de situación al cierre del ejercicio 2007, teniendo en cuenta las normas transitorias.

El 1 de enero de 2009, por lo que las cuentas anuales del ejercicio 2009 deberán incluir:

- Una conciliación del balance de situación al cierre del ejercicio 2007 sin tener en cuenta las excepciones de las normas transitorias.
- Una conciliación del balance de situación y de la cuenta de resultados, entre las cifras publicadas al cierre del ejercicio 2008 y las que hubieren resultado de aplicar la Circular sin tener en cuenta las excepciones de las normas transitorias.

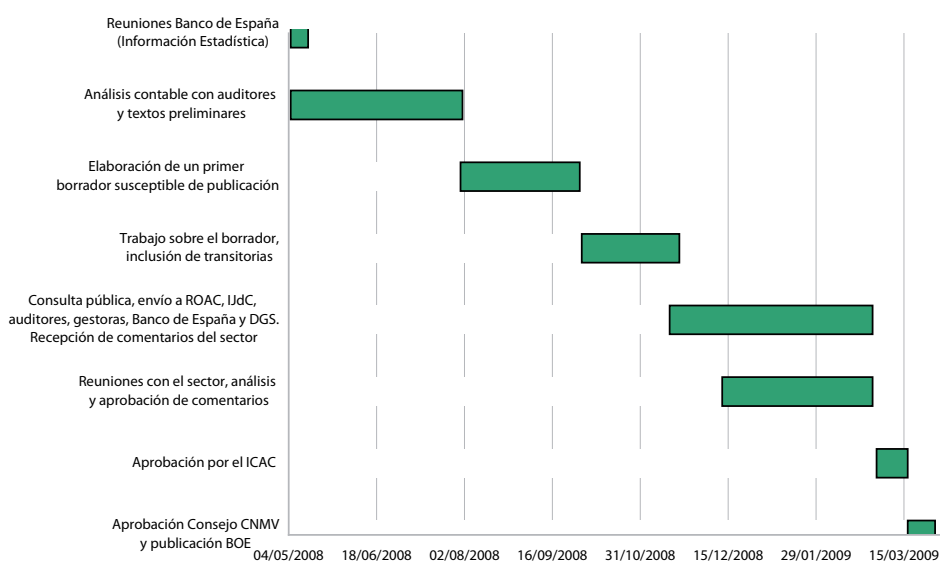
Los ajustes en el balance derivados de los nuevos criterios contables se realizarán con contrapartida en una cuenta de reservas cuyo importe neto, considerando el patrimonio nulo de los FT, deberá repercutirse a los activos o pasivos que corresponda de acuerdo a lo previsto en la Circular.

6 Proceso de elaboración

La redacción del texto publicado en el BOE el 31 de marzo ha llevado once meses de preparación, escalonados en diversas fases que se muestran en el gráfico 1.

Proceso de elaboración de la Circular 2/2009 de la CNMV (Diagrama de Gantt)

GRÁFICO 1

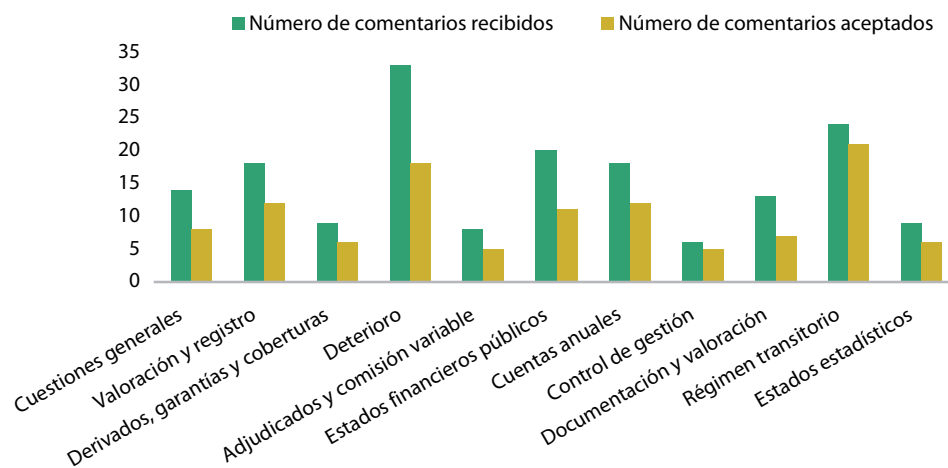


Fuente: elaboración propia.

Los comentarios que se recibieron durante la fase de consulta pública provenían de las principales gestoras de titulización en España, de las firmas de auditoría, de los colegios profesionales y de organismos reguladores (Banco de España e Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas). El gráfico 2 resume las cuestiones a las que se refirieron los comentarios.

Resumen de los comentarios recibidos por normas

GRÁFICO 2



Fuente: elaboración propia.

Del conjunto de comentarios recibidos, se puede observar que las normas que más dudas parecían suscitar eran las referentes al deterioro y a las normas transitorias.

Los comentarios referentes a cuentas anuales y estados financieros en su mayoría suponían modificaciones formales o adaptaciones a la información que los FT venían publicando en los mercados. Se ha realizado un esfuerzo de homogeneización para facilitar la comparabilidad de la información entre los distintos FT, lo que ha supuesto no aceptar algunos comentarios.

Del conjunto de comentarios no aceptados, se destacan tres en las áreas más cuestionadas, así como las razones para su no inclusión.

- i Principio de devengo vs principio de caja: desde el primer momento se fue consciente de la importancia que tenían en estas estructuras los flujos de caja y se llegó a plantear la posibilidad de realizar una contabilidad basada en el principio de caja. Numerosos comentarios recibidos, no sólo por las gestoras, sino también por algunos reguladores, valoraban muy positivamente esta tesis.

Sin embargo, la sujeción de los FT al Código de Comercio y, por tanto, al nuevo PGC, hacía inviable esta posibilidad. Adicionalmente, el principio de devengo permitía dejar constancia clara de determinados ingresos y gastos relevantes para los inversores (comisiones de los gestores y cedentes, margen de intermediación, deterioros con base en flujos estimados) que era difícil registrar en una contabilidad basada en el principio de caja.

Por lo tanto, se optó por desarrollar un plan sectorial basado en el principio de devengo con un elevado desglose informativo en materia de flujos de efectivo que incluye información, no sólo sobre los flujos de tesorería del ejercicio, sino también sobre cobros y pagos futuros previstos por la dirección.

- ii La Circular obliga a las gestoras a establecer políticas, métodos y procedimientos adecuados de valoración de los riesgos y documentación de las operaciones y a detallar información cualitativa y cuantitativa sobre los riesgos del FT.

Se recibieron comentarios por parte del sector en los que se ponía de manifiesto que la información que manejan las sociedades gestoras no es idéntica a la que tienen los cedentes, dificultando, o pudiendo hacer inviables, ciertas valoraciones y requisitos de información exigidos por la Circular.

El artículo 12 del Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, obliga a las sociedades gestoras a valorar los riesgos y documentar correctamente las operaciones. Por lo tanto, la Circular no impone requisitos adicionales a los establecidos en el citado Real Decreto o en el PGC.

Sin embargo, es cierto que las entidades tendrán que hacer un esfuerzo a la hora de incorporar la TIR efectiva a los activos, valorar los derivados o documentar la eficacia de las coberturas. En particular, al no incorporar la Circular un calendario de deterioro, es la sociedad gestora quien debe valorar si los eventos sucedidos en el ejercicio pueden suponer un impacto negativo en los flujos de efectivo estimados.

- iii El derecho transitorio de la Circular fija como fecha de transición el 1 de Enero de 2008, y permite no aplicar en las cuentas anuales del ejercicio 2008 las normas que suponen una mayor complejidad de cálculo y de medios.

En este caso se solicitaba que se fijara como fecha de transición el 31 de diciembre de 2008, al igual que se había hecho para otros planes sectoriales (seguros). Al no existir plan sectorial previo, y estar derogado el PGC anterior, aceptar la propuesta implicaba aplicar el nuevo Plan General de Contabilidad en el cierre de 2008. Al no estar adaptado, su aplicación podía generar mayores problemas (o incluso propiciar la existencia de salvedades de auditoría) que proponer como fecha de transición el 1 de enero de 2008.

Por otro lado, la contabilidad, como lenguaje que es, está sujeta a evolución, y la adaptación a la realidad cambiante del sector de los FT, así como la modificación de otras normas mercantiles o fiscales, podrían motivar la inclusión de mejoras en aspectos que, por los condicionantes legales existentes o las dificultades técnicas que suponían, no han sido incorporados en esta Circular. Temas como el deterioro, la periodicidad de los estados, o el contenido de los mismos podrían verse actualizados en el medio o largo plazo.

7 Conclusiones

La nueva Circular supone abordar por primera vez, desde una perspectiva integral, el régimen de información financiera y estadística aplicable a los FT, en el que se tengan en cuenta las peculiaridades de estos vehículos. Esta Circular, además, facilitará su adaptación a la nueva normativa contable surgida de la aprobación del nuevo Plan General de Contabilidad.

Es por ello que se ha establecido un régimen transitorio que limita considerablemente el nivel de cambios que se han de implementar en el primer ejercicio de aplicación, esto es, a las cuentas anuales de 2008. Adicionalmente, con el fin de que no suponga un menoscabo de información para los usuarios de esta información, se requiere a las sociedades gestoras que en las cuentas anuales del ejercicio siguiente a 2009 apliquen en su integridad la Circular desde el 1 de enero de 2008, con el objetivo que las cifras correspondientes al ejercicio 2008 sean plenamente comparativas.

Los nuevos requerimientos de información semestral pública representan una significativa estandarización de la información periódica que ya venían suministrando las sociedades gestoras respecto de los FT que administran. El hecho de publicarse, no sólo en formato PDF (©Adobe Acrobat), sino también en XBRL, representa un notable avance que permitirá su tratamiento automático por inversores, analistas, agencias de *rating* y resto de usuarios.

Facilitará también la preparación de estadísticas, cuya difusión pública facilitará asimismo el seguimiento de las magnitudes claves de este sector, que juega un importante papel en la gestión de activos de las entidades cedentes, entidades financieras mayoritariamente, aunque también participan empresas no financieras en las que el mecanismo de titulización aporta una herramienta de gran utilidad en la gestión del riesgo de liquidez al que están expuestas.

Se puede afirmar que constituyen mejoras significativas en la calidad de la información financiera la obligación de reconocer los derivados en balance, por su valor razonable, la contabilidad de coberturas y el nuevo régimen del deterioro de activos financieros, que requiere a los FT registrar una pérdida por deterioro desde que se incurre en ella, sin esperar a que se entre en situación de morosidad por impago.

Igualmente, el nuevo estado de flujos de efectivo, así como los desgloses adicionales que se exigen de cobros y pagos, intentan capturar la importancia que la tesorería y el ciclo de cobros y pagos tienen para este tipo de vehículos.

Si con carácter general se puede afirmar que lo importante, a la hora de evaluar cualquier inversión, es el flujo de caja, como reiteradamente han señalado analistas e

inversores, esto es incluso más cierto en el caso de los FT, por su eminente naturaleza *pass-through*, ya comentada.

En este sentido, en el periodo de consulta pública se manifestó cierta preferencia por una norma contable basada en el principio de caja. Si bien esto no fue posible, por no ser compatible con el marco conceptual contable del Código de Comercio, parece incuestionable la relevancia de la tesorería en este tipo de vehículos, de ahí que se le haya otorgado particular consideración, tanto en los estados principales, con la inclusión del Estado de Flujos de Efectivo, como en los desgloses exigidos en las notas explicativas y el informe de gestión.

Hay que mencionar, del mismo modo, la importancia y peculiaridad que representan la cuenta de pérdidas y ganancias y el estado de ingreso y gastos reconocidos. Como ya se ha comentado, los FT no tiene patrimonio y su resultado es nulo. Por lo tanto el saldo final de ambos estados será cero, al ser apropiado cualquier resultado positivo por el cedente como margen de intermediación y ser absorbida cualquier pérdida por los pasivos del FT, considerando su orden de prelación.

Sin embargo, ambos estados aportan información útil del desempeño del FT a lo largo del ejercicio: si ha tenido resultados positivos o negativos como consecuencia de su operativa (básicamente el diferencial entre ingresos y gastos por intereses, los resultados de cobertura y las pérdidas o reversiones por deterioro) y cómo tales rendimientos han afectado a los activos y pasivos del FT.

Precisamente la mayor transparencia derivada de la aplicación de la nueva Circular se espera que contribuya de manera positiva al desarrollo del sector, incremente la liquidez de estos instrumentos y minore la prima de “ignorancia”, como algunos la han denominado, asociada a este tipo de instrumentos de naturaleza compleja y en donde para una correcta evaluación de sus riesgos se precisa conocer las características y situación actualizada de los activos subyacentes que han sido objeto de titulación.

Asimismo, el disponer por primera vez de una norma específica que detalla mucho más la forma de contabilización, y que requiere un mayor contenido informativo, servirá como una herramienta útil a efectos de la responsabilidad de supervisión de estos vehículos que está encomendada a la CNMV.

8 Bibliografía

CNMV (2009): Circular 2/2009, de 25 de marzo, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los FT de titulación. CNMV Website.

Ley 19/1992, de 7 de Julio, sobre régimen de Sociedades y FT de Inversión Inmobiliaria y sobre FT de Titulación Hipotecaria.

Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los FT de Titulación de Activos y las Sociedades Gestoras de FT de Titulación.

Cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión por los depositarios de IIC

Albert Moreno Bernal (*)

* Albert Moreno Bernal pertenece al Departamento de Supervisión de IIC y ECR de la CNMV.

1 Introducción

El presente artículo pretende contextualizar y explicar la Circular 3/2009, de 25 de marzo, de la CNMV, sobre el contenido del informe semestral de cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión de los depositarios de instituciones de inversión colectiva (en adelante la Circular). En la sección 2, como consideraciones previas, se comentan el papel del depositario en la configuración de las IIC y la regulación histórica tanto de las funciones de vigilancia y supervisión como de la información a la CNMV de los resultados de su ejercicio. A continuación, en la sección 3, se pasa a exponer los aspectos vigentes en dicha materia (LIIC¹, RIIC² y Orden EHA/596/2008³) y la sección 4 se dedica a las especificaciones recogidas en la Circular 3/2009. Esta norma ha precisado el alcance de la revisión de la información pública periódica, ha matizado el concepto de anomalía de especial relevancia y ha desarrollado el informe semestral de depositarios exigido por el RIIC. La sección 5 recoge unas conclusiones del autor.

2 Consideraciones previas sobre la función de vigilancia

2.1 La figura del depositario en las IIC

Las IIC, salvo el particular caso de las SICAV autogestionadas, se estructuran jurídicamente a modo de triángulo, como indica Tapia Hermida (1998): por una parte los partícipes/accionistas, copropietarios del patrimonio de la IIC, por otra, la SGIIC, que tiene atribuida legalmente la facultad de dominio, sin ser propietaria de la IIC y, finalmente, el depositario de IIC, que actúa como depositario cualificado por la diversidad de funciones que la normativa le impone, que van más allá del depósito tradicional.

Los depositarios tienen dos funciones básicas. Por una parte el depósito y custodia de todos los valores mobiliarios y demás activos que integran el patrimonio de la IIC, así como su administración (entendida como la ejecución del cobro de los correspondientes rendimientos en las épocas de sus vencimientos o pagos, además de la realización de cuantos actos sean necesarios para que los valores o activos custodiados conserven el valor y los derechos que les correspondan). Por otra, la función de

1 LIIC: Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, modificada por la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras y por la Ley 43/2007, de 13 de diciembre.

2 RIIC: Reglamento de la Ley 35/2003, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, modificado por el Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo.

3 Orden EHA/596/2008, de 5 de marzo, por la que se regulan determinados aspectos del régimen jurídico del depositario de instituciones de inversión colectiva y se concreta el contenido de los estados de posición

vigilancia y supervisión de la SGIIC que, no sólo es una verificación del cumplimiento de la normativa relativa a la gestión de la IIC, sino que pretende garantizar que la gestión se lleva a cabo en el mejor interés del partícipe/accionista. Supone, pues, un primer nivel de supervisión sobre una gestión que queda fuera del control directo de los partícipes/accionistas. La naturaleza de la relación entre el depositario de IIC y los partícipes/accionistas podría calificarse, en ese sentido, de fiduciaria⁴.

2.2 Régimen histórico de las funciones de vigilancia y supervisión de los depositarios y de la información a la CNMV de sus resultados

La derogada Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las IIC establecía en su artículo 29 la obligación de los depositarios de vigilancia, en el sentido de supervisar que la gestión se ajustara a las disposiciones legales y reglamentarias, sin concretar el contenido ni el modo de cumplimiento. También el artículo 56 b) del Reglamento de 1990 reiteraba esta función de vigilancia de la gestión y configuraba por primera vez la obligación, excesivamente amplia y ambigua, de comunicar a la CNMV cualquier anomalía que detectaran en la gestión, pero no determinaba el alcance de esa vigilancia ni la forma de cumplimiento.

Fue la Orden Ministerial de 30 de julio de 1992, sobre precisión de las funciones y obligaciones de los depositarios, estados de posición y participaciones significativas de instituciones de inversión colectiva (en adelante Orden Ministerial de 1992), vigente hasta el 7 de junio de 2008, la que perfiló el contenido de la función de vigilancia y supervisión en tres aspectos:

- La comprobación de que las operaciones realizadas por la sociedad gestora o los administradores de la SIMCAV⁵ se hubieran hecho en régimen de mercado.
- La comprobación de que las operaciones de fondos y SIMCAV hubieran respetado los coeficientes y criterios de inversión previstos en la normativa aplicable.
- La supervisión de los criterios, fórmulas y procedimientos utilizados por la sociedad gestora para el cálculo del valor liquidativo de las participaciones del fondo de inversión.

Asimismo, debían comunicar a la CNMV las anomalías detectadas en el ámbito de la información, documentación y publicidad remitida a la CNMV por la gestora/SICAV, cuando de las comprobaciones realizadas resultara inexactitud o insuficiencia de la información, o por cualquier otra causa el depositario estuviera en desacuerdo con su contenido. No precisaba el plazo ni el medio para remitir el resultado de dicho contraste de información.

Por otra parte, se debía comunicar cualquier irregularidad percibida en la gestión o administración en el desarrollo de las funciones de vigilancia y supervisión enume-

4 Rius Riu, J.M. (2009): "Trusts and Trust-like Devices in the European Union: An Example of the Possibility and Desirability of Legal Transplants in European Private Law". Primer borrador de tesis doctoral. European University Institute. Adicionalmente, agradezco a Joan Rius su especial colaboración en la estructuración y revisión del presente artículo.

5 Sociedades de inversión mobiliaria de capital variable, denominadas SICAV a partir de la Ley 35/2003, que suprimió las sociedades de inversión de tipo abierto, sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo (SIM), establecidas en la LIIC de 1984.

radas anteriormente. En este caso se precisaba que se informara por escrito, pero sin indicar el plazo de remisión de la información.

No obstante la regulación anterior, la experiencia práctica de la supervisión de depositarios de IIC llevó a la CNMV a apreciar la necesidad de clarificar los supuestos en los que era necesaria una comunicación por parte de los depositarios. Por ello trasladó el criterio de que los depositarios debían comunicar, al menos:

- Las incidencias detectadas en el transcurso de su labor de vigilancia que estén expresamente contempladas en la Orden de 30 de julio de 1992, sobre precisión de las funciones y obligaciones de los depositarios.
- Las incidencias detectadas en el transcurso de su labor de vigilancia que puedan afectar al valor liquidativo de las IIC para las que ejerzan la función de depositario.
- Las incidencias que supongan incumplimientos sancionados por la normativa.
- Todas aquellas incidencias detectadas que, comunicadas a la gestora, no hayan sido rectificadas por ésta.

3 Régimen vigente de las funciones de vigilancia y supervisión de los depositarios

3.1 Ley 35/2003

La reforma en profundidad del régimen jurídico de la inversión colectiva española se llevó a cabo con la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva (LIIC), que derogó la anterior Ley de IIC. El artículo 6o señala las obligaciones que deberán cumplir los depositarios de IIC; en particular, las relativas a la función de vigilancia y supervisión se recogen en las letras siguientes:

- b) Asumir ante los partícipes o accionistas la función de vigilancia de la gestión realizada por las sociedades gestoras de los fondos de inversión o por los administradores de las sociedades de inversión. A este fin, comprobarán especialmente que se respetan los límites a las inversiones y coeficientes previstos en esta Ley.
- e) Satisfacer, por cuenta de los fondos, los reembolsos de participaciones, cuyo importe neto adeudará en la cuenta del fondo. A este fin, le corresponde supervisar los criterios, fórmulas y procedimientos utilizados por la sociedad gestora para el cálculo del valor liquidativo de las participaciones.
- h) Velar por el respeto de la legalidad en la actuación de la sociedad gestora cuando actúe como comercializadora de fondos de inversión.
- j) Realizar cualquier otra función que sirva para la mejor ejecución o como complemento de las funciones de custodia y vigilancia.

Por otro lado, en el punto 1 del artículo 62 de la LIIC se mantiene la obligación de los depositarios de comunicar a la CNMV cualquier anomalía que detecten en la gestión de las instituciones cuyos activos tienen en custodia.

3.2 Real Decreto 1309/2005

El Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, y se adapta el régimen tributario de las IIC (RIIC) dedica el artículo 93 específicamente a la función de vigilancia y supervisión.

Esta norma establece la exigencia de que los depositarios recaben mensualmente de la gestora/SICAV información suficiente que les permita desempeñar correctamente sus funciones de supervisión y vigilancia. Sobre esa información (así como de toda la restante información, documentación y publicidad que la gestora/SICAV deba remitir a la CNMV conforme la normativa vigente) deberán llevar a cabo las comprobaciones oportunas para contrastar su exactitud, calidad y suficiencia. El resultado de dichas comprobaciones se plasmará en un informe semestral sobre el cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión, que deberán remitir a la CNMV.

Asimismo, el RIIC habilita a la CNMV para que determine el contenido y el modelo al que habrá de ajustarse este informe, así como el plazo y la forma para su remisión. Indica, además, que el informe deberá incluir todos los incumplimientos normativos o anomalías detectados por el depositario en la gestión o administración⁶ de las IIC.

El artículo 93.3 del RIIC distingue dos tipos de comunicaciones en función de la gravedad de las anomalías, que deben recogerse en el informe semestral:

1) Anomalías que no revistan una especial relevancia:

Deberán incorporarse al informe semestral las observaciones que la SGIIC o, en su caso, los administradores de la SICAV hubieran podido realizar. Para ello, el depositario, con carácter previo a la remisión del informe semestral, deberá haber dado traslado de dicha anomalía a la SGIIC o, en su caso, a los administradores de la SICAV.

2) Anomalías de especial relevancia:

El depositario deberá informar de ellas por escrito a la CNMV a la mayor brevedad posible. El RIIC no exige que las observaciones de la gestora deban recogerse en el informe semestral.

Adicionalmente, el artículo 93.5 contempla que el Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, la CNMV puedan establecer funciones específicas de vigilancia y supervisión del depositario respecto a los saldos de los partícipes o accionistas de las IIC, aspecto todavía no desarrollado.

6 La referencia a la administración se refiere a la letra b) del artículo 62 del RIIC. Dicho artículo establece que la actividad de gestión de IIC de las SGIIC englobará, entre otras, las siguientes actividades:

- a) La gestión de activos.
- b) La administración de la IIC. Dentro de esta actividad se entienden comprendidas las siguientes tareas: servicios jurídicos y contables en relación a la gestión de la IIC; consultas de los clientes, relacionadas con las IIC gestionadas; valoración y determinación del valor liquidativo, incluyendo el régimen fiscal aplicable; control del cumplimiento de la normativa aplicable; llevanza del registro de partícipes o accionistas; distribución, en su caso, de los rendimientos.; suscripción y reembolso de participaciones de fondos y, en su caso, adquisición y enajenación de acciones de IIC.
- c) La comercialización de participaciones o acciones de la IIC.

3.3 Orden EHA/596/2008

La Orden EHA/596/2008, de 5 de marzo, por la que se regulan determinados aspectos del régimen jurídico del depositario de instituciones de inversión colectiva y se concreta el contenido de los estados de posición (en adelante, la Orden de depositarios), deroga la Orden Ministerial de 1992 y actualiza el régimen jurídico de los depositarios según los cambios introducidos en la LIIC y el RIIC, regulando en mayor detalle las funciones propias de los depositarios. En lo que se refiere a funciones de vigilancia y supervisión, cabe destacarse que redefine y matiza las funciones principales de la Orden Ministerial de 1992, concreta las tareas que deben llevar a cabo los depositarios para supervisar la comercialización directa de fondos por la gestora y realiza una primera delimitación normativa del concepto de anomalía de especial relevancia.

3.3.1 Función de vigilancia y supervisión

El artículo 2 de la Orden de depositarios mantiene las funciones principales de la Orden Ministerial de 1992 en cuanto a vigilancia y supervisión, si bien introduce novedades en cuanto a su alcance y el modo de ejecución. En resumen, en lo que se refiere a dichas funciones, exige:

- a) comprobar que las operaciones realizadas sobre bienes, derechos, valores o instrumentos, por la sociedad gestora/SICAV, por cuenta de las IIC, lo han sido en régimen de mercado.
- b) comprobar que las operaciones de los fondos de inversión y de las sociedades de inversión cumplen los requisitos, coeficientes, criterios y limitaciones de la normativa; verificar la adecuación de las inversiones a la vocación inversora definida en el folleto de la IIC; revisar así la aptitud de los activos en que se invierte. Se fija una periodicidad mensual para dichas revisiones.
- c) supervisar los procedimientos, criterios y fórmulas utilizados por la sociedad gestora/SICAV para el cálculo del valor liquidativo de las participaciones de los fondos de inversión y, como novedad respecto a la Orden Ministerial de 1992, también de las acciones de las SICAV.

La Orden de depositarios concreta en mayor medida que la anterior Orden Ministerial de 1992 la forma de llevar a cabo las tareas de supervisión y vigilancia:

- Obliga a la gestora/SICAV a remitir al depositario los estados reservados correspondientes de la IIC con quince días de antelación al envío a la CNMV, para que el depositario pueda realizar las comprobaciones oportunas sobre la conciliación de las posiciones de la IIC.
- En relación con el folleto informativo y la información pública periódica, el depositario deberá contrastar, con carácter previo a la remisión de esta información por la gestora/SICAV a la CNMV, la exactitud, calidad y suficiencia de la misma.
- Deberá contar con un manual de procedimientos interno en el que se detallará el ámbito de las revisiones, los métodos utilizados y la periodicidad con la que se llevará a cabo la función de control y vigilancia de los coeficientes, políticas

de inversión y criterios para el cálculo del valor liquidativo, así como el resto de funciones que tenga encomendada por la normativa. Dicho manual deberá ser aprobado por el órgano de administración del depositario y estar siempre convenientemente actualizado.

El punto 5 del artículo 2 de la Orden desarrolla la obligación de supervisión de la actuación de la gestora como comercializadora de fondos de inversión, recogida en la LIIC, indicando que verificará que los procedimientos de comercialización establecidos por la gestora en documentos como los manuales de comercialización se adecuan a las previsiones que establezca la normativa que les sea de aplicación.

3.3.2 Anomalías de especial relevancia

La Orden de depositarios establece una definición de anomalías de especial relevancia en el artículo 2.4, por primera vez en el ordenamiento, con dos posibles casos:

- Aquellas anomalías que pudieran tener un impacto apreciable sobre el valor liquidativo.
- Cuando se trate de actos u omisiones calificados como infracciones graves o muy graves por el régimen sancionador de la LIIC.

La apreciación del umbral de impacto en valor liquidativo que da lugar a la consideración de anomalía de especial relevancia parece quedar al criterio del depositario, que lo debería recoger en su manual de procedimientos.

4 Contenido de la Circular 3/2009

La Circular pretende sistematizar el envío de información a la CNMV por los depositarios en cumplimiento de su función de vigilancia. A fin de facilitar el análisis por la CNMV de las revisiones efectuadas por los depositarios en el ejercicio de su función de vigilancia y supervisión, la Circular precisa el alcance de la revisión que deben realizar los depositarios de la información pública periódica de gestoras de IIC y de SICAV autogestionadas que se remite a la CNMV. También desarrolla el concepto de anomalía de especial relevancia, recogiendo las incidencias que pudieran detectarse por los depositarios que implican una comunicación inmediata a la CNMV. Finalmente, la Circular regula el contenido, forma y plazo de remisión del informe semestral de depositarios de anomalías detectadas.

4.1 Precisiones sobre la revisión de la información pública periódica

La Circular ha precisado en su norma 5ª el alcance mínimo del contraste que debe llevar a cabo el depositario sobre la exactitud, calidad y suficiencia de la información pública periódica, con carácter previo a la remisión a la CNMV, por la sociedad gestora o SICAV. Establece que “se entenderá cumplida cuando se revisen, como mínimo, la coincidencia de la cartera de inversiones y tesorería con la información de los registros internos del depositario, el contenido de los hechos relevantes, las comisiones establecidas y la información sobre operaciones vinculadas entre gestora y depositario. La información anterior se supervisará tanto para IIC de carácter

financiero como fondos inmobiliarios.” Con esta premisa de mínimos se elimina la inseguridad jurídica del sector por eventuales incumplimientos en la ejecución de la función de vigilancia y supervisión en lo relativo a dicha información periódica.

Se establece, por tanto, una prioridad temporal en las revisiones de ciertos datos de la información periódica por razón de su importancia:

- El cuadro de cartera y tesorería con los registros del depositario, como magnitudes fundamentales del patrimonio de la IIC.
- Contenido de los hechos relevantes⁷, como especialmente significativos para los inversores de la IIC a la hora de adoptar decisiones de inversión o desinversión.
- Las comisiones de gestión sobre patrimonio, de gestión sobre resultados y de depósito, por tratarse de gastos con impacto apreciable en valor liquidativo.
- Las operaciones vinculadas entre gestora, o sus IIC gestionadas o SICAV autogestionadas, y depositario (operaciones de adquisición o venta de valores o instrumentos financieros en los que el depositario sea vendedor o comprador respectivamente), que deberían haberse realizado en interés exclusivo de la IIC y a precios, o en condiciones, iguales o mejores que los de mercado.

La Circular también indica que el resto de información pública periódica se revisará en el mes posterior al envío de dicha información a la CNMV, verificando la coherencia de la misma en los términos previstos en el manual de procedimientos de la entidad.

4.2 Anomalías de especial relevancia

En el ámbito de definición de las anomalías que deben comunicarse a la CNMV, la Circular reitera las dos referencias indicadas en la Orden de depositarios como anomalías de especial relevancia, si bien matiza y limita la segunda al considerar como anomalías de especial relevancia los actos u omisiones calificados como infracciones graves o muy graves en el capítulo VI de la LIIC, “siempre que dichas infracciones no se correspondan con obligaciones propias del depositario o con incumplimientos de la gestora que no sean objeto de la función supervisora de los depositarios”. De este modo, no se considerarán como anomalías de especial relevancia los actos u omisiones contenidos en las letras del artículo 80 y el artículo 81 de la LIIC, concretadas por la propia Circular, que se detallan a continuación.

Del artículo 80 se citan las siguientes letras:

- c) El incumplimiento de la obligación de someter a auditoría las cuentas.
- g) La utilización de las denominaciones o siglas reservadas por esta Ley a las IIC y sus sociedades gestoras por entidades o personas no inscritas en los correspondientes registros, y la realización por éstas de actividades reservadas a dichas instituciones o entidades, sin perjuicio en ambos casos de las responsabilidades de otro orden en que hubieran podido incurrir.

7 Véase Circular 5/2007, de 27 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre hechos relevantes de las IIC.

- h) La resistencia o negativa a la inspección establecida en el artículo 70.
- o) El incumplimiento por parte de los depositarios de las funciones y obligaciones contempladas en los artículos 60 y 62 de esta Ley, siempre que conlleven un perjuicio grave para los inversores o accionistas de una IIC.
- q) El mantenimiento por las SGIIC o por las sociedades de inversión durante un período de seis meses de unos recursos propios inferiores a los exigidos para obtener la preceptiva autorización.
- r) La ausencia de un departamento de atención al cliente en los términos previstos en el artículo 48.
- t) El incumplimiento de las normas de separación del depositario y la sociedad encargada de la gestión de la IIC, establecidas en el artículo 68.
- u) La comisión de infracciones graves cuando durante los cinco años anteriores a su comisión hubiera sido impuesta al infractor sanción firme por el mismo tipo de infracción.

Del artículo 81 se indican las letras:

- c) La llevanza de la contabilidad de acuerdo con criterios distintos de los establecidos legalmente cuando ello desvirtúe la imagen patrimonial de la entidad o de la IIC afectada, así como el incumplimiento de las normas sobre formulación de cuentas o sobre el modo en que deban llevarse los libros y registros oficiales, cuando de ello deriven perjuicios graves para terceros.
- i) El incumplimiento por el depositario de las funciones y obligaciones contempladas en los artículos 60 y 62 de esta Ley, cuando no deba calificarse como falta muy grave.
- j) El cese o disminución de una participación significativa incumpliendo lo previsto en el artículo 45.8.
- k) La inobservancia de lo dispuesto en el tercer inciso del párrafo c) del apartado 2 del artículo 11 de esta Ley.
- l) La comisión de infracciones leves cuando durante los dos años anteriores a su comisión hubiese sido impuesta al infractor sanción firme por el mismo tipo de infracción.

La Circular también especifica los siguientes actos u omisiones de los artículos 80 y 81 de la LIIC, que se considerarán anomalías de especial relevancia siempre y cuando se correspondan con la función de vigilancia y supervisión del depositario de acuerdo con la Orden de depositarios:

- 1- En lo referente a la información pública objeto de control por parte del depositario:
 - La omisión o falsedad en la contabilidad y en la información que se debe facilitar o publicar de conformidad con la LIIC, salvo que tenga un carácter meramente ocasional o aislado.
- 2- En relación a la actuación de las gestoras en interés de accionistas y partícipes e información que deben remitir a los depositarios:

- El incumplimiento por parte de las sociedades gestoras de las funciones y obligaciones contempladas en el artículo 46 de la LIIC, siempre que conlleve un perjuicio grave para los inversores o accionistas de una IIC.
- El incumplimiento por parte de las sociedades gestoras de las funciones y obligaciones contempladas en el artículo 46 de la LIIC cuando no deba ser calificado como falta muy grave.

3-En los casos puestos de manifiesto a través de las incidencias detectadas en los controles efectuados por el depositario:

- La presentación, por parte de las sociedades de inversión o las sociedades gestoras, de deficiencias en la organización administrativa y contable o en los procedimientos de control interno, incluidos los relativos a la gestión de los riesgos, cuando tales deficiencias pongan en peligro la solvencia o la viabilidad de la entidad.
- La realización de actuaciones u operaciones prohibidas por normas con rango de ley o reglamentarias, reguladoras del régimen de IIC o incumplimiento de los requisitos establecidos en las mismas, salvo que tengan un carácter meramente ocasional o aislado.
- La presentación, por parte de las sociedades de inversión o las SGIIC, de deficiencias en la organización administrativa y contable o en los procedimientos de control interno, incluidos los relativos a la gestión de los riesgos, una vez que haya transcurrido el plazo concedido al efecto para su subsanación por las autoridades competentes y siempre que ello no constituya infracción muy grave.

En el punto 2 de la Norma 6ª de la Circular se contempla la posibilidad de que el depositario informe a la SGIIC de las anomalías de especial relevancia, que deben ser comunicadas sin tardanza por escrito a la CNMV según el artículo 93.4 del RIIC. A continuación exige, al igual que el RIIC, incluir las anomalías de especial relevancia en el informe semestral. Dicha obligación es algo diferente del contenido del punto 3 de la Norma 5ª relativa a precisiones sobre la revisión de información pública periódica, que concluye así:

Por tanto, en el informe semestral se incluirán las incidencias detectadas en la revisión de la totalidad de la información pública periódica, salvo aquellas anomalías de especial relevancia que deben ser comunicadas a la CNMV con carácter inmediato.

No resulta ilógico vaticinar que los depositarios indicarán en el informe semestral nuevamente las anomalías relevantes ya comunicadas con anterioridad, relativas o no a información periódica, e incorporarán las observaciones de la gestora aunque el RIIC no las exigía.

La Circular, finalmente, establece la obligación de que las entidades depositarias incluyan en su manual de procedimientos el sistema de comunicación a las sociedades gestoras/SICAV de las incidencias y anomalías que detecten como consecuencia de los controles mensuales realizados sobre los estados reservados recibidos.

4.3 Informe semestral

A partir de la entrada en vigor de la Circular, el 1 de julio de 2009, los depositarios de IIC tienen la obligación de remitir a la CNMV telemáticamente, vía CIFRADO/CNMV o canal similar que establezca la CNMV, un informe por cada semestre natural y para cada gestora de cuyas IIC sean entidad depositaria, o por cada SICAV autogestionada de la que sean depositarios a la fecha de referencia del informe semestral. Deberá presentarse antes del último día natural del segundo mes después del período de referencia. Por tanto la primera información que deben remitir será la correspondiente al segundo semestre de 2009, debiéndose presentar antes del 28 de febrero de 2010.

En el supuesto de sustitución de la entidad depositaria, únicamente estará obligado a remitir el informe semestral el depositario que conste en los registros de la CNMV en el último día del período de referencia y por el período comprendido entre su designación y el último día del semestre.

Para las IICIL/IICIL, en el caso de no estar disponible toda la información del semestre a los efectos de su revisión, por tener estas instituciones un plazo de tres meses para elaborar y rendir los estados reservados a CNMV, se puede entender que el informe semestral abarcará las anomalías detectadas en los estados que hayan sido objeto de presentación. Las del resto de estados del período se incluirán en el informe semestral siguiente.

El Anexo A de la Circular recoge cinco modelos de comunicación, codificados secuencialmente desde Do1 a Do5. Los cuatro primeros modelos se utilizarán para que los depositarios informen de determinados resultados de las funciones de supervisión y vigilancia precisadas por la Orden de depositarios, de acuerdo con los controles establecidos en el manual de procedimientos de la entidad al que alude el artículo 9 de la Orden. El quinto modelo recogerá información complementaria, a los efectos de que la CNMV disponga de datos actualizados de contacto del depositario.

Todos los modelos, excepto el Do5, se cumplimentarán para cada IIC, salvo en el caso de las IIC por compartimentos, en las que se cumplimentará para cada compartimento. Recogerán las observaciones que la SGIIC o, en su caso, la SICAV autogestionada hubiera realizado como consecuencia de la comunicación de la anomalía por parte del depositario. El contenido de los modelos es el siguiente:

Modelo Do1 – Valoración de activos:

Se reflejarán las incidencias que afecten a la valoración de los activos, captura de precios, introducción de parámetros de valoración y otras incidencias de valoración que se detecten en el control de los estados reservados o en el seguimiento de la evolución de los valores liquidativos. En este modelo se creará un registro para cada incidencia.

Se identificará el tipo de IIC, su número de registro o el de su compartimento y se describirá el valor que motiva la incidencia y su ISIN. Además, se evaluará el impacto de la incidencia en euros y en términos porcentuales sobre el valor liquidativo, indicándose la fecha de la incidencia y la fecha de resolución por la gestora con las observaciones facilitadas por ésta a la preceptiva comunicación previa al depositario.

Modelo Do2 – Conciliaciones de títulos y saldos:

Se informará del número de incidencias detectadas en los procesos de conciliación mensual de los estados reservados proporcionados por la gestora, o SICAV autogestionada, con los registros internos de los depositarios por tipo de activo y para cada IIC.

Igual que en el modelo anterior, se identificará el tipo de IIC, su número de registro o el de su compartimento y se describirá el tipo de valor que motiva la incidencia. Se distinguirán las diferencias resueltas de las no resueltas, debiéndose informar en ambos casos del número de diferencias, su importe total en euros, el impacto mayor sobre el valor liquidativo y la antigüedad media. Se recogerán también las observaciones de la gestora.

Modelo Do3 – Otras incidencias en valor liquidativo:

En este modelo se reflejará, por cada IIC, el total de incidencias detectadas en el semestre, como consecuencia del seguimiento de la evolución del valor liquidativo, que no hayan sido incluidas en los modelos anteriores. La Circular indica, como ejemplo, las deficiencias en la contabilización de hechos corporativos o en la periodificación de intereses o comisiones.

La identificación de la IIC es igual que los casos anteriores. También el requisito de distinguir entre incidencias resueltas y no resueltas y las exigencias de información en ambos casos es igual que en el modelo Do2.

Modelo Do4 – Coeficientes y límites legales de IIC:

Reflejará incumplimientos legales, tanto resueltos como pendientes de resolución a último día del semestre de referencia, que hayan detectado como consecuencia de sus funciones de vigilancia. Se cumplimentará por cada gestora y la información se dará agrupada por tipo de incumplimiento para el total de las IIC.

Se informará del tipo de incumplimiento, el número de incumplimientos y su antigüedad media, separando incumplimientos resueltos y pendientes. Debe incorporar, asimismo, las observaciones de la gestora.

Modelo Do5 – Información complementaria:

Se identificará a la persona responsable de la depositaría de IIC y su cargo, y una persona de contacto con su número de teléfono, fax y correo electrónico correspondiente.

En el punto 5 de la Norma 3^a, relativa a la estructura del informe semestral, se indica que cuando el depositario, en sus funciones de supervisión y vigilancia, detecte incidencias o incumplimientos que no tengan cabida en la estructura del informe semestral deberá comunicarlo por escrito a la CNMV, aportando la información pormenorizada de los mismos junto con los comentarios que haya recibido de la entidad gestora.

Debe entenderse, por tanto, que la CNMV exige un informe semestral complementario, a presentar por escrito, que recoja aspectos derivados del ejercicio de la función de vigilancia y supervisión que no se hayan comunicado en los modelos anteriores. Este informe complementario se refiere al mismo periodo y deberá ser entregado en los mismos plazos que el informe semestral modelizado que está integrado por los

cinco modelos comentados. La exigencia de dicho informe tiene cobertura normativa en el artículo 93.3 del RIIC, que establece que los depositarios deberán remitir a la CNMV un informe semestral sobre el cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión en el que se pondrá de manifiesto la exactitud, calidad y suficiencia de la información que les remita la SGIIC o, en su caso, los administradores de la SICAV, así como de la restante información, documentación y publicidad⁸ que deben enviar a la CNMV.

La norma no detalla el contenido del informe complementario. No obstante, dado que el depositario tiene la obligación de informar a la CNMV, sin tardanza y por escrito, de las anomalías de especial relevancia que se detecten en el ejercicio de supervisión y vigilancia en la gestión o administración de las IIC, no cabe duda alguna de que las anomalías relevantes que no tengan encaje en la casuística de los modelos Do1 a Do4 deberán recogerse en ese informe semestral complementario. Uno de los posibles casos a informar podría ser, por ejemplo, las incidencias derivadas de la revisión de los procedimientos de comercialización de fondos recogidos en manuales de las gestoras, tarea recogida en la Orden de depositarios.

La Circular indica que la elaboración y presentación del informe semestral del depositario se realizará sin perjuicio de que deba poder acreditar ante la CNMV, en todo momento, el resultado de sus labores de supervisión, vigilancia, depósito y custodia, así como de estar en disposición de proporcionar información más amplia sobre las incidencias o anomalías detectadas en el curso de sus revisiones. Dicha acreditación deberá conservarse durante un plazo mínimo de cinco años.

5 Conclusiones

La Circular ha culminado el proceso de actualización del régimen jurídico de los depositarios de IIC, en particular en la regulación del cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión de la gestora/SICAV y de la comunicación de los resultados de las revisiones a la CNMV.

Ha concretado los aspectos que deben supervisarse y, en su caso, informarse, con mayor o menor inmediatez, a la CNMV. La precisión del alcance del contraste de la exactitud, calidad y suficiencia de la información pública periódica, con carácter previo a la remisión a la CNMV, confiere seguridad jurídica al depositario, ya que le señala los puntos mínimos que debe revisar para que se entienda cumplida la función de supervisión en esa materia, sin perjuicio de la obligación de verificar la coherencia de la restante información pública periódica en el mes siguiente a su envío a la CNMV.

La tasación de las anomalías de especial relevancia facilita un control más estricto por el depositario, debido a la obligación de comunicar a la CNMV dichas incidencias por escrito y sin tardanza. La CNMV puede así disponer con carácter inmediato

⁸ La remisión previa a la CNMV de publicidad relativa a IIC no es obligatoria sino potestativa, si bien documentos públicos de entrega obligatoria e irrenunciable con ocasión de la primera suscripción de cada fondo por un partícipe, como son el folleto informativo del fondo o los informes periódicos a partícipes, sí que deben remitirse a la CNMV. La Orden de depositarios menciona en este sentido la obligación de contrastar la exactitud, calidad y suficiencia del folleto y la información pública periódica, sin referirse al término "publicidad".

de información muy importante relativa a las IIC que permitirá emprender las actuaciones oportunas sin demora. Además, la homogenización de la remisión de información semestral por sistema CIFRADOOC permitirá un análisis más sistemático por parte de la CNMV de las anomalías en la gestión de IIC.

6 Bibliografía

Benjumea Alarcón, J.I. (2007): “Depositario”. *Régimen Jurídico de los mercados de valores y de las Instituciones de inversión colectiva*. La Ley-Grupo Wolters Kluwer, pp.1179-1237.

González-Echenique Castellanos de Ubao, L. (2007) “Instituciones de inversión colectiva de carácter financiero”. *Régimen Jurídico de los mercados de valores y de las Instituciones de inversión colectiva*. La Ley-Grupo Wolters Kluwer, pp. 1001-1082.

González Pintor, J.C: (2008): “La nueva normativa sobre depositarios: análisis de la Orden EHA/596/2008”. *Boletín de la CNMV*. Trimestre III, pp. 123-142.

Tapia Hermida, A.J. (1998): *Sociedades y fondos de inversión y fondos de titulización*, Editorial Dykinson, págs.159-160.

Agencias de *rating*: análisis de la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo

Raquel García Alcobilla y Francisco Javier Ruiz del Pozo(*)

* Raquel García Alcobilla pertenece a Gabinete de Presidencia de la CNMV y es Rapporteur del grupo de CESR de Agencias de *rating* y Javier Ruiz del Pozo pertenece a la Dirección General de Mercados de la CNMV.

1 Introducción

El Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo sobre agencias de *rating* (agencias) fue aprobado por el Parlamento el 23 de abril de 2009¹. Este texto ha sido también acordado por el Consejo a través del Coreper, si bien está pendiente aún su aprobación formal, que previsiblemente tendrá lugar a finales del mes de julio (o, en caso de que esta fecha no fuera posible, en septiembre). Se espera que el Reglamento se publique en el Diario Oficial de la Unión Europea a finales de septiembre de 2009 y que entre en vigor por lo tanto hacia la mitad o final de octubre de 2009 (20 días después de la publicación). Las agencias ya existentes podrán solicitar el registro entre 6 y 9 meses después de la entrada en vigor del Reglamento (entre abril y julio de 2010). Las entidades reguladas (bancos, entidades de servicios de inversión) tendrán 12 meses desde la entrada en vigor (hasta octubre de 2010) para asegurarse de que sólo usan para fines regulatorios calificaciones emitidas por agencias registradas.

En el artículo publicado en el Boletín de la CNMV relativo al tercer trimestre de 2008² se explicaba el debate sobre la necesidad de introducir en Europa una regulación de las agencias y se anticipaban los distintos modelos de registro y supervisión que los legisladores europeos iban a discutir. En este artículo se analiza la estructura de supervisión que finalmente se ha visto recogida en la normativa y, además, se proporciona un análisis completo de los aspectos fundamentales contenidos en el Reglamento.

En la primera sección se explican brevemente los conceptos básicos necesarios para comprender jurídicamente el alcance de las disposiciones sustantivas del Reglamento. A continuación, en la segunda sección, se analiza el ámbito de aplicación del Reglamento poniendo de manifiesto el diferente enfoque usado con las agencias europeas y con las agencias de países no europeos. La tercera sección ahonda en el tema de agencias de países no europeos y desarrolla con más detalle los dos mecanismos introducidos por el Reglamento para permitir que los emisores de la Unión Europea puedan usar a efectos regulatorios los *ratings* de estas agencias. A continuación, en sucesivas secciones, se analiza el régimen sustantivo de la regulación y se explica la compleja estructura de supervisión acordada por los legisladores europeos. Finalmente, se analiza brevemente el impacto que previsiblemente tendrá la regulación en España y se incluyen unas consideraciones finales.

1 Las referencias incluidas en el texto a determinados artículos se remiten a la versión del Reglamento aprobada por el Parlamento Europeo el 23 de abril.

2 García Alcubilla, R. y Ruiz del Pozo, J. (2008): "Agencias de *rating*: el debate sobre la futura legislación europea". *Boletín de la CNMV*, trimestre III, pp. 97-113.

2 Conceptos fundamentales

El Reglamento introduce por primera vez una regulación comunitaria sobre las agencias de *rating*. Esto ha supuesto la incorporación al derecho comunitario de una serie de términos que hasta ahora sólo eran utilizados por el mercado. A nivel global los supervisores de valores agrupados en IOSCO habían consensuado y recogido en su código de conducta para agencias de *rating* ciertas nociones como la de agencia de *rating* o la de *rating*. A pesar del carácter voluntario del código de conducta para agencias de *rating* de IOSCO, estas definiciones supusieron una cierta estandarización internacional que ha sido tomada en cuenta, con ciertas matizaciones, por los legisladores europeos. A continuación se citan los principales conceptos que establece el Reglamento.

Agencia de calificación crediticia (o agencia de *rating*)

Una agencia de calificación crediticia es una persona jurídica cuya ocupación consiste en emitir calificaciones crediticias profesionalmente. Según esta definición, para determinar qué entidades están sujetas al Reglamento es clave la interpretación del concepto de calificación crediticia o *rating*.

Calificación crediticia (o *rating*)

Dictamen acerca de la solvencia de una entidad, una deuda u obligación financiera, obligaciones, acciones preferentes o instrumentos financieros asimilables, o un emisor de tal deuda, obligación o instrumentos financieros, que se emite utilizando un sistema establecido y definido de clasificación de las categorías de calificación.

El Reglamento también contiene una definición negativa de *rating* al establecer que no se considerarán calificaciones crediticias:

- recomendaciones en el sentido del artículo 1.3. de la Directiva 2003/125/CE de la Comisión;
- informes de inversiones, como se definen en el artículo 24, apartado 1 de la Directiva 2006/73/CE de la Comisión y otras formas de recomendación general como «compre», «venda» o «conserva» en relación con transacciones de instrumentos financieros y obligaciones financieras; u
- opiniones sobre el valor de una obligación financiera o un instrumento financiero.

Una cuestión de interpretación todavía no resuelta surge de la necesidad de distinguir entre una calificación crediticia (o *rating*) y un *score* en relación con obligaciones derivadas de relaciones comerciales, industriales o de consumidores. En la traducción del texto del Reglamento aprobado por el Parlamento Europeo el término inglés *score* se ha traducido como “calificación crediticia”. Esto ya da una idea de la dificultad de separar ambos conceptos. La cuestión no es puramente teórica, puesto que las entidades que se dediquen exclusivamente a emitir *scores* no estarían sujetas al Reglamento y por lo tanto no necesitarían registrarse. Parece que de acuerdo con la noción asumida en general por el mercado, modelo de *scoring* es el que proporciona una medida de la solvencia de una entidad utilizando información estadística sobre impagos y métodos cuantitativos para determinar el peso de cada una de las variables utilizadas en el modelo. Normalmente los modelos de *scoring* se utilizan para medir la solvencia de personas físicas y de pequeñas y medianas empresas.

Dado que una calificación crediticia o *rating* puede estar también basada exclusivamente en modelos cuantitativos, parece que el tipo de modelo utilizado para determinar la solvencia (cualitativo versus cuantitativo) no debería ser el factor clave para distinguir entre *ratings* y *scores*.

El objetivo de los legisladores europeos podría ser excluir las calificaciones sobre la solvencia de personas físicas o entidades que por su pequeño tamaño no captan fondos en los mercados de valores. Sin embargo, la distinción en función del tipo de entidad calificada no resulta de la literalidad del Reglamento, por lo que la labor de interpretación que deberá realizar CESR para determinar qué entidades están excluidas de registro y supervisión no va a ser fácil.

Entidad calificada

Persona jurídica cuya solvencia se califica, a través del *rating*, con independencia de que haya solicitado o no dicho *rating* y de que haya facilitado o no información para el mismo.

Estado Miembro de origen

Estado Miembro en que la agencia de *rating* tenga su domicilio social. El lugar del domicilio social en la Unión Europea de una agencia de *rating* (matriz o filial) es el criterio utilizado para la asignación de la autoridad competente que se encargará de registrarla y supervisarla. Un grupo de agencias de *rating* tendrá tantos Estados Miembros de origen (y, consecuentemente, autoridades competentes de origen) como Estados Miembros en los que haya establecido filiales.

Fines reglamentarios

Fin reglamentario es el uso de *ratings* con el propósito específico de cumplir el Derecho comunitario, traspuesto por la legislación de los Estados Miembros. Esta es una noción clave del Reglamento, puesto que para que un *rating* pueda utilizarse para cumplir con fines reglamentarios debe haber sido emitido por una agencia registrada.

Usos de *ratings* para fines reglamentarios

Como se acaba de mencionar, el Reglamento define como “fines reglamentarios” el uso de calificaciones crediticias con el propósito específico de cumplir el Derecho comunitario, traspuesto por la legislación de los Estados Miembros. Por lo tanto, un uso para fines reglamentarios o regulatorios significa que una entidad está obligada bajo determinadas circunstancias a utilizar un *rating* porque así lo exige una norma comunitaria.

Actualmente, la normativa comunitaria únicamente impone el uso del *rating* en dos supuestos:

- En la Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre adecuación de capital de entidades de servicios de inversión y entidades de crédito. En esta Directiva, que replica el acuerdo de Basilea II, se permite a las entidades calcular el capital regulatorio usando el método estándar que se basa en la utilización de los *ratings* emitidos por agencias reconocidas como External Credit Assessment Institutions (ECAI) por los supervisores bancarios.

- De una forma mucho más limitada, en la Directiva 2006/73/CE de implementación de la Directiva 2004/39/CE relativa a los mercados de instrumentos financieros, cuyo artículo 18.2 considera que un instrumento del mercado monetario es de alta calidad cuando haya obtenido la máxima calificación crediticia por las agencias que lo hayan calificado.

Finalmente, está previsto que la futura normativa comunitaria sobre solvencia de las entidades de seguros contenga también usos de *ratings* para fines regulatorios.

Por lo tanto, el uso de *ratings* para fines reglamentarios impuestos por legislación nacional de los Estados Miembros está fuera del ámbito de aplicación del Reglamento. Esto significa que los Estados Miembros pueden mantener en sus normas usos de *ratings* para fines adicionales, pero no pueden imponer a las agencias ningún requisito adicional a los previstos en el Reglamento.

Entidad que ha emitido el *rating*

El Reglamento parte de la base de que los *ratings* se pueden asignar a una determinada entidad jurídica y, por tanto, que los *ratings* emitidos por los grupos de agencias (por ejemplo Fitch, Moody's o Standard & Poors) deben ser a efectos legales emitidos por una de las entidades del grupo.

No es una cuestión puramente teórica, puesto que la determinación de la entidad que ha emitido un *rating* tiene consecuencias prácticas. Por ejemplo, en el caso de un grupo de agencias de *rating* establecido fuera de la Unión Europea y con filiales en algún Estado Miembro, el régimen es diferente dependiendo de si un *rating* usado para fines reglamentarios en Europa se ha emitido por una filial europea (la agencia tiene que estar registrada en la Unión Europea y no hacen falta requisitos adicionales) o si se ha emitido por una entidad del grupo domiciliada en un tercer país (en este caso, el *rating* tiene que estar refrendado por una filial del grupo con domicilio en la UE).

Incluso dentro de la Unión Europea es relevante determinar dónde se ha emitido el *rating*. Por ejemplo, todas las filiales del grupo Fitch en la UE estarán sujetas a la misma regulación y a una supervisión común por el colegio que supervise a todo el grupo en Europa. Pero un incumplimiento del Reglamento podría ser imputable únicamente a una de las filiales, por ejemplo porque no cumpliera los requisitos relativos a la publicación de los *ratings* que emite. En ese caso, las medidas de supervisión, tras discutirse en el colegio, deberían ser adoptadas por la autoridad competente del Estado de origen.

Sin embargo, el Reglamento no establece ningún criterio para determinar qué agencia dentro de un grupo es la que ha emitido el *rating*, con lo cual los grupos de agencias tendrían libertad para asignar los *ratings* entre las entidades del grupo. Dada la complejidad de la cuestión, sería conveniente que CESR estableciera criterios con objeto de conseguir una interpretación uniforme por parte de las agencias y que sea conforme con los objetivos del Reglamento.

Uno de los factores a tener en cuenta para determinar la entidad que emite el *rating* podría ser el país de residencia del emisor cuya deuda se califica, o el país de residencia del originador de los activos en el caso de calificación de titulizaciones. Podría tener sentido que el *rating* fuera emitido por la agencia que esté domiciliada en el país del emisor u originador, puesto que será dicha filial la que requiera del emisor

la información necesaria para emitir el *rating* (al menos cuando se utilice un método cualitativo). Pero la agencia no tiene por qué tener filiales ni sucursales en los países de los emisores que califica. Y en el caso de *ratings* emitidos sin la participación del emisor (por ejemplo, con base en modelos puramente cuantitativos) no parece que el domicilio del emisor sea un factor determinante.

Además, los grupos de agencias utilizan regularmente recursos localizados en distintos países para emitir un *rating*. Por ejemplo, es común que intervengan en el mismo *rating* analistas situados en distintos países. Lo mismo sucede respecto de los comités que toman la decisión final sobre el *rating*.

CESR, con la cooperación de las agencias y otros participantes del mercado, discutirá estos y otros factores en los próximos meses con el fin de conseguir una respuesta apropiada a esta difícil cuestión.

3 **Ámbito de aplicación del Reglamento**

El Reglamento prevé dos formas diferentes de determinar su ámbito de aplicación, una para las agencias de *rating* domiciliadas en la UE y otra para las agencias domiciliadas en terceros países.

Agencias europeas

El Reglamento establece una reserva de actividad. La actividad de emitir *ratings* se reserva en la UE con carácter exclusivo a las entidades que se registren como agencias de conformidad con el Reglamento. Dicho de otro modo, las personas jurídicas establecidas en la UE que emitan *ratings* están sometidas al Reglamento y tienen la obligación de registrarse ante su autoridad competente en la UE.

Agencias de terceros países

Por el contrario, las agencias de terceros países, es decir, de países no miembros de la Unión Europea, sólo están sujetas al Reglamento en tanto que sus *ratings* se utilicen para fines regulatorios por entidades supervisadas en la UE. Es decir, estas agencias no necesitan estar registradas para emitir *ratings* en la Unión Europea, pero dichos *ratings* no podrán ser usados para fines reglamentarios por entidades supervisadas de la UE.

Por lo tanto, en este caso los sujetos directos de la Regulación son las entidades supervisadas de la UE en tanto que pretendan utilizar *ratings* emitidos por agencias de terceros países para fines regulatorios (no podrán hacerlo si dichas agencias no están sometidas al Reglamento). Las agencias son, por lo tanto, sujetos indirectos, ya que sólo están afectadas por la regulación en la medida en que los bancos y otras entidades supervisadas europeas utilicen sus *ratings* para fines reglamentarios.

Por ejemplo, una emisión de bonos de Telefónica, S.A. no puede ser calificada por una agencia domiciliada en la UE si la agencia no está previamente registrada de conformidad con el Reglamento (incluso aunque dicha calificación no fuera utilizada para fines regulatorios por ninguna entidad supervisada europea).

Sin embargo, dicha emisión podría ser calificada por una agencia no comunitaria sin sujeción al Reglamento (aunque en este caso las instituciones supervisadas europeas no podrían usar ese *rating* para fines reglamentarios).

Realmente, lo que establece el Reglamento es un incentivo para que las agencias de terceros países se sometan a la legislación de la Unión Europea, ya que así las entidades supervisadas europeas podrán usar sus *ratings* a efectos regulatorios. Además, supone un incentivo para que los emisores de la UE encarguen sus *ratings* únicamente a agencias sometidas al Reglamento, puesto que así se facilita su colocación entre las entidades supervisadas. Por ejemplo, las entidades de crédito que utilicen el método estándar para el cálculo de sus requerimientos de recursos propios por riesgo de crédito estarán interesadas en que el *rating* haya sido emitido por una agencia sujeta al Reglamento.

En el siguiente apartado se explican los dos procedimientos que el Reglamento ha establecido para permitir que las entidades europeas usen a efectos reglamentarios los *ratings* emitidos por agencias domiciliadas en terceros países.

Emisores de folletos

Si bien el Reglamento no considera como uso con fines regulatorios la contratación de un *rating* relativo al emisor o a sus valores, el Reglamento impone a los emisores la obligación de mencionar si el *rating* ha sido emitido por una entidad registrada o no registrada en los folletos informativos que se publiquen con motivo de las ofertas públicas de venta de valores o de su admisión a negociación en un mercado regulado.

4 Agencias domiciliadas en terceros países

Un aspecto muy debatido durante las negociaciones del Reglamento en el Consejo y en el Parlamento Europeo fue el uso en la Unión Europea de los *ratings* emitidos por agencias de terceros países. La propuesta de la Comisión Europea no establecía ningún mecanismo que permitiera el uso para fines regulatorios en la UE de estos *ratings*, imponiendo, por tanto, a las agencias de terceros países la obligación de establecer una filial en Europa para poder emitir *ratings* que pudieran usarse a efectos regulatorios en la UE. El Consejo y el Parlamento, con objeto de atender las necesidades de las agencias globales y de las entidades supervisadas europeas, modificaron la propuesta de la Comisión para permitir el uso para fines reglamentarios de los *ratings* emitidos por agencias de terceros países en la Unión Europea. El mecanismo utilizado es doble: un procedimiento de refrendo y otro de certificación basado en la equivalencia.

Como se ha comentado anteriormente, las agencias de terceros países no necesitan estar registradas para emitir *ratings* en la Unión Europea, pero dichos *ratings* no podrán ser usados para fines regulatorios por entidades supervisadas de la UE si no siguen uno de los dos procedimientos recogidos por el Reglamento.

El Reglamento considera, a todos los efectos, los *ratings* de agencias de terceros países emitidos siguiendo cualquiera de los dos procedimientos como *ratings* emitidos por una agencia registrada. Por ello, el Reglamento establece en ambos procedimien-

tos unas cautelas que aseguren que la emisión de los *ratings* en terceros países respete unos requisitos tan estrictos como los recogidos en el Reglamento.

La noción que determina la posibilidad de acceder a un procedimiento u otro es la noción de “importancia fundamental para la estabilidad financiera o la integridad de los mercados financieros de uno o más Estados Miembros”. Por lo tanto, la interpretación de este concepto es clave. En particular, habrá que analizar si una agencia de un tercer país que haya sido reconocida como External Credit Assessment Institution (ECAI) a los efectos de la Directiva de adecuación de capitales mencionada anteriormente, ya es “importante” para algún Estado miembro de la Unión Europea y por lo tanto no cumpliría los requisitos para ir por el procedimiento de certificación.

Refrendo

El sistema de refrendo está previsto para agencias cuyos *ratings* tengan una importancia fundamental para la estabilidad financiera o la integridad de los mercados financieros de uno o más Estados Miembros.

El régimen de refrendo permite a las agencias establecidas en la Unión Europea y registradas de conformidad con el Reglamento autorizar la validez en Europa de un *rating* emitido en un tercer país por una entidad de su grupo (por ejemplo, Standard & Poors Londres puede refrendar los *ratings* emitidos por Standard & Poors Nueva York)³, siempre que se cumplan una serie de condiciones.

El Reglamento sólo permite el refrendo de un *rating* cuando exista una razón objetiva para que ese *rating* se realice en un tercer país y cuando las actividades que den lugar a la emisión de dicho *rating* cumplan las siguientes condiciones:

- que la agencia refrendante haya verificado y pueda demostrar de manera permanente a su autoridad competente que la realización de actividades de *rating* por parte de la agencia del tercer país cumple unos requisitos al menos tan rigurosos como los contenidos en la regulación sustantiva del Reglamento (comentados en la sección siguiente);
- que no esté limitada la capacidad de la autoridad competente (o del colegio de autoridades competentes) de la agencia refrendante para evaluar y supervisar el cumplimiento por parte de la agencia del tercer país de los requisitos mencionados en el punto anterior;
- que la agencia de calificación crediticia refrendante facilite a su autoridad competente, a petición de ésta, toda la información necesaria para que pueda supervisar de manera permanente el cumplimiento de los requisitos del Reglamento;
- que la agencia establecida en un tercer país esté autorizada o registrada y sometida a supervisión en su país;
- que la normativa del tercer país impida la interferencia de las autoridades competentes y de otras autoridades públicas en el contenido de las metodologías y los *ratings*; y

3 El Reglamento permite también el refrendo de *ratings* emitidos por una agencia que no pertenezca al grupo de la agencia refrendante, siempre que las actividades conducentes a la emisión del *rating* se hayan realizado total o parcialmente por dicha agencia refrendante.

- que exista un acuerdo de cooperación apropiado entre la autoridad competente de la agencia refrendante y la autoridad competente de la agencia del tercer país.

La agencia que haya refrendado *ratings* emitidos en un tercer país será responsable de los *ratings* refrendados y del cumplimiento de las condiciones establecidas en el Reglamento.

Certificación basada en la equivalencia

Este sistema está previsto para las pequeñas agencias de calificación crediticia de terceros países que no tengan filiales en la Unión Europea, con la condición de que no tengan una importancia fundamental para la estabilidad financiera o la integridad de los mercados financieros de uno o más Estados Miembros. Por lo tanto, la ventaja de la certificación respecto del refrendo es que las agencias certificadas no estarían obligadas a establecer una filial en la Unión Europea.

Una limitación adicional del Reglamento es que la certificación sólo se permite respecto de las calificaciones que haga la agencia de instrumentos emitidos en un tercer país o por emisores domiciliados en un tercer país. Por lo tanto, sus *ratings* sobre emisores domiciliados en la UE o sobre instrumentos emitidos en la UE no podrían beneficiarse de la certificación y no podrían en consecuencia ser utilizados por entidades europeas para fines regulatorios.

El sistema de certificación se desarrolla en dos fases consecutivas:

- a) Determinación de equivalencia: la certificación requiere que, con carácter previo, la Comisión Europea haya determinado, previo asesoramiento de CESR, la equivalencia del marco jurídico y de la supervisión del país de origen de la agencia que solicita la certificación con respecto a los requisitos recogidos en el Reglamento europeo.

Para que el marco jurídico y de supervisión de un tercer país se considere equivalente deberán cumplirse como mínimo las siguientes condiciones:

- las agencias del tercer país deben estar sometidas a un sistema de autorización o registro y a una supervisión y control de cumplimiento efectivos de manera continuada;
- las agencias del tercer país deben estar sometidas a normas jurídicamente vinculantes equivalentes a las recogidas en la regulación sustantiva del Reglamento; y
- la legislación del tercer país debe impedir la interferencia de las autoridades de supervisión y de otras autoridades públicas en los métodos utilizados por las agencias y en sus *ratings*.

El mecanismo de equivalencia no supone un acceso automático a la Comunidad para las agencias del tercer país considerado equivalente, sino que es un requisito previo que permite que las agencias de ese tercer país sean evaluadas individualmente y se les pueda conceder una exención con respecto a algunos de los requisitos organizativos aplicables a las agencias de calificación crediticia activas en la Comunidad.

b) Decisión de certificación: la solicitud de certificación deberá ser examinada por un colegio de autoridades competentes siguiendo un proceso similar al establecido para la solicitud de registro. Para obtener la certificación, se deben cumplir las siguientes condiciones:

- la agencia solicitante debe estar autorizada o registrada y sometida a supervisión en el tercer país;
- debe existir un acuerdo de cooperación apropiado con la autoridad competente de la agencia del tercer país.

5 Contenido sustantivo del Reglamento

El Reglamento pretende corregir las deficiencias en el funcionamiento de las agencias de *rating* detectadas a raíz de la crisis financiera. Los legisladores comunitarios han considerado que las agencias no reflejaron con suficiente rapidez el deterioro de las condiciones del mercado en sus calificaciones. Ello ha llevado a un consenso sobre la necesidad de establecer en la Unión Europea unas normas comunes que contribuyan al correcto funcionamiento del mercado interior y aseguren un nivel adecuado de protección de los inversores.

Por lo tanto, los objetivos del Reglamento son mejorar la integridad, la transparencia y la fiabilidad de las actividades de *rating* para así contribuir a la calidad de los *ratings* emitidos en la Unión Europea. Para ello el Reglamento establece condiciones para la emisión de los *ratings* y normas relativas a la organización y actuación de las agencias, a fin de fomentar su independencia y evitar conflictos de intereses.

Un principio fundamental del Reglamento es la preservación de la independencia de las agencias. Por ello establece que las autoridades competentes no deben interferir en el contenido de los *ratings* ni en los modelos utilizados para determinarlos.

Otro principio relevante del Reglamento es la proporcionalidad de algunos de los requisitos al tamaño de las agencias. El objetivo de los legisladores es adaptar ciertos requisitos organizativos a las condiciones específicas de las agencias pequeñas (con menos de 50 empleados). En estos casos, se otorga a las autoridades competentes la facultad de eximir a dichas agencias de algunas de las normas (en concreto, la presencia de dos miembros independientes en el consejo de administración, la función de cumplimiento y el mecanismo de rotación de analistas), siempre que puedan demostrar que cumplen con los objetivos del Reglamento por otras vías más apropiadas a su tamaño.

Las normas sustantivas recogidas en el Reglamento están basadas, en gran medida, en los estándares de cumplimiento voluntario recogidos en el Código de Conducta para las agencias de *rating* elaborado por IOSCO. Las normas están contenidas fundamentalmente en los artículos 5 a 10 del Reglamento y se completan con los detalles incluidos en el Anexo I. Se pueden organizar en cinco grandes áreas cuyo contenido básico se resume a continuación.

Independencia e inexistencia de conflictos de interés

Las agencias deberán adoptar las medidas necesarias para velar por que la emisión de los *ratings* no se vea afectada por ningún conflicto de intereses real o potencial,

que implique a la propia agencia, a sus administradores, analistas, empleados, cualquier otra persona física cuyos servicios estén puestos a disposición o sometidos a control de la agencia o cualquier persona que tenga, directa o indirectamente, un vínculo de control con ella.

a) Requisitos organizativos para evitar conflictos de interés:

Los consejos de administración de las agencias deberán contar con un mínimo de dos consejeros independientes, cuya remuneración no esté ligada a los resultados de la agencia.

Además, las agencias deberán crear un órgano de verificación del cumplimiento normativo y una función interna encargada de revisar periódicamente la calidad de sus *ratings*.

b) Requisitos operativos para evitar conflictos de interés:

Las agencias deben centrar su actividad profesional en la emisión de *ratings*. Las agencias no pueden prestar servicios de consultoría o asesoramiento. En particular, las agencias no deben efectuar propuestas o recomendaciones sobre la configuración de las operaciones de titulización. Sin embargo, sí pueden prestar servicios auxiliares, siempre que ello no pueda generar conflictos de interés con la emisión de calificaciones crediticias.

Además, se exige a las agencias que publiquen los nombres de las entidades calificadas de las que reciban más del 5% de sus ingresos anuales.

Finalmente, las agencias deben mantener registros donde se conserve la documentación relativa a la elaboración de cada *rating*.

Empleados

Las agencias deberán asegurarse de que sus empleados poseen los conocimientos y la experiencia adecuados para el desempeño de sus funciones.

Así mismo, se establece que la retribución de los empleados no debe estar vinculada a los ingresos que la agencia obtenga de las entidades calificadas.

Un elemento bastante novedoso que no está presente en el Código de IOSCO es el requisito de que las agencias establezcan un mecanismo de rotación gradual adecuado con respecto a los analistas y las personas que componen los comités de *ratings*. Con el fin de evitar que el mantenimiento de relaciones prolongadas con las entidades calificadas pueda mermar la independencia de las personas que determinan los *ratings*, se impone una rotación obligatoria que se llevará a cabo de manera escalonada e individualmente con los analistas y no con el equipo completo.

Metodologías, modelos e hipótesis fundamentales de los *ratings*

Un principio básico recogido en el Reglamento es que las agencias deben emplear modelos rigurosos, sistemáticos y constantes, y que puedan ser validados a partir de la experiencia histórica.

Además, para incrementar la transparencia, el Reglamento impone a las agencias la obligación de publicar información sobre sus metodologías, sus modelos y las hipótesis fundamentales que utilicen en sus *ratings*. Lo que se pretende con este requisito es que la información sobre los modelos sea suficientemente detallada para

permitir a los usuarios de los *ratings* llevar a cabo sus propias comprobaciones y valorar si confían o no en dichas calificaciones. Pero, por otra parte, dicho requisito debe interpretarse de forma que no se imponga la publicación de información comercial reservada y, consecuentemente, obstaculice seriamente la innovación.

Así mismo, se exige a las agencias que adopten las medidas adecuadas para asegurar que los *ratings* que emitan se basen en un análisis completo de toda la información de que dispongan y que sea pertinente con arreglo a sus métodos de calificación. Para ello, las agencias deben adoptar las medidas necesarias para que la información usada en la elaboración de los *ratings* sea de suficiente calidad y provenga de fuentes fiables.

Adicionalmente, las agencias deben realizar de manera permanente, y al menos una vez al año, un seguimiento de sus *ratings* y de sus metodologías y los revisarán, en particular, cuando se produzcan cambios sustanciales que puedan afectar a un *rating*.

Finalmente, también se prevé que, en el supuesto de que se modifiquen las metodologías, los modelos o las hipótesis fundamentales utilizadas para calificar, la agencia deberá comunicar de inmediato al mercado qué *ratings* se verán probablemente afectados y revisar dichos *ratings* lo antes posible y, a más tardar, en los seis meses siguientes a la modificación.

Divulgación o publicación y presentación de los *ratings*

Las agencias deberán publicar, de forma no selectiva y sin demora, los *ratings* y las decisiones de suspender un *rating*.

Además, el Reglamento ha introducido la obligación, muy cuestionada por las agencias, de que se diferencien claramente los *ratings* sobre instrumentos financieros estructurados de los demás instrumentos (utilizando símbolos distintos). Así mismo, los *ratings* no solicitados se identificarán como tales e indicarán si la entidad calificada ha participado o no en el proceso de calificación y si la agencia ha tenido acceso a la documentación interna de la entidad.

Se regula el contenido de los informes de *rating*, que deberán respetar el contenido mínimo recogido en el Reglamento (anexo I, sección D). En concreto, en los informes, la agencia deberá incluir información sobre si considera satisfactoria la calidad de la información existente sobre la entidad calificada y en qué medida han verificado la información que les haya sido facilitada por dicha entidad.

Cuando la falta de datos fiables, la complejidad de la estructura de un nuevo tipo de instrumento financiero o la información existente no resulte satisfactoria o plantee serias dudas sobre la fiabilidad del *rating*, la agencia se abstendrá de emitir un *rating* o retirará los *ratings* ya existentes.

Finalmente, el Reglamento impone a las agencias la obligación de informar a las entidades como mínimo 12 horas antes de la publicación del *rating* para que las entidades puedan comprobar que no se ha incurrido en ningún error factual.

Comunicaciones generales y periódicas

Las agencias deben hacer pública de manera permanente información sobre sus actividades (lista de servicios auxiliares, metodologías, código de conducta –si lo tuvieran–, etc.).

Además, el Reglamento establece obligaciones de información periódica. En concreto, las agencias deben proporcionar a CESR información estandarizada acerca del comportamiento de sus *ratings* emitidos, incluida la frecuencia de la transición de los *ratings*. CESR creará un registro central para poner esa información a disposición del público.

Finalmente, las agencias deben también publicar anualmente un informe de transparencia que incluya informaciones, entre otras, acerca de su estructura legal, sus políticas de mantenimiento de registros, sus mecanismos de control interno e información financiera de sus ingresos, diferenciando entre ingresos por actividades de *rating* y por servicios auxiliares.

6 Estructura de supervisión

6.1 Objetivo del Reglamento: supervisión coordinada

El artículo publicado en el Boletín de la CNMV relativo al tercer trimestre de 2008 anticipaba los distintos modelos de registro y supervisión que iban a discutirse en el Consejo y en el Parlamento europeos. Simplificando, las opciones que se han puesto sobre la mesa (de menos a más “europeístas”) han sido: supervisión por el Estado de origen, supervisión combinada por varios países (mediante colegios de supervisores) bajo la coordinación de CESR y, finalmente, supervisión por una agencia europea de nueva creación.

Encontrar una solución aceptable para todos y en un período muy breve de tiempo ha supuesto un considerable esfuerzo para los gobiernos y los miembros del Parlamento. La solución ha sido un compromiso muy complejo. A los supervisores de valores europeos les corresponde ahora la tarea de conseguir que funcione de forma eficiente en la práctica.

Las diferentes posturas de los Estados Miembros y del Parlamento Europeo durante la negociación del Reglamento han dado lugar a un sistema mixto en el que las decisiones de registro y supervisión tienen que ser discutidas por una serie de instituciones (colegio de supervisores, CESR, mediador) con carácter previo a su adopción por la autoridad competente.

Las fuerzas más europeístas en la negociación han estado en el Parlamento Europeo. El Parlamento no ha conseguido imponer la creación de una agencia europea para la supervisión de las agencias de *rating*, pero la contrapartida para conseguir su consenso con el modelo del Reglamento ha sido su calificación en el propio texto como temporal.

Así, el propio Reglamento impone a la Comisión Europea la obligación de publicar un informe, en el plazo de un año después de su entrada en vigor, relativo al funcionamiento del sistema de supervisión, analizando en particular la cooperación entre autoridades y el estatuto legal de CESR. Además, el considerando 25a menciona expresamente que la arquitectura de supervisión prevista en el Reglamento no debe considerarse como la solución a largo plazo y considera que serán necesarias reformas de amplio alcance en el modelo de supervisión teniendo en cuenta las conclusiones del Informe Larosière. Además, la Comisión Europea en su Comunicación

de 27 de mayo de 2009 sobre la supervisión financiera en Europa propone que el registro y supervisión de las agencias *rating* se encomiende a la futura Agencia Europea de Valores y Mercados que se pretende crear, como transformación de CESR, a lo largo del 2010. Esta propuesta ha sido mayoritariamente secundada por el ECOFIN de 9 de junio de 2009.

En esencia, el Reglamento atribuye formalmente a las autoridades competentes del Estado de origen (aquéllas donde la agencia tenga su domicilio social) el registro y supervisión de las agencias.

No obstante, con objeto de permitir que todas las autoridades tengan la posibilidad de participar en dicho registro y supervisión, se exige que las decisiones que adopte la autoridad competente sean previamente consensuadas por un colegio de supervisores. Además, en el caso de que los miembros del colegio no se pongan de acuerdo sobre cualquier decisión, el Reglamento impone la intervención de CESR y de un mediador⁴.

Por lo tanto, puede considerarse que el peso de la supervisión se atribuye a los colegios, si bien por motivos legales las decisiones finales sobre registro y supervisión deban ser adoptadas por una autoridad (la de origen) de acuerdo con su derecho administrativo. El papel adicional de asesoramiento que se atribuye a CESR y a un posible mediador (establecido a su vez por CESR) es debido a la preocupación con que los legisladores han visto la posibilidad de que el poder efectivo de supervisión de las agencias se concentre en uno o unos pocos reguladores europeos, así como al peligro de que los mismos adopten prácticas divergentes.

El Reglamento prevé, por tanto, que CESR desempeñe una labor importante de coordinación de la supervisión de los distintos colegios y autoridades competentes. Asimismo, la labor de CESR permitirá a todas las autoridades europeas contribuir a que dicha supervisión sea europea.

En cualquier caso, las opiniones de CESR o del mediador no serían vinculantes para las autoridades competentes que tienen el poder de adoptar la decisión final. Esto podría dar lugar a decisiones no uniformes sobre los mismos supuestos. Por ejemplo, un grupo de agencias de *rating* con filiales establecidas en varios Estados Miembros podría estar incumpliendo de forma grave y continuada los requisitos del Reglamento. Y los miembros del colegio supervisor de dicho grupo podrían tener opiniones diferentes sobre las medidas a adoptar, por ejemplo sobre la conveniencia de retirar el registro al grupo, lo que supondría la retirada del registro en todos los países donde el grupo tuviera filiales. En un caso extremo, el registro podría retirarse en ciertos países y mantenerse en otros. Es decir, si el grupo de agencias de *rating* ZZZ tiene filiales en Italia y en Francia, la autoridad italiana podría retirar la autorización a ZZZ Italia, mientras que ZZZ Francia seguiría operando si la autoridad francesa no retirara el registro. En este caso, nada impediría a ZZZ Francia emitir *ratings* sobre emisores italianos que además podrían ser utilizados por bancos italianos para calcular sus requerimientos de capital si el grupo ZZZ tuviera la condición de ECAI en Italia (como se ha comentado anteriormente, los supervisores prudenciales de las entidades de crédito reconocen como ECAI al grupo de entidades, no a cada miembro del grupo individualmente, a diferencia del sistema previsto en el Reglamento).

4 La figura del mediador está contemplada de manera muy confusa en el Reglamento. CESR tendrá que aclarar su alcance.

Lógicamente ese resultado sería contrario a los objetivos del Reglamento, por lo que a pesar de que la decisión formal de supervisión se atribuye a la autoridad de origen, resultará imprescindible la cooperación fluida en el marco del colegio, con objeto de consensuar las políticas y decisiones relevantes de supervisión.

6.2 Composición de los colegios

El objetivo de supervisión europea es también la clave para entender la amplitud con la que el Reglamento define los criterios para formar parte de los colegios. Así, los colegios estarán formados por:

- Obligatoriamente, todas las autoridades donde la agencia tenga un domicilio social (por ejemplo, una filial).
- Voluntariamente, a su elección, las autoridades competentes de los países en los que la agencia tenga una sucursal o en los que los *ratings* de esa agencia tengan un amplio uso o dicho uso pueda tener un impacto significativo.

De este modo, prácticamente todas las autoridades de la UE tendrán la posibilidad de ser miembros de los colegios de las principales agencias, lo cual podría dificultar su operatividad. El Reglamento requiere a CESR la elaboración de recomendaciones sobre el funcionamiento de los colegios. Si bien CESR no podría limitar el derecho de sus miembros a formar parte de los colegios de conformidad con las condiciones citadas arriba, tal vez sea conveniente establecer distintos tipos de miembros, con objeto de que un núcleo reducido de autoridades lleve el peso en cada colegio y así puedan funcionar de forma eficiente. Asimismo, el Reglamento autoriza únicamente el cobro de tasas de registro y supervisión a las autoridades del Estado de origen. Esto puede suponer una limitación importante para que determinados países participen en el colegio cuando no sean Estado de origen.

6.3 Sistema de toma de decisiones en los colegios

Cuestión relevante no resuelta en el Reglamento es el procedimiento que seguirán los colegios para la toma de decisiones (qué tipo de quórum y mayorías se requerirán, cuántos votos tendrá cada miembro, etc.). CESR deberá también proporcionar las respuestas a esas cuestiones.

Parece que la decisión de registro de la agencia requiere la unanimidad de los miembros del colegio (si no hay unanimidad, las autoridades competentes deben denegar el registro). Respecto al resto de decisiones (retirada del registro u otras sanciones, medidas de supervisión, etc.) si no hay acuerdo entre los miembros del colegio, y una vez CESR haya formulado su opinión, las autoridades competentes decidirán, debiendo explicar los motivos de su decisión y las posiciones divergentes.

En caso de desacuerdo entre los miembros del colegio sobre actuaciones de registro y supervisión, el Reglamento prevé el recurso a CESR y también la posible intervención de un mediador. Conseguir que las intervenciones de CESR y del mediador faciliten el acuerdo entre las autoridades sin ralentizar la toma de decisiones es otro reto que CESR deberá afrontar en los próximos meses.

6.4 Cooperación internacional

Dado que los principales centros financieros (entre otros, Estados Unidos, Japón, Unión Europea), han decidido regular las agencias, la coordinación entre los supervisores debe extenderse fuera de las fronteras de la Unión Europea respecto de las agencias de *rating* globales. IOSCO ha comenzado a trabajar en el diseño de mecanismos de cooperación internacional entre las autoridades que tienen competencias de supervisión sobre dichas agencias. Los objetivos de esta cooperación serían coordinar las respuestas regulatorias frente a nuevos problemas que se planteen en el mercado, facilitar la supervisión nacional –puesto que los supervisores tendrían un mayor conocimiento sobre las actividades de las agencias en otros países y sobre el grado de supervisión que ejercen sus autoridades locales– e intercambiar información en supuestos concretos de supervisión.

Los mecanismos de cooperación internacional podrán ser multilaterales (colegios de supervisores) o bilaterales. Los colegios de supervisores parecen el sistema idóneo para lograr los objetivos mencionados en el párrafo anterior. Sin embargo, la cooperación a través de colegios no debería excluir la formalización de acuerdos bilaterales entre supervisores, que permitirían una colaboración más concreta y posiblemente un mayor intercambio de información. Además, el Reglamento exige como requisito previo, tanto en el procedimiento de refrendo como en el de certificación, que existan estos acuerdos de cooperación en la supervisión entre las autoridades de la agencia de un tercer país y las autoridades correspondientes de la Unión Europea.

7 Impacto del Reglamento en España

Si los objetivos del Reglamento se cumplen, las calificaciones crediticias independientes, objetivas y de calidad que la normativa comunitaria promueve redundarán en una mejora del funcionamiento de los mercados y de la confianza de inversores y consumidores.

Obviamente más directas serán las consecuencias que el Reglamento va a tener sobre el sector de las agencias de *rating* en España, sobre la normativa española que utilice los *ratings* y sobre la CNMV.

Las agencias de *rating* globales deberán plantearse el impacto de la Regulación sobre su forma de operar y sobre la organización de sus grupos de sociedades. En concreto, para las agencias globales con filiales domiciliadas en España (Fitch, Moody's y Standard & Poors) será de interés conocer cómo se va a aplicar el principio de proporcionalidad a sus filiales españolas y a las situadas en otros Estados Miembros. Como se ha expuesto anteriormente, las autoridades competentes tienen la facultad de eximir a las agencias con menos de 50 empleados de algunas de las normas (presencia de dos miembros independientes en el consejo de administración, función de cumplimiento y mecanismo de rotación de analistas y personas que aprueban los *ratings*).

Por su parte, los legisladores, siguiendo las recomendaciones del Joint Forum y de la Comisión Europea, podrían plantearse la conveniencia de hacer una reflexión sobre el uso de los *ratings* en la normativa nacional.

En España, ejemplos de usos de *ratings* impuestos por las normas son:

- El requisito establecido por la normativa de fondos de titulización hipotecaria y de activos⁵, que exige que el riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a los fondos de titulización hipotecaria y de activos sea evaluado por una entidad calificadora reconocida al efecto por la CNMV.
- El Real Decreto hipotecario 716/2009⁶ permite que el límite del 80% en la relación entre el préstamo hipotecario y el valor de la vivienda hipotecada se supere si el préstamo cuenta con aval bancario prestado por entidad de crédito con calificación crediticia mínima para exposiciones a largo plazo de A1, A+ o asimilados de una agencia de calificación reconocida por el Banco de España. También el Real Decreto hipotecario exige que las contrapartes de los contratos de derivados vinculados a la emisión de cédulas o bonos hipotecarios tengan una calificación crediticia mínima A1, A+ o asimilados de una agencia de calificación de reconocido prestigio.
- La Circular 1/2009 de la CNMV⁷ sobre categorías de instituciones de inversión colectiva considera como fondos monetarios aquellos que, entre otras condiciones, carezcan de exposición a activos con calificación crediticia a corto plazo inferior a A2 o sin calificación crediticia específica cuyo emisor cuente con calificación crediticia a corto plazo inferior a A2.

Como se ha comentado anteriormente, el uso de los *ratings* por normativa nacional (que no venga de trasposición de normativa comunitaria) está fuera del ámbito de aplicación del Reglamento. Por lo tanto, estas referencias en las normas españolas podrían mantenerse, si bien no podrían imponerse a las agencias que emitan los *ratings* a los que se refieren ningún requisito no contemplado en el Reglamento. No obstante lo anterior, podría ser conveniente revisar las referencias en la legislación española al reconocimiento de las agencias por la CNMV o el Banco de España teniendo en cuenta que el Reglamento Europeo ya prevé un registro de las agencias para operar en la Unión Europea.

Finalmente, respecto de la CNMV, la atribución de funciones de registro y supervisión de las agencias de *rating* domiciliadas en España supondrá la necesidad de asignar recursos a dichas funciones y de establecer una cooperación estrecha con el Banco de España. La clara dimensión europea de dicha supervisión requerirá asimismo una intensa colaboración con los supervisores de otros Estados Miembros en el marco de los colegios y de CESR.

8 Consideraciones finales

El Reglamento establece por primera vez en Europa una regulación de las agencias de *rating* que acertadamente ha respetado, en gran medida, los principios sustantivos consensuados a nivel internacional y recogidos en el Código de IOSCO. Esta

5 La Ley 19/1992 sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria y normativa de desarrollo.

6 El Real Decreto 716/2009, de 24 de abril, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero.

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

regulación sustantiva debería contribuir a un mejor funcionamiento de las agencias y, consecuentemente, a una mejor calidad de los *ratings*.

Lamentablemente, la compleja estructura de supervisión recogida en el texto puede debilitar la supervisión del cumplimiento de estos requisitos normativos si los supervisores europeos no son capaces de acordar un sistema en la práctica que asegure una supervisión eficiente y coordinada. CESR tiene ahora la complicada tarea de crear un sistema funcional y adecuado.

Afortunadamente, como se ha mencionado anteriormente, este complejo sistema se perfila ya en el propio Reglamento, y en las distintas manifestaciones políticas realizadas por la Comisión Europea y por el ECOFIN al hilo del debate sobre el futuro de la supervisión en Europea, como algo temporal que necesariamente será sustituido por un registro y una supervisión centralizada en una única autoridad europea (previsiblemente, un “CESR” con mayores funciones).

Por lo que respecta al impacto de la nueva normativa en España, lo más destacado es que a partir de la entrada en vigor del Reglamento (asumiendo que las agencias globales no modificarán su organización territorial), va a existir un nuevo conjunto de entidades reguladas en nuestro país. Estas entidades estarán sometidas a la supervisión de la CNMV, que tendrá que prepararse para desarrollar estas nuevas funciones y cooperar con el Banco de España y con el resto de supervisores de valores europeos para asegurar una supervisión adecuada y global de las agencias de *rating*.

IV Anexo legislativo

Las novedades legislativas aprobadas desde la publicación del boletín de la CNMV del primer trimestre de 2009, han sido, por orden cronológico, las siguientes:

- **Circular 2/2009**, de 25 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los Fondos de Titulización.

Mediante esta norma se dictan reglas específicas relativas a la contabilidad, formato y contenido de las cuentas anuales e informes de gestión de los fondos de titulización, con objeto de ampliar su régimen de transparencia. La Circular, que se adapta con carácter general a los principios contables del Código de Comercio y del Plan General de Contabilidad, tiene igualmente en cuenta las especificidades de estas instituciones, y en particular del hecho de que el valor patrimonial neto de los Fondos de Titulización es nulo, tal y como se establece en la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria. Por ello, se sustituye el estado de cambios en el patrimonio neto, previsto en el código de Comercio, por el estado de ingresos y gastos reconocidos, que presentará los conceptos que con arreglo al Plan General de Contabilidad deben registrarse en el patrimonio neto. En su sección tercera, la Circular incluye otras normas específicas que toman en consideración la estructura legal y operativa de los fondos de titulización.

En cuanto a los plazos con que debe remitirse la información financiera, se establece que aquellos fondos de titulización cuya constitución requiere folleto presentarán la información financiera con carácter semestral, mientras que los demás lo harán con periodicidad anual. También se exige cierta información estadística con carácter trimestral. La Circular también incluye los modelos concretos de estados financieros públicos, cuentas anuales e información estadística.

- **Circular 3/2009**, de 25 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el contenido del informe semestral de cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión de los depositarios de instituciones de inversión colectiva.

Esta circular desarrolla el artículo 60 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, que establece entre las obligaciones de los depositarios la de asumir ante los partícipes o accionistas la función de vigilancia de la gestión realizada por las sociedades gestoras de los fondos de inversión o por los administradores de las sociedades de inversión. En este sentido, se desarrolla la regulación prevista en el Reglamento de IIC relativa al informe semestral que debe enviarse a la CNMV, sobre el cumplimiento de esta función de vigilancia y supervisión, precisándose el alcance de la revisión que ha de llevar a cabo depositario, así como el concepto de anomalía de especial relevancia.

- **Reglamento (CE) nº 254/2009 de la Comisión**, de 25 de marzo de 2009, que modifica el Reglamento (CE) nº 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la Interpretación nº 12 del Comité de Interpretaciones de las NIIF.

Esta norma incorpora al Derecho de la Unión Europea una interpretación del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera, concretamente su Interpretación nº 12, relativa a los acuerdos de con-

cesión de servicios. En ella se explica cómo reconocer la infraestructura objeto del acuerdo de concesión de servicios en las cuentas del concesionario, así como los ingresos y gastos.

- **Real Decreto-Ley 3/2009**, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica.

Esta norma introduce, principalmente, modificaciones en materia de Derecho concursal ante los problemas jurídicos que, en el marco de la actual crisis económica, ha suscitado la aplicación de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (en adelante, LC). Se destacan a continuación los aspectos más importantes de la reforma en materia de Derecho concursal:

- **Acuerdos de refinanciación.** Se protegen los acuerdos de refinanciación, entendiéndose por tales aquellos acuerdos alcanzados por el deudor con un determinado número de acreedores, amparados en un plan de viabilidad que permite la continuidad de su actividad en el corto y medio plazo y que suponen una ampliación significativa del crédito disponible o la modificación de sus obligaciones, por extensión del plazo acordado inicialmente o por sustitución de tales obligaciones por otras nuevas. Estos acuerdos de refinanciación quedarán excluidos del ámbito de la acción rescisoria prevista en el artículo 71.1 de la LC para los actos perjudiciales para la masa activa realizados por el deudor dentro de los dos años anteriores a la fecha de la declaración del concurso. No obstante, los acuerdos de refinanciación deben cumplir las siguientes condiciones:
 - a. El acuerdo deberá ser suscrito por acreedores cuyos créditos representen al menos tres quintos del pasivo del deudor a la fecha del acuerdo.
 - b. Deberá ir acompañado de informe de experto independiente, designado por el Registro Mercantil, en el que se informará sobre la suficiencia de la información facilitada por el deudor, sobre la razonabilidad del plan de viabilidad y sobre la proporcionalidad de las garantías acordadas según condiciones de mercado.
 - c. El acuerdo de refinanciación debe formalizarse en instrumento público.
- **Créditos Subordinados.** Otro aspecto de importancia consiste en la ampliación o redefinición de la categoría de los créditos subordinados, que son aquellos que merecen quedar postergados tras los ordinarios. Así, recibirán tal calificación ciertos créditos en aquellos casos en que el juez constate, previo informe de la administración judicial, que el acreedor obstaculiza de forma reiterada el cumplimiento del contrato en cuestión en perjuicio del interés del concurso. En relación con las personas especialmente relacionadas con el concursado, cuyos créditos tienen la consideración de subordinados, se aclara también que se considera que son personas especialmente relacionadas con el concursado persona jurídica los titulares, en el momento de nacimiento del crédito, del 5% o 10% del capital social del concursado, según sea sociedad cotizada o no, así como los socios de las sociedades del grupo si reúnen los mismos requisitos.
- **Convenio anticipado.** Se trata de incentivar más la figura del convenio anticipado. Sin perjuicio de que el deudor deba solicitar la declaración del con-

curso dentro de los dos meses siguientes a la fecha en que hubiera conocido o debido conocer su estado de insolvencia, se le reconoce al deudor un plazo adicional de tres meses para negociar las adhesiones necesarias para la admisión a trámite de una propuesta anticipada de convenio, siempre que el inicio de las negociaciones se haya comunicado oportunamente al juzgado competente. Se reduce también el número de adhesiones de acreedores requeridas para la admisión a trámite de la propuesta de convenio y se amplía el espectro de acreedores que podrán adherirse, permitiéndose ahora la adhesión de cualquier clase de acreedores, incluidos los subordinados.

- **Convenio ordinario.** Se desburocratiza la negociación del convenio ordinario con la previsión de una tramitación escrita y la eliminación de la intervención no vinculante de la Administración en los concursos de empresas cuya actividad pueda tener especial transcendencia para la economía.
- **Liquidación anticipada.** Se contempla la posibilidad de que el propio deudor presente una propuesta anticipada de liquidación para la realización de la masa con la finalidad de agilizar tal trámite y de evitar una posible degradación de los bienes por el transcurso del tiempo. De ser aprobada la propuesta por el juez competente, éste podrá autorizar el pago de los créditos sin esperar a la conclusión de las impugnaciones que se hubiesen promovido.
- **Publicidad.** Se simplifica el régimen de publicidad edictal del concurso (anuncios en BOE y periódicos).
- **Retribuciones.** Se reajustan las retribuciones de los administradores concursales y se habilita al gobierno para que por medio de reglamento establezca una retribución máxima.
- **Aspectos procesales.** Se generaliza el procedimiento abreviado.

Igualmente, fuera ya del ámbito del Derecho concursal, se introducen otras modificaciones normativas de ámbito financiero y tributario que tienen incidencia en la actividad empresarial:

- Se adecúa a la bajada de los tipos de interés el tipo del interés legal del dinero y el de demora. El tipo de interés legal del dinero queda fijado en el 4 por ciento y el tipo de interés de demora en el 5 por ciento.
 - En cuanto al Impuesto de Sociedades, se amplía la deducibilidad de determinadas inversiones en producciones cinematográficas.
 - Se habilita al Consorcio de Compensación de Seguros para que pueda desarrollar actividades de reaseguro del crédito y la caución, con especial incidencia en los sectores más afectados por la crisis económica.
- **Real Decreto-Ley 4/2009**, de 29 de marzo, por el que se autoriza la concesión de garantías derivadas de la financiación que pueda otorgar el Banco de España favor de Cajas de Ahorro de Castilla-La Mancha.

Este Real Decreto-Ley se enmarca en el proceso de sustitución provisional del órgano de administración de Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha acordado por el Banco de España.

El Real Decreto-Ley permite que el Banco de España, avalado por la Administración General del Estado, otorgue financiación extraordinaria a la caja de ahorros que le permita a ésta superar sus dificultades transitorias de liquidez. A su vez, el Fondo de Garantía de Depósitos deberá reembolsar a la Administración General del Estado la parte proporcional de las garantías ejecutadas que corresponda a los depósitos garantizados por este fondo sobre la totalidad de las obligaciones exigibles de la caja. El importe que la Administración General del Estado podrá avalar en 2009 asciende a 9.000 millones de euros.

- **Ley 3/2009**, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

Esta norma mercantil tiene un alcance general sobre las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles y, por tanto, es aplicable a las sociedades anónimas, de responsabilidad limitada, comanditarias simples y por acciones y colectivas. La norma entra en vigor el 4 de julio de 2009.

En materia de fusiones, se introducen algunas novedades, de entre las que pueden destacarse las siguientes:

- Sólo es necesario el informe de experto independiente cuando la sociedad resultante de la fusión sea anónima o comanditaria por acciones. Tampoco es necesario el informe de experto independiente sobre el proyecto de fusión cuando así lo haya acordado la totalidad de los socios con derecho de voto de cada una de las sociedades que intervienen en la fusión (con la excepción de los supuestos de adquisiciones societarias apalancadas con fusión posterior).
- En caso de adquisiciones societarias apalancadas con fusión posterior, el informe de expertos debe determinar si existe asistencia financiera.
- En el caso de fusiones de sociedades de responsabilidad limitada deja de ser necesario el acuerdo favorable de al menos dos tercios de los votos correspondientes a las participaciones en que se divida el capital social.
- También debe hacerse una referencia al régimen de impugnación de la fusión. La ley de modificaciones estructurales señala que “ninguna fusión podrá ser impugnada tras su inscripción siempre que se haya realizado de conformidad con las previsiones de esta ley”.
- En cuanto a las llamadas “fusiones especiales”, se modifica la regulación de la absorción de una sociedad íntegramente participada por la absorbente, asegurando una mayor tutela de los acreedores de sociedades que, aún sin fusionarse, pueden ver menoscabado su patrimonio neto como consecuencia de la fusión de otras sociedades del grupo. Se regula también la absorción de una sociedad participada al noventa por ciento por la absorbente.
- Se introduce, únicamente para las sociedades de capital, una nueva regulación sobre fusiones transfronterizas intracomunitarias, que resulta de la transposición de la Directiva 2005/56/CE, y cuyas notas más significativas son:
 - Los socios de las sociedades españolas participantes en una fusión transfronteriza intracomunitaria que voten en contra del acuerdo de

una fusión cuya sociedad resultante tenga su domicilio en otro Estado miembro podrán separarse de la sociedad.

- Cuando la sociedad resultante de la fusión transfronteriza intracomunitaria esté sujeta a legislación española, el Registrador mercantil se asegurará de la correcta realización de los actos y trámites previos a la fusión de todas las sociedades participantes recabando certificaciones expedidas por las autoridades extranjeras competentes.
- En el «Boletín Oficial del Registro Mercantil» deberá publicarse, para cada una de las sociedades sujetas a legislación española que se fusionen, una indicación de las condiciones de ejercicio de los derechos de los acreedores y de los socios de las sociedades que se fusionen.
- En determinados casos, se reconoce el derecho de los trabajadores a participar e integrarse a través de sus representantes en los órganos societarios resultantes de la fusión transfronteriza intracomunitaria.

En materia de escisiones, se regula la figura de la segregación, que sigue el régimen jurídico de las escisiones, y que se diferencia de la escisión total y parcial en que en la segregación es la propia sociedad segregada y no sus socios quien recibe acciones, participaciones o cuotas de las sociedades beneficiarias.

Igualmente, resulta novedosa la regulación de la **cesión global de activo y pasivo**, por la cual una sociedad transmite en bloque todo su patrimonio a otra u otras a cambio de una contraprestación que no podrá consistir en acciones, participaciones o cuotas del cesionario. La contraprestación puede ser recibida por la sociedad cedente o directamente por sus socios. La tutela del socio se articula a través de la información que facilita el proyecto de cesión global y a través del sometimiento del acuerdo a algunos requisitos establecidos para la adopción del acuerdo de fusión; la tutela de los acreedores de las sociedades cedentes y cesionarias se proporciona a través del derecho de oposición y de la responsabilidad solidaria del cesionario hasta el límite del activo neto atribuido en la cesión y de la sociedad cedente ilimitadamente.

Asimismo, se unifica la normativa sobre **transformaciones** adoptándose la más amplia concepción de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada frente a la de la Ley de Sociedades Anónimas, en la medida en que se reconoce en todo caso un derecho de separación para los socios que no hubieran votado a favor del acuerdo de transformación. La ley exige, con anterioridad a la adopción del acuerdo de transformación, la aprobación de un informe de los administradores que explique y justifique los aspectos jurídicos y económicos de la transformación, si bien este informe no será necesario cuando el acuerdo de transformación se adopte en junta universal y por unanimidad. La transformación no podrá tener lugar si se opusieran titulares de derechos especiales distintos de las acciones, de las participaciones o de las cuotas que no puedan mantenerse después de la transformación.

También se regula el **traslado internacional del domicilio social**, con escasas modificaciones sustanciales. Los administradores de la sociedad que pretenda trasladar el domicilio al extranjero redactarán y suscribirán un proyecto de traslado, así como un informe explicativo que estará a disposición de los socios.

Por otro lado, la ley transpone la Directiva 2006/68/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de septiembre de 2006, por la que se modifica la Directiva 77/91/CEE del Consejo, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital. En particular, modifica, entre otros aspectos, el **régimen de acciones propias de la LSA** -aplicable también a la adquisición de acciones de la sociedad dominante-, de modo que el valor nominal de las acciones propias adquiridas directa o indirectamente no podrá ser superior al veinte por ciento o, si la sociedad fuese cotizada, al diez por ciento del capital suscrito. No obstante, la adquisición de las acciones propias tampoco debe situar la cifra de patrimonio neto por debajo del importe del capital social y las reservas indisponibles.

También se introducen modificaciones en el **régimen de la ampliación de capital mediante aportaciones no dinerarias de las sociedades anónimas**: se deja de reconocer el derecho de suscripción preferente; se amplían las excepciones a la exigencia de informe del experto independiente en este tipo de ampliaciones y se prohíbe que el valor de la aportación que se haga constar en la escritura sea superior al valor determinado por el experto independiente, cuya responsabilidad también es objeto de regulación.

Por último, se suprime el **derecho de suscripción preferente de los titulares de obligaciones convertibles**, tanto para suscribir acciones como para suscribir nuevas obligaciones convertibles.

- **Real Decreto 716/2009**, de 24 de abril, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero.

Esta norma desarrolla principalmente la Ley 2/1981, de 25 de marzo, del Mercado Hipotecario, que había sido modificada en 2007. Pueden destacarse los siguientes aspectos:

- Se reconoce a las sucursales españolas de entidades de crédito autorizadas en otro Estado Miembro la posibilidad de emitir participaciones hipotecarias, siempre que sean sobre créditos o préstamos garantizados con inmuebles situados en España; y se recogen las condiciones que deben cumplir las hipotecas o derechos reales similares sobre inmuebles situados en otros países de la Unión Europea en garantía de préstamos o créditos concedidos por entidades españolas.
- Por otro lado, se concretan las condiciones que deben cumplir los préstamos y créditos hipotecarios que sirven de base a la emisión de títulos del mercado hipotecario. Se destaca que la relación entre el principal del préstamo y el valor de tasación del inmueble residencial hipotecado puede superar el 80% cuando se mitigue el riesgo de crédito a través de otros instrumentos (seguros de crédito, avales bancarios, etc.). También se reconoce expresamente la posibilidad de emitir participaciones hipotecarias sobre préstamos total o parcialmente vencidos.
- Se deja claro que mediante la emisión de participaciones hipotecarias se produce una verdadera cesión de la parte del crédito hipotecario que se participa. Se aclara, además, que cada uno de los títulos de participación hipote-

caria representa una participación en un crédito particular, no en un grupo de créditos.

- Se desarrolla el registro contable especial de los préstamos y créditos hipotecarios y activos de sustitución que respaldan las cédulas y bonos hipotecarios, así como de los instrumentos derivados vinculados a ellos. Este registro contable, que está a cargo de las propias entidades emisoras, pretende incrementar la seguridad jurídica en caso de concurso del emisor.
 - Se flexibiliza significativamente la posibilidad de operar en el mercado hipotecario con valores propios, si bien se incrementan los requisitos de transparencia a este respecto.
 - Se establece que aquellos préstamos y créditos hipotecarios que son susceptibles de servir de base a las emisiones de cédulas, bonos y participaciones hipotecarias no pueden servir de base a la emisión de certificados de transmisión de hipoteca.
- **Real Decreto-Ley 6/2009**, de 30 de abril, por el que se adoptan determinadas medidas del sector energético y se aprueba el bono social.

Este Real Decreto-Ley regula varios aspectos del sector eléctrico que exceden del objeto de este Anexo.

Sí debe destacarse que, entre otros aspectos, el Decreto-Ley adopta medidas para solucionar el llamado déficit de tarifa del sector eléctrico, esto es, la diferencia entre las tarifas que pagan los consumidores y los costes reales de la energía, diferencia que es asumida por el Estado mediante el reconocimiento de derechos de cobro a largo plazo en favor del sector eléctrico. En lo que se refiere al mercado de valores, esta norma prevé la cesión de los derechos de cobro anteriormente mencionados al Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico, que emitirá sus correspondientes pasivos por medio de un mecanismo competitivo en el mercado financiero con la garantía del Estado.

- **Orden EHA/1421/2009**, de 1 de junio, por la que se desarrolla el artículo 82 de la Ley 24/10988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de información relevante.

Esta norma desarrolla la regulación de la LMV sobre información relevante, la cual se define como aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario. La Orden también habilita a la CNMV para que desarrolle algunos aspectos por circular.

La Orden establece, en primer lugar, criterios para valorar el grado de relevancia potencial de una información y su posible identificación como información relevante. Estos criterios son los siguientes:

- La magnitud relativa del hecho, decisión o conjunto de circunstancias en la actividad del emisor.
- La relevancia de la información en relación con los factores determinantes del precio de los valores emitidos.

- Las condiciones de cotización de los valores emitidos.
- El hecho de haber considerado relevante en el pasado información de tipo similar.
- El efecto de variación en los precios que tuvo la información del mismo tipo difundida en el pasado.
- La importancia que otorgan los análisis externos existentes sobre el emisor a ese tipo de información.
- La existencia de indicios racionales de que se está produciendo una difusión prematura, parcial o distorsionada de la operación con incidencia en los precios o volúmenes negociados.

En segundo lugar, se establecen varios principios y deberes generales de actuación para los emisores de valores en relación con la difusión de información relevante, pudiéndose destacar los siguientes:

- Los emisores deben actuar con neutralidad, aplicando los mismos criterios a las informaciones relevantes con independencia de que puedan influir de manera favorable o adversa en la cotización de un valor.
- Los emisores deben difundir toda información relevante tan pronto como sea conocido el hecho, se haya adoptado la decisión o firmado el acuerdo o contrato con terceros de que se trate, con independencia de que la información relevante se haya originado o no en el seno del emisor.
- En cuanto a la determinación de aquellos casos en que, como establece la LMV, la información relevante debe ser comunicada a la CNMV con anterioridad a su publicación, para no perturbar el normal desarrollo de las operaciones y evitar que se ponga en peligro la protección de los inversores, la Orden precisa que se perturba el normal desarrollo de las operaciones cuando se producen alteraciones extraordinarias de los precios de cotización.

En tercer lugar, la Orden establece algunos criterios generales relativos al contenido de las comunicaciones de información relevante, regulando en particular la información relevante relativa a proyecciones, previsiones y estimaciones.

En cuarto lugar, la Orden obliga a que los emisores designen un interlocutor autorizado, al que la CNMV pueda consultar o solicitar información sobre información relevante.

Por último, se establece expresamente que se infringe la normativa sobre información relevante en aquellos casos en que, sin comunicarlo simultáneamente a la CNMV, se difunda información relevante a través de reuniones con inversores o accionistas, presentaciones a analistas de inversiones o periodistas y, en general, profesionales de los medios de comunicación.

- **Real Decreto-Ley 9/2009**, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito.

Esta norma parte de la base de que algunas entidades de crédito pueden llegar a ver comprometida su viabilidad en los próximos meses. En este contexto, el Real Decreto-Ley prevé la utilización de recursos públicos para acometer, cuando sea necesario, la reestructuración de algunas entidades de crédito y garantizar la

solvencia del sistema financiero español en su conjunto. Se entiende por reestructuración la fusión de la entidad o bien el traspaso total o parcial del negocio mediante la escisión o la cesión global o parcial de activos y pasivos.

En relación con estos procesos de reestructuración de las entidades de crédito, el Real Decreto-Ley enuncia tres alternativas. En primer lugar, la búsqueda de una solución privada por parte de la entidad o entidades de crédito afectadas por las dificultades. En segundo lugar, la adopción de medidas con la participación de los Fondos de Garantía de Depósitos en entidades de crédito, previa aprobación por parte del Banco de España de un plan para superar la situación. En tercer lugar, y ésta es la alternativa que propiamente se regula en esta norma, la sustitución de los administradores de las entidades y la utilización de recursos públicos para el saneamiento de aquellas a través del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), todo ello de acuerdo con un plan trazado por parte del Banco de España. Adicionalmente, se prevé que el FROB, con la aprobación del Banco de España, pueda aportar recursos públicos para que las entidades de crédito que no necesiten reestructuraciones puedan abordar procesos de integración que racionalicen la estructura y eficiencia de las entidades; “tales procesos pueden incluir los sistemas institucionales de protección cuyos objetivos resulten asimilables a los de un proceso de fusión en lo que se refiere a la forma de operar, la determinación y ejecución de políticas y estrategias de las entidades participantes y el establecimiento y ejercicio de sus controles internos y de gestión de riesgos”.

Las inversiones realizadas por el FROB se materializarán en forma de participaciones preferentes convertibles en acciones, en cuotas participativas con derechos políticos o en aportaciones al capital social. Los correspondientes acuerdos de emisión deberán contemplar, asimismo, la convertibilidad de las participaciones preferentes a instancias del FROB si, antes del transcurso de un plazo de cinco años, el Banco de España considera improbable la recompra en ese plazo de estos activos por parte de la entidad. Estas inversiones del FROB quedan exentas de determinadas limitaciones u obligaciones legales tales como las limitaciones estatutarias del derecho de asistencia a juntas generales, las limitaciones del derecho de voto de las acciones que el FROB adquiera o suscriba, las limitaciones a la tenencia de cuotas participativas o el requisito de la intervención de las asambleas generales de las cajas de ahorros en la emisión de cuotas participativas.

- **Ley 5/2009**, de 29 de junio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, la ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito y el texto refundido de la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados, aprobado por el Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre, para la reforma del régimen de participaciones significativas en empresas de servicios de inversión, en entidades de crédito y en entidades aseguradoras.

Esta norma se refiere principalmente al régimen de participaciones significativas de las entidades financieras, si bien se regulan igualmente, por medio de varias disposiciones adicionales, otras cuestiones relativas al sector financiero.

- **Participaciones significativas en las entidades financieras:** Se modifica la normativa sobre participaciones significativas en empresas de servicios de inversión, instituciones de inversión colectiva, entidades de crédito y enti-

dades aseguradoras, como consecuencia de la transposición de la Directiva 2007/44/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de septiembre de 2007.

La nueva normativa considera que son participaciones significativas las que surgen al alcanzar al menos un 10 por ciento del capital o de los derechos de voto, frente al anterior umbral del 5 por ciento. Se introduce asimismo un nuevo deber de comunicación al supervisor de las participaciones que, no siendo significativas, supongan alcanzar o superar el umbral del 5 por ciento del capital o de los derechos de voto; este nuevo deber no activa el procedimiento de evaluación pero permite a los supervisores tener más información. En materia de seguros también se sustituye el anterior sistema de autorización previa por un sistema de no oposición, de manera que si la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones no se opone a la operación planteada ésta podrá llevarse a cabo. Asimismo, se incorporan los criterios de acuerdo a los cuales pueden los supervisores oponerse a una adquisición o incremento de participaciones significativas, criterios que se refieren a la honorabilidad y solvencia del adquirente, la honorabilidad de los futuros administradores de la entidad, la capacidad de la entidad para cumplir con las obligaciones normativas que les resulten exigibles y la inexistencia de indicios racionales de la realización de operaciones de blanqueo o financiación del terrorismo.

- **Instituciones de inversión colectiva (IIC):** Se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, no sólo en materia de participaciones significativas, sino que también, en relación con instrumentos financieros que por circunstancias excepcionales no puedan ser valorados o vendidos a su valor razonable, se prevé la posibilidad de que las sociedades gestoras de IIC puedan transferirlos de una IIC a otra IIC o compartimento de nueva creación, en las condiciones que reglamentariamente se determinen.
- **Ley de Sociedades Anónimas:** Se regula, en términos similares a los establecidos para las ampliaciones de capital, la posibilidad de que, en el caso de sociedades cotizadas, se excluya el derecho de suscripción preferente de los accionistas relativo a las emisiones de obligaciones convertibles en que la Junta General de accionistas haya delegado en los administradores la facultad de acordar la emisión.
- **Fondos de titulización:** Se modifica la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria. En particular, se regula la posibilidad de alterar la escritura de constitución del fondo de titulización; las modificaciones de las escrituras de constitución no pueden alterar la naturaleza de los activos cedidos al fondo, ni transformar un fondo de titulización hipotecaria en uno de titulización de activos o viceversa, ni suponer de facto la creación de un nuevo fondo. Estas modificaciones pueden realizarse bien con el consentimiento de los titulares de los valores emitidos con cargo al fondo, o bien sin su consentimiento cuando, habiendo acreditado la sociedad gestora que la modificación mantiene o mejora la calificación otorgada a los valores emitidos con anterioridad a aquella, se cumplan además ciertos requisitos:

- a. que la modificación sea, a juicio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de escasa relevancia, con arreglo a ciertos criterios establecidos en la propia Ley;
 - b. que, tratándose de un fondo abierto por el pasivo, la modificación sólo afecte a los derechos y obligaciones de los titulares de valores emitidos con posterioridad a la fecha de otorgamiento de la escritura pública de modificación.
- **Fondos de Garantía de Depósitos en Cajas de Ahorro y Cooperativas de Crédito:** Se modifica un aspecto relativo a los plazos de las actuaciones del Banco de España en caso de impago de depósitos por parte de alguna caja de ahorros o cooperativa de crédito.

V Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2006	2007	2008	2008			2009	
				II	III	IV	I	II ²
IMPORTES EFECTIVOS³ (millones de euros)	5.021,7	23.757,9	7.812,8	356,6	40,8	7.405,8	4.560,5	361,4
Ampliaciones de capital	2.562,9	21.689,5	7.803,3	356,6	40,8	7.405,8	4.560,5	361,4
De ellas, mediante OPS	644,9	8.502,7	292,0	292,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	303,0	4.821,4	292,0	292,0	0,0	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	1.568,1	1.517,1	9,5	0,0	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	4	2	4	5	1
Ampliaciones de capital	21	26	10	4	2	4	5	1
De ellas, mediante OPS	8	8	2	2	0	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	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISORES⁴	23	29	11	4	2	4	5	1
Ampliaciones de capital	18	24	10	4	2	4	5	1
De ellas, mediante OPS	6	6	2	2	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	10	8	2	1	0	0	0	0

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

2 Datos disponibles: mayo 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	
				II	III	IV	I	II ¹
OFERTAS PÚBLICAS DE SUSCRIPCIÓN	644,9	8.502,7	292,0	292,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mercado nacional	303,0	4.646,2	282,0	282,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores minoristas	8,7	2.841,0	191,5	191,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	294,3	1.805,2	90,5	90,5	0,0	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	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA	2.458,8	2.068,5	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mercado nacional	1.565,0	1.505,7	9,5	0,0	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	0,0	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: mayo 2009.

Admisión a bolsa. Expedientes registrados en la CNMV

CUADRO 1.3

	2006	2007	2008	2008			2009	
				II	III	IV	I	II ¹
IMPORTES NOMINALES (millones de euros)								
Con folleto de emisión	963,4	5.894,3	980,9	25,5	127,4	814,7	202,4	460,3
Ampliaciones de capital	575,9	5.687,2	980,9	25,5	127,4	814,7	202,4	460,3
De las cuales OPS	145,3	5.424,4	100,0	0,0	100,0	0,0	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	448,1	223,3	163,0	139,1	6,4
NÚMERO DE EXPEDIENTES								
Con folleto de emisión	18	22	10	1	4	3	2	4
Ampliaciones de capital	13	18	10	1	4	3	2	4
De las cuales OPS	5	6	1	0	1	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	9	7	0	0	0	0	0	0
Sin folleto de emisión	61	72	43	12	7	15	4	2

1 Datos disponibles: mayo 2009.

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.4

	2006	2007	2008	2008			2009	
				II	III	IV	I	II ²
Mercado continuo (MC). Total ³	135	143	136	139	140	136	136	136
Sin Nuevo mercado	124	142	136	139	140	136	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	9	8	8	8	8
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	9	9	6	7	6	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	28
Madrid	16	13	13	13	13	13	13	13
Barcelona	24	20	19	19	19	19	19	18
Bilbao	10	9	8	8	8	8	8	8
Valencia	13	9	7	7	7	7	7	6
Corros SICAV	744	8	3	4	4	3	3	3
MAB	2.405	3.287	3.347	3.362	3.364	3.347	3.322	3.300
Latibex	34	34	35	35	35	35	33	33

1 Datos a final de período.

2 Datos disponibles: mayo 2009.

3 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).

Capitalización¹

CUADRO 1.5

Millones de euros	2006	2007	2008	2008			2009	
				II	III	IV	I	II ²
Mercado continuo (MC). Total ³	813.765,1	892.053,8	531.194,2	739.386,7	634.275,0	531.194,2	435.027,6	522.121,1
Sin Nuevo mercado	800.148,0	891.875,7	531.194,2	739.386,7	634.275,0	531.194,2	435.027,6	522.121,1
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	133.614,0	94.553,7	61.317,5	52.843,4	68.910,1
Ibex 35	512.828,0	524.651,0	322.806,6	412.258,4	374.922,1	322.806,6	276.053,0	322.374,3
Segundo Mercado	392,7	286,8	109,9	167,1	112,5	109,9	76,1	81,7
Madrid	18,9	27,8	22,8	25,9	24,1	22,8	21,4	22,2
Barcelona	184,2	259,0	87,1	141,1	88,3	87,1	54,7	59,5
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	6.672,3	5.850,5	5.340,7	4.438,8	4.272,0
Madrid	2.698,1	1.840,6	1.454,7	1.562,0	1.475,4	1.454,7	1.225,5	1.279,4
Barcelona	4.966,3	4.627,8	3.580,2	4.698,4	3.966,4	3.580,2	2.808,5	2.718,1
Bilbao	59,5	108,2	45,9	27,0	27,0	45,9	45,9	45,9
Valencia	741,9	1.206,5	760,4	971,7	885,3	760,4	792,1	467,4
Corros SICAV ⁵	6.868,1	204,9	126,8	158,2	148,6	126,8	106,9	124,4
MAB ⁵	23.087,6	31.202,5	24.718,6	28.210,7	26.952,4	24.718,6	24.020,8	24.557,7
Latibex	271.641,8	427.773,6	287.188,9	712.179,3	529.494,2	287.188,9	319.943,1	403.677,0

1 Datos a final de período.

2 Datos disponibles: mayo 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.

5 Sólo se tiene en cuenta el número de acciones en circulación de las SICAV, pero no las acciones propias, debido a que el capital social lo comunican únicamente a final de año.

Contratación efectiva

CUADRO 1.6

Millones de euros	2006	2007	2008	2008			2009	
				II	III	IV	I	II ¹
Mercado continuo (MC). Total ²	1.144.562,9	1.653.354,8	1.228.392,4	315.693,7	285.162,3	249.638,7	182.762,4	149.249,5
Sin Nuevo mercado	1.118.546,1	1.627.369,5	1.228.380,9	315.693,7	285.162,3	249.638,7	182.762,4	149.249,5
Nuevo mercado	26.016,8	25.985,3	11,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	11.550,3	7.499,3	1.407,1	382,4	206,9	265,7	418,7	576,4
Segundo Mercado	49,3	192,9	31,7	17,5	9,7	1,2	1,2	0,5
Madrid	7,2	8,9	3,4	1,7	0,1	1,1	0,3	0,2
Barcelona	41,6	182,3	28,3	15,9	9,6	0,1	0,9	0,3
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	22,5	58,1	63,0	12,3	13,3
Madrid	257,9	236,1	73,9	7,2	45,6	3,7	5,1	4,6
Barcelona	297,8	402,8	103,6	14,7	12,2	59,1	6,9	8,6
Bilbao	159,9	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Valencia	22,0	153,8	4,5	0,6	0,4	0,1	0,3	0,2
Corros SICAV	4.580,6	361,6	25,3	2,7	7,2	9,6	7,2	2,3
MAB	1.814,2	6.985,2	7.060,3	1.646,1	1.406,3	2.041,8	1.177,5	779,7
Latibex	723,3	868,2	757,7	199,3	136,2	116,4	89,4	69,5

1 Datos disponibles: mayo 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	
				II	III	IV	I	II ²
En sesión	1.080.117,5	1.577.249,5	1.180.835,9	304.979,6	279.188,2	241.955,6	178.078,6	139.974,4
Ordenes	658.839,2	985.087,6	774.718,1	185.997,3	183.639,9	159.841,1	117.321,9	86.790,9
Aplicaciones	105.910,7	155.085,1	105.673,9	29.644,2	22.654,9	18.800,1	11.402,0	8.385,2
Bloques	315.367,7	437.076,8	300.443,9	89.338,1	72.893,4	63.314,4	49.354,7	44.798,3
Fuera de hora	11.651,6	18.301,5	10.175,2	2.425,3	1.341,7	2.148,1	79,9	250,2
Autorizadas	4.052,0	4.189,6	3.183,2	533,1	974,9	1.300,5	752,6	2.118,7
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	3.412,1	0,0	0,0	0,0	5.733,7
OPV	3.264,0	11.177,4	292,0	0,0	292,0	0,0	0,0	0,0
Toma de razón	10.347,9	2.954,4	1.066,8	20,2	33,0	177,3	594,4	0,0
Ejercicio de opciones	8.279,8	10.240,4	9.661,9	2.579,7	1.693,1	2.938,7	1.695,1	295,9
Operaciones de cobertura	2.315,7	2.957,8	5.716,3	1.743,7	1.639,5	1.118,5	1.561,8	876,6

1 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds*).

2 Datos disponibles: mayo 2009.

Operaciones de crédito

CUADRO 1.8

Millones de euros	2006	2007	2008	2008			2009	
				II	III	IV	I	II ¹
CONTRATACIÓN								
Préstamo de valores ²	550.850,4	835.326,9	583.950,8	175.820,7	138.864,1	109.281,2	82.710,3	83.433,0
Crédito de valores para su venta ³	379,9	555,4	624,9	135,2	149,4	150,8	168,0	139,1
Crédito para compra de valores ³	511,9	411,3	154,7	35,1	33,6	33,2	25,2	19,4
SALDO VIVO								
Préstamo de valores ²	62.058,2	79.532,9	43.647,8	66.326,8	58.394,2	43.647,8	36.825,4	42.232,5
Crédito de valores para su venta ³	73,6	112,4	20,7	57,8	62,3	20,7	24,7	34,7
Crédito para compra de valores ³	70,1	59,4	7,0	28,2	31,2	7,0	3,6	5,7

1 Datos disponibles: mayo 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	
				II	III	IV	I	II ²
NÚMERO DE EMISORES	159	173	179	65	48	75	62	57
Cédulas hipotecarias	11	10	19	13	5	5	16	4
Cédulas territoriales	5	4	7	0	0	1	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	46	41	30	13	16	9	14	27
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	0	1	0	0	1	0	0
Bonos de titulación	61	77	88	26	18	34	21	15
Programas de pagarés	68	80	77	21	11	29	20	9
De titulación	3	3	2	1	0	1	0	0
Resto de pagarés	65	77	75	20	11	28	20	9
Otras emisiones de renta fija	0	2	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	9	5	8	1	2	1	6	9
NÚMERO DE EMISIONES	336	335	337	94	62	107	111	102
Cédulas hipotecarias	37	32	47	20	8	8	31	7
Cédulas territoriales	6	8	8	0	0	1	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	115	79	76	22	18	29	31	59
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	0	1	0	0	1	0	0
Bonos de titulación	82	101	108	30	23	37	21	16
Programas de pagarés	84	107	88	21	11	29	20	9
De titulación	3	3	2	1	0	1	0	0
Resto de pagarés	81	104	86	20	11	28	20	9
Otras emisiones de renta fija	0	3	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	11	5	9	1	2	2	8	11
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	523.131,4	648.757,0	476.275,7	134.468,4	90.553,9	133.726,6	116.426,5	86.940,0
Cédulas hipotecarias	44.250,0	24.695,5	14.300,0	10.120,0	1.685,0	1.245,0	10.473,9	5.175,0
Cédulas territoriales	5.150,0	5.060,0	1.820,0	0,0	0,0	800,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	46.687,5	27.416,0	10.489,6	3.743,6	4.215,1	1.926,9	15.492,0	21.616,1
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	68,1	0,0	1.429,1	0,0	0,0	1.429,1	0,0	0,0
Bonos de titulación	91.607,7	141.627,0	135.252,5	34.386,4	11.736,1	60.473,0	27.358,5	21.655,0
Tramo nacional	30.885,7	94.049,0	132.730,1	32.993,2	10.606,9	60.473,0	27.358,5	20.475,0
Tramo internacional	60.722,1	47.578,0	2.522,4	1.393,2	1.129,2	0,0	0,0	1.180,0
Pagarés de empresa ³	334.457,0	442.433,5	311.738,5	86.118,5	72.867,7	66.852,7	61.552,2	33.000,9
De titulación	1.992,7	464,8	2.843,1	48,0	94,0	2.568,1	1.333,9	859,8
Resto de pagarés	332.464,3	441.968,7	308.895,4	86.070,5	72.773,7	64.284,6	60.218,3	32.141,1
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	100,0	50,0	1.000,0	1.550,0	5.493,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	27.361,5	47.158,3	12.949,5	1.944,9	1.574,5	7.119,6	8.484,3	4.229,9
Emisiones aseguradas	92.213,5	86.161,1	9.169,5	2.200,0	946,1	928,1	0,0	0,0

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

2 Datos disponibles: mayo 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	
				II	III	IV	I	II ¹
Importes nominales en millones de euros								
Total	507.525,3	640.096,2	476.710,4	131.470,5	102.755,3	120.809,0	126.940,2	69.702,5
Pagarés	332.328,4	439.787,3	314.417,4	85.450,1	74.588,8	65.221,2	63.663,5	33.204,6
Bonos y obligaciones	45.155,4	30.006,9	10.040,3	3.164,6	4.878,2	1.490,6	15.358,6	20.380,9
Cédulas hipotecarias	43.720,0	27.195,5	14.150,0	8.145,0	3.300,0	1.480,0	10.623,9	5.075,0
Cédulas territoriales	2.650,0	7.450,0	1.930,0	200,0	0,0	800,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	83.042,5	135.149,5	135.926,6	34.410,8	19.938,3	51.817,3	35.794,3	9.851,9
Participaciones preferentes	629,0	507,0	246,0	100,0	50,0	0,0	1.500,0	1.190,2
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: mayo 2009.

AIAF. Emisores, emisiones y saldo vivo

CUADRO 1.11

				2008			2009	
	2006	2007	2008	II	III	IV	I	II ¹
NÚMERO DE EMISORES	438	492	556	526	540	556	585	603
Pagarés	69	73	72	73	72	72	73	73
Bonos y obligaciones	80	92	93	91	93	93	95	102
Cédulas hipotecarias	14	14	22	22	22	22	25	26
Cédulas territoriales	5	7	11	11	11	11	11	11
Bonos de titulización	257	316	383	352	366	383	409	418
Participaciones preferentes	46	50	52	52	52	52	53	56
Bonos matador	20	15	12	14	14	12	12	12
NÚMERO DE EMISIONES	3.681	4.314	4.639	4.694	4.767	4.639	4.487	4.359
Pagarés	2.242	2.493	2.489	2.669	2.670	2.489	2.206	1.991
Bonos y obligaciones	398	445	450	452	457	450	460	510
Cédulas hipotecarias	83	111	146	140	144	146	175	179
Cédulas territoriales	11	19	26	26	26	26	26	26
Bonos de titulización	856	1.157	1.436	1.315	1.376	1.436	1.528	1.557
Participaciones preferentes	65	71	78	76	78	78	78	82
Bonos matador	26	18	14	16	16	14	14	14
SALDO VIVO² (millones de euros)	588.942,3	758.559,8	819.637,7	809.241,1	812.631,3	819.637,7	851.854,3	868.109,7
Pagarés	70.778,6	98.467,6	71.762,2	101.545,3	90.658,5	71.762,2	68.065,3	62.866,2
Bonos y obligaciones	131.107,8	139.586,3	122.001,9	131.568,3	132.099,8	122.001,9	125.691,2	140.504,5
Cédulas hipotecarias	129.710,0	150.905,5	162.465,5	160.275,5	163.475,5	162.465,5	171.439,4	175.366,9
Cédulas territoriales	9.525,0	16.375,0	17.030,0	16.505,0	16.505,0	17.030,0	17.030,0	17.030,0
Bonos de titulización	222.866,1	328.924,6	422.010,7	374.939,4	385.434,9	422.010,7	444.611,0	446.134,5
Participaciones preferentes	23.115,6	23.062,6	23.308,6	23.258,6	23.308,6	23.308,6	23.958,6	25.148,9
Bonos matador	1.839,2	1.238,2	1.058,8	1.148,9	1.148,9	1.058,8	1.058,8	1.058,8

1 Datos disponibles: mayo 2009.

2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros				2008			2009	
	2006	2007	2008	II	III	IV	I	II ¹
POR TIPO DE ACTIVO. Total	910.493,9	1.127.477,7	2.521.040,1	594.085,2	612.761,1	975.625,6	1.198.440,2	948.063,0
Pagarés	489.069,5	568.009,6	591.943,8	134.918,8	158.910,1	167.322,0	166.501,8	81.381,6
Bonos y obligaciones	82.421,1	87.035,7	80.573,8	23.289,2	20.573,0	17.674,7	35.272,8	56.886,8
Cédulas hipotecarias	70.113,5	80.811,2	129.995,3	42.302,2	47.216,7	23.439,6	52.026,3	73.833,0
Cédulas territoriales	3.659,1	7.749,8	10.142,3	1.276,3	711,3	3.484,9	3.308,9	363,9
Bonos de titulización	257.628,9	378.005,2	1.704.341,8	391.436,8	384.574,7	762.280,4	939.895,5	734.733,8
Participaciones preferentes	4.647,8	4.492,4	4.030,0	860,0	774,5	1.419,6	1.402,7	859,6
Bonos matador	2.954,1	1.373,8	13,2	1,9	0,9	4,4	32,3	4,4
POR TIPO DE OPERACIÓN. Total	910.493,9	1.127.477,7	2.521.040,1	594.085,2	612.761,1	975.625,6	1.198.440,2	948.063,0
Simple	386.368,8	416.477,9	387.897,1	102.383,8	82.175,9	104.266,6	107.441,3	80.973,0
Repo	330.839,9	441.362,7	381.505,0	87.594,2	110.322,5	99.100,6	98.632,7	50.783,2
Simultánea	193.285,1	269.637,1	1.751.638,0	404.107,3	420.262,6	772.258,4	992.366,3	816.306,8

1 Datos disponibles: mayo 2009.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.13

Importes nominales en millones de euros				2008			2009	
	2006	2007	2008	II	III	IV	I	II ¹
Total	702.608,8	837.308,5	744.652,5	182.988,0	188.252,8	194.739,0	188.606,5	119.189,2
Sociedades no financieras	260.108,1	364.490,6	285.044,4	74.341,5	73.146,1	64.374,3	73.863,1	44.025,1
Instituciones financieras	247.876,4	282.816,9	334.851,6	76.965,1	89.107,4	97.617,7	85.291,5	50.301,7
Entidades de crédito	83.999,1	99.492,0	130.056,0	31.458,1	31.066,3	41.816,2	37.039,8	29.609,4
II, seguros y fondos de pensiones	145.911,5	152.429,2	154.709,8	40.498,2	38.242,3	36.255,0	31.537,7	14.864,0
Otras entidades financieras	17.965,8	30.895,6	50.085,8	5.008,8	19.798,7	19.546,5	16.714,0	5.828,2
Administraciones públicas	7.058,9	7.762,4	6.331,2	1.965,7	907,8	2.233,1	2.622,8	773,4
Hogares e ISFLSH ²	23.675,9	28.534,8	13.344,0	3.609,7	2.951,3	3.126,5	4.089,4	1.674,2
Resto del mundo	163.889,4	153.703,8	105.081,2	26.106,1	22.140,3	27.387,4	22.739,6	22.414,9

1 Datos disponibles: mayo 2009.

2 Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

Admisión a bolsa ¹

CUADRO 1.14

	2006	2007	2008	2008			2009	
				II	III	IV	I	II ²
IMPORTES NOMINALES (millones de euros)	1.928,1	9.020,3	3.390,6	0,0	2.402,6	738,0	1.310,8	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	1.310,8	0,0
Bonos de titulización	1.860,0	2.020,3	3.390,6	0,0	2.402,6	738,0	0,0	0,0
Otros	0,0	7.000,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EMISIONES	22	16	33	0	20	9	1	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	1	0
Bonos de titulización	21	15	33	0	20	9	0	0
Otros	0	1	0	0	0	0	0	0

1 Emisores privados. Incorpora los importes de las emisiones admitidas a negociación que han registrado un folleto de emisión. En boletines trimestrales anteriores, en este cuadro sólo se recogían los importes de las emisiones con folleto de admisión.

2 Datos disponibles: mayo 2009.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.15

	2006	2007	2008	2008			2009	
				II	III	IV	I	II ¹
NÚMERO DE EMISORES	57	53	58	52	56	58	59	58
Emisores privados	40	40	45	40	44	45	46	45
Sociedades no financieras	10	6	5	6	6	5	7	7
Instituciones financieras privadas	30	34	40	34	38	40	39	38
Administraciones públicas ³	17	13	13	12	12	13	13	13
Comunidades autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
NÚMERO DE EMISIONES	264	249	271	248	262	271	273	268
Emisores privados	131	133	157	133	151	157	155	153
Sociedades no financieras	18	12	9	10	10	9	11	11
Instituciones financieras privadas	113	121	148	123	141	148	144	142
Administraciones públicas ³	133	116	114	115	111	114	118	115
Comunidades autónomas	89	83	82	84	80	82	87	84
SALDO VIVO² (millones de euros)	17.105,4	25.654,7	29.092,6	26.027,7	27.916,8	29.142,6	30.804,3	31.753,3
Emisores privados	6.784,3	14.958,1	17.237,9	14.609,4	16.764,9	17.237,9	18.299,1	18.042,5
Sociedades no financieras	492,1	452,5	381,0	381,2	381,2	381,0	1.691,7	1.691,7
Instituciones financieras privadas	6.292,2	14.505,6	16.856,9	14.228,2	16.383,7	16.856,9	16.607,4	16.350,8
Administraciones públicas ³	10.321,1	10.696,6	11.854,7	11.418,3	11.151,9	11.904,7	12.505,1	13.710,9
Comunidades autónomas	8.319,8	8.862,6	9.972,5	9.535,4	9.269,6	9.972,5	10.573,6	11.779,4

1 Datos disponibles: mayo 2009.

2 Importes nominales.

3 No incluye deuda anotada.

Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.16

	2006	2007	2008	2008			2009	
				II	III	IV	I	II ¹
Importes nominales en millones de euros								
Mercado electrónico	257,3	444,8	1.580,1	366,0	189,3	487,0	64,8	110,0
Corros	5.009,9	7.154,3	7.842,1	123,2	4.656,8	1.188,8	182,1	134,2
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	87,6	4.626,3	1.131,9	146,9	114,5
Bilbao	24,8	7,5	6,1	1,0	2,8	0,8	2,6	0,4
Valencia	105,5	106,7	161,1	34,7	27,6	56,1	32,7	19,3
Deuda anotada	35,6	33,6	46,2	11,7	6,7	18,9	14,3	8,7
Deuda comunidades autónomas	84.443,6	84.178,3	71.045,0	19.324,8	16.948,8	17.798,7	18.666,5	13.802,4

1 Datos disponibles: mayo 2009.

Sistemas organizados de negociación: SENAF y MTS. Contratación de deuda pública por modalidad

CUADRO 1.17

	2006	2007	2008	2008			2009	
				II	III	IV	I	II ¹
Importes nominales en millones de euros								
Total	175,1	95,8	81,6	21,2	20,2	12,9	35,5	19,8
Simple	94,3	58,6	38,3	6,1	8,5	4,2	5,2	5,0
Simultáneas	80,2	37,2	43,3	15,1	11,7	8,7	30,2	14,8
Otras operaciones	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: mayo 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	
				II	III	IV	I	II'
Número de contratos								
Sobre deuda	15	13	12	4	2	2	6	0
Futuro sobre bono nocional ²	15	13	12	4	2	2	6	0
Sobre Ibex 35 ^{3,4}	7.119.853	9.288.909	8.433.963	1.894.015	2.256.855	1.936.368	1.520.980	1.085.662
Futuro sobre Ibex 35 plus	6.408.961	8.435.258	7.275.299	1.654.458	1.934.608	1.643.742	1.330.851	960.023
Futuro mini sobre Ibex 35	159.830	286.574	330.042	71.975	84.677	88.747	70.698	59.283
Opción call mini	288.542	227.535	323.874	60.052	106.673	80.383	56.410	35.057
Opción put mini	262.521	339.542	504.749	107.529	130.897	123.497	63.021	31.299
Sobre acciones ⁵	33.655.790	34.887.808	64.554.817	19.168.497	15.788.553	17.297.456	21.082.892	10.059.265
Futuros	21.229.811	21.294.315	46.237.568	14.797.445	11.983.940	10.936.605	13.024.306	6.061.731
Opción call	7.664.125	6.775.525	7.809.423	1.571.132	1.673.144	2.979.971	3.689.989	2.044.147
Opción put	4.761.854	6.817.968	10.507.826	2.799.920	2.131.469	3.380.880	4.368.597	1.953.387

Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex

Sobre deuda ⁶	1.117.956	1.059.113	869.105	220.077	132.608	173.444	157.746	105.599
Sobre índices ⁷	1.423.441	1.371.250	1.169.059	268.663	275.658	276.397	286.512	149.536

1 Datos disponibles: mayo 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	
				II	III	IV	I	II'
WARRANTS²								
Importe de las primas (millones de euros)	5.143,1	8.920,3	12.234,4	3.153,2	3.087,6	2.820,6	1.950,5	256,5
Sobre acciones	3.697,6	6.215,1	6.914,1	1.663,2	1.576,8	1.417,0	1.074,8	113,4
Sobre índices	1.064,9	2.311,2	4.542,8	1.270,1	1.385,3	1.160,6	628,4	94,5
Otros ³	380,6	394,0	777,5	219,9	125,5	243,0	247,3	48,7
Número de emisiones	4.063	7.005	9.790	1.928	2.523	2.548	2.516	642
Número de emisores	8	7	8	7	6	6	6	4
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	206,8	151,0	77,0	45,0	20,0	0,0	0,0	0,0
Sobre acciones	196,2	145,0	77,0	45,0	20,0	0,0	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	2	1	0	0	0
Número de emisores	4	3	1	1	1	0	0	0

1 Datos disponibles: mayo 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	
				II	III	IV	I	II ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	2.907,4	5.129,6	2.943,7	684,1	701,7	665,1	491,3	330,0
Sobre acciones nacionales	1.805,3	3.200,7	1.581,9	362,8	333,5	364,1	222,7	149,2
Sobre acciones extranjeras	293,3	474,2	145,7	50,4	30,9	17,5	22,3	15,4
Sobre índices	695,6	1.376,6	1.063,3	231,0	295,7	233,4	208,7	153,3
Otros ²	113,1	78,1	152,8	39,9	41,6	50,1	37,6	12,1
Número de emisiones ³	4.284	7.837	9.770	4.214	4.219	4.151	3.655	3.006
Número de emisores ³	9	9	10	8	8	9	9	9
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	58,8	49,8	16,8	5,0	2,8	3,9	7,6	6,5
Número de emisiones ³	15	14	26	21	17	20	21	16
Número de emisores ³	5	5	4	4	4	4	4	2
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	-	4.664,5	6.938,1	1.357,4	900,6	1.643,0	604,3	425,7
Número de fondos	-	21	30	32	29	30	30	30
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	-	885,8	1.630,3	2.212,6	2.111,2	1.630,3	n.d.	n.d.

1 Datos disponibles: mayo 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 período.

4 En las Instituciones de Inversión Colectiva extranjeras se incluye el volumen de inversión comercializado.

n.d.: Dato no disponible.

1.3.3 Derivados no financieros

Negociación en MFAO¹

CUADRO 1.21

	2006	2007	2008	2008			2009	
				II	III	IV	I	II ²
Número de contratos								
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante ³	35.079	46.405	48.091	14.610	7.530	12.365	29.615	23.815

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: mayo 2009.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2006	2007	2008	2008			2009	
				II	III	IV	I	II ¹
Sociedades de valores								
Entidades nacionales	47	46	51	51	50	51	50	50
Sucursales	108	102	83	80	85	83	85	79
Representantes	6.610	6.657	6.041	6.526	6.546	6.041	6.038	5.846
Agencias de valores								
Entidades nacionales	57	53	50	52	53	50	49	48
Sucursales	11	12	9	10	10	9	8	8
Representantes	589	625	638	625	631	638	690	641
Sociedades gestoras de cartera								
Entidades nacionales	15	11	10	11	10	10	10	10
Sucursales	4	4	4	4	4	4	5	5
Representantes	5	6	6	5	5	6	6	6
Entidades de crédito²								
Entidades nacionales	204	201	195	200	200	195	196	196

1 Datos disponibles: mayo 2009.

2 Fuente: Banco de España.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2006	2007	2008	2008			2009	
				II	III	IV	I	II'
Total	1.321	1.766	2.222	2.054	2.156	2.222	2.270	2.290
ESI ² en el Espacio Económico Europeo	973	1.394	1.808	1.676	1.760	1.808	1.849	1.868
Con sucursal	22	29	36	33	33	36	35	35
En libre prestación de servicios	951	1.365	1.772	1.643	1.727	1.772	1.814	1.833
Entidades de crédito ³	348	372	414	378	396	414	421	422
Comunitarias	339	363	405	369	387	405	411	412
Con sucursal	44	52	56	56	56	56	54	54
En libre prestación de servicios	294	310	348	312	330	348	356	357
Filiales en libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	1	1
Extracomunitarias	9	9	9	9	9	9	10	10
Con sucursal	8	8	8	8	8	8	8	8
En libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	2	2

1 Datos disponibles: mayo 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	I 2008				I 2009			
	Bolsas nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total	Bolsas nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total
RENTA FIJA								
Total	6.545	2.239.006	353.893	2.599.444	84.720	2.429.843	238.248	2.752.811
Sociedades de valores	5.964	250.715	40.640	297.319	76.038	147.241	45.375	268.654
Agencias de valores	581	1.988.291	313.253	2.302.125	8.682	2.282.602	192.873	2.484.157
RENTA VARIABLE								
Total	493.870	1.749	27.005	522.624	205.749	144	19.857	225.750
Sociedades de valores	458.343	1.116	23.428	482.887	184.959	142	18.847	203.948
Agencias de valores	35.527	633	3.577	39.737	20.790	2	1.010	21.802

1 Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros	I 2008				I 2009			
	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total
Total	227.979	2.310.399	1.034.114	3.572.492	305.999	975.567	776.502	2.058.068
Sociedades de valores	192.132	1.888.310	17.385	2.097.827	295.044	806.015	27.886	1.128.945
Agencias de valores	35.847	422.089	1.016.729	1.474.665	10.955	169.552	748.616	929.123

1 El importe de las operaciones de compraventa de activos financieros, futuros financieros sobre valores y tipos de interés, y otras operaciones sobre tipos de interés será el valor nominal o el notional de los valores o principal a los que alcance el contrato. El importe de las operaciones sobre opciones será el precio de ejercicio del instrumento subyacente multiplicado por el número de instrumentos comprometidos.

2 Datos acumulados del periodo.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

	I 2008			I 2009		
	Total	IIC	Otras ²	Total	IIC	Otras ²
NÚMERO DE CARTERAS						
Total	17.130	122	17.008	12.805	199	12.606
Sociedades de valores	10.087	41	10.046	6.855	11	6.844
Agencias de valores	3.383	31	3.352	3.158	156	3.002
Sociedades gestoras de cartera	3.660	50	3.610	2.792	32	2.760
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)						
Total	12.792.680	1.859.859	10.932.821	7.897.438	872.183	7.025.255
Sociedades de valores	5.939.710	1.020.851	4.918.859	3.153.451	42.314	3.111.137
Agencias de valores	2.740.542	587.009	2.153.533	2.075.636	664.071	1.411.565
Sociedades gestoras de cartera	4.112.428	251.999	3.860.429	2.668.351	165.798	2.502.553

1 Datos a final de periodo.

2 Incluye el resto de clientes, tanto cubiertos como no cubiertos por el Fondo de Garantía de Inversiones, según establece el RD 948/2001, del 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores ¹

CUADRO 2.6

Miles de euros ²				2008				2009
	2006	2007	2008	I	II	III	IV	I
I. Margen financiero	17.325	-29.968	117.783	-10.488	22.373	53.300	117.783	54.459
II. Comisiones netas	775.377	893.803	674.542	195.164	368.472	502.553	674.542	133.007
Comisiones percibidas	1.009.089	1.181.772	943.619	270.711	501.817	693.140	943.619	187.315
Tramitación y ejecución de órdenes	629.952	775.418	648.036	186.711	343.910	484.674	648.036	130.572
Colocación y aseguramiento de emisiones	73.278	62.145	42.502	10.560	25.112	28.263	42.502	12.301
Depósito y anotación de valores	22.367	25.351	21.555	5.861	11.477	16.421	21.555	4.224
Gestión de carteras	23.883	29.649	16.949	5.946	9.893	13.886	16.949	2.673
Diseño y asesoramiento	55.918	65.083	56.671	7.729	12.781	17.039	56.671	9.528
Búsqueda y colocación de paquetes	0	9	12	7	9	11	12	6
Operaciones de crédito al mercado	33	23	19	5	7	9	19	4
Suscripción y reembolso en IIC	141.312	138.481	91.167	30.202	55.621	74.113	91.167	13.970
Otras	62.346	85.613	66.708	23.690	43.007	58.724	66.708	14.036
Comisiones satisfechas	233.712	287.969	269.077	75.547	133.345	190.587	269.077	54.308
III. Beneficios netos en valores ³	92.719	-239.572	792.084	471.632	973.352	1.140.505	792.084	36.458
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	109.130	486.643	-625.826	13.125	-252.335	-511.353	-625.826	-38.324
V. Margen bruto	994.551	1.110.906	958.583	669.433	1.111.862	1.185.005	958.583	185.600
VI. Resultado de explotación	490.336	587.354	434.601	144.345	277.389	325.196	434.601	79.283
VII. Resultado de actividades continuadas	430.651	540.390	365.287	151.025	301.711	361.479	365.287	88.318
VIII. Resultado neto del ejercicio	430.651	540.390	367.579	151.025	301.711	361.479	367.579	88.318

1 A partir del IV trimestre de 2008 los datos proceden de la información remitida por las empresas de servicios de inversión según la nueva circular 7/2008 que modifica su régimen contable. Con el fin de homogeneizar las series de datos, se han introducido algunas modificaciones en los trimestres anteriores.

2 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

3 No incluye la dotación de provisiones por minusvalías de la cartera de negociación, ni su aplicación y recuperación. Dichas partidas se contabilizan en "Resultado de explotación".

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores ¹

CUADRO 2.7

Miles de euros ³	Total		Margen financiero		Cartera de valores ²		Otras dotaciones	
	I 2008	I 2009	I 2008	I 2009	I 2008	I 2009	I 2008	I 2009
Total	451.838	90.359	-10.488	54.459	471.632	36.458	-9.306	-558
Activos monetarios y deuda pública	-2.043	3.716	846	331	-2.889	3.385	-	-
Otros valores de renta fija	19.220	-161.171	15.287	45.749	3.933	-206.920	-	-
Cartera interior	17.494	-174.405	14.818	44.783	2.676	-219.188	-	-
Cartera exterior	1.726	13.234	469	966	1.257	12.268	-	-
Renta variable	-232.106	55.216	13.213	14.581	-245.319	40.635	-	-
Cartera interior	-146.821	394	11.020	9.008	-157.841	-8.614	-	-
Cartera exterior	-85.285	54.822	2.193	5.573	-87.478	49.249	-	-
Derivados	725.248	200.597	-	-	725.248	200.597	-	-
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-283	-13.496	-283	-13.496	-	-	-	-
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	-	-	-	-
Depósito y otras operaciones con intermediarios	-48.002	2.034	-48.002	2.034	-	-	-	-
Otras operaciones	-10.196	3.462	8.451	5.260	-9.341	-1.240	-9.306	-558

1 A partir del IV trimestre de 2008 los datos proceden de la información remitida por las empresas de servicios de inversión según la nueva circular 7/2008 que modifica su régimen contable. Con el fin de homogeneizar las series de datos, se han introducido algunas modificaciones en los trimestres anteriores.

2 Los resultados procedentes de la cartera de valores no incluyen la dotación, aplicación y recuperación de provisiones.

3 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores ¹

CUADRO 2.8

Miles de euros ²				2008				2009
	2006	2007	2008	I	II	III	IV	I
I. Margen financiero	12.934	14.395	7.977	2.434	6.039	7.822	7.977	1.059
II. Comisiones netas	233.447	237.403	149.873	41.507	82.530	115.919	149.873	30.688
Comisiones percibidas	297.030	310.892	172.343	48.935	95.111	133.583	172.343	34.647
Tramitación y ejecución de órdenes	114.111	131.976	62.344	19.349	33.728	47.825	62.344	15.099
Colocación y aseguramiento de emisiones	3.183	2.501	4.847	994	3.010	4.354	4.847	341
Depósito y anotación de valores	1.520	1.680	676	314	394	512	676	73
Gestión de carteras	28.672	27.457	21.137	5.847	11.966	16.783	21.137	3.956
Diseño y asesoramiento	2.360	2.224	4.962	252	1.550	2.181	4.962	486
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	10	0	0	0	10	0
Suscripción y reembolso en IIC	68.513	74.918	31.287	9.679	17.156	24.309	31.287	5.041
Otras	78.671	70.136	47.081	12.500	27.307	37.619	47.081	9.651
Comisiones satisfechas	63.583	73.489	22.470	7.428	12.581	17.664	22.470	3.959
III. Beneficios netos en valores ³	3.841	2.212	-734	-859	-926	-1.204	-734	-364
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-282	-407	4.173	-138	-230	-83	4.173	90
V. Margen bruto	249.940	253.603	161.289	42.944	87.413	122.454	161.289	31.473
VI. Resultado de explotación	85.744	85.423	20.906	8.077	9.545	14.596	20.906	-1.250
VII. Resultado de actividades continuadas	62.449	86.017	14.519	9.427	15.919	25.623	14.519	-1.774
VIII. Resultado neto del ejercicio	62.449	86.017	14.519	9.427	15.919	25.623	14.519	-1.774

1 A partir del IV trimestre de 2008 los datos proceden de la información remitida por las empresas de servicios de inversión según la nueva circular 7/2008 que modifica su régimen contable. Con el fin de homogeneizar las series de datos, se han introducido algunas modificaciones en los trimestres anteriores.

2 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

3 No incluye la dotación de provisiones por minusvalías de la cartera de negociación, ni su aplicación y recuperación. Dichas partidas se contabilizan en "Resultado de explotación".

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera ¹

CUADRO 2.9

Miles de euros ²				2008				2009
	2006	2007	2008	I	II	III	IV	I
I. MARGEN FINANCIERO	895	1.442	1.482	376	789	1.210	1.482	163
II. COMISIONES NETAS	15.195	15.501	12.044	3.459	6.583	9.382	12.044	2.632
Comisiones percibidas	27.625	27.340	23.877	6.308	12.392	18.138	23.877	5.416
Gestión de carteras	22.068	24.239	21.347	5.555	10.886	16.044	20.683	4.683
Diseño y asesoramiento	4.951	2.614	1.820	637	1.226	1.677	2.484	595
Suscripción y reembolso en IIC	261	34	66	16	32	49	66	5
Otras	345	453	644	100	248	368	644	133
Comisiones satisfechas	12.430	11.839	11.833	2.849	5.809	8.756	11.833	2.784
III. BENEFICIOS NETOS EN VALORES ³	15	96	-108	7	12	24	-108	-53
IV. DIFERENCIAS DE CAMBIO NETAS Y OTROS PRODUCTOS Y CARGAS DE EXPLOTACIÓN	-14	-37	-424	-1	-4	-2	-424	-119
V. MARGEN BRUTO	16.091	17.002	12.994	3.841	7.380	10.614	12.994	2.623
VI. RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	5.937	6.896	1.156	805	1.125	1.540	1.156	277
VII. RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	4.112	4.837	764	730	1.009	1.428	764	111
VIII. RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	4.112	4.837	764	730	1.009	1.428	764	111

1 A partir del IV trimestre de 2008 los datos proceden de la información remitida por las empresas de servicios de inversión según la nueva circular 7/2008 que modifica su régimen contable. Con el fin de homogeneizar las series de datos, se han introducido algunas modificaciones en los trimestres anteriores.

2 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

3 No incluye la dotación de provisiones por minusvalías de la cartera de negociación, ni su aplicación y recuperación. Dichas partidas se contabilizan en "Resultado de explotación".

Margen de cobertura de los recursos propios sobre el coeficiente de 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	1.410.672	474,66	15	13	6	13	16	7	7	13	3	16
Sociedades de valores	1.314.408	535,67	2	1	1	4	9	6	5	7	3	12
Agencias de valores	73.241	190,91	12	11	3	7	5	1	1	6	0	3
Sociedades gestoras de cartera	23.023	171,06	1	1	2	2	2	0	1	0	0	1

1 Datos disponibles: mayo 2009.

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

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	17,38	44	14	22	12	5	5	2	3	2	
Sociedades de valores	19,00	12	8	11	8	3	4	1	1	2	
Agencias de valores	-3,83	27	6	7	3	2	1	1	2	0	
Sociedades gestoras de cartera	2,78	5	0	4	1	0	0	0	0	0	

1 Datos disponibles: marzo 2009.

2 Media ponderada por fondos propios, en %.

3 Instituciones de inversión colectiva^{a,b,c,d}

Número, gestoras y depositarias de instituciones de inversión colectiva registradas en la CNMV

CUADRO 3.1

	2006	2007	2008	2008			2009	
				II	III	IV	I	II'
Total IIC de carácter financiero	6.006	6.296	6.354	6.395	6.389	6.354	6.294	6.207
Fondos de inversión	2.850	2.954	2.943	2.968	2.954	2.943	2.898	2.842
Sociedades de inversión	3.149	3.290	3.347	3.365	3.369	3.347	3.330	3.299
IIC de IIC de inversión libre	2	31	40	39	41	40	40	40
IIC de inversión libre	5	21	24	23	25	24	26	26
Total IIC inmobiliarias	17	18	18	17	17	18	18	17
Fondos de inversión inmobiliaria	9	9	9	9	9	9	9	8
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	9	9	8	8	9	9	9
Total IIC extranjeras comercializadas en España	340	440	563	490	535	563	562	568
Fondos extranjeros comercializados en España	164	225	312	253	290	312	311	313
Sociedades extranjeras comercializadas en España	176	215	251	237	245	251	251	255
SGIIC	114	120	120	120	120	120	120	120
Depositarias IIC	132	126	125	126	126	125	124	124

1 Datos disponibles: mayo 2009.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I
Total IIC de carácter financiero	9.048.207	8.492.282	6.328.637	7.861.369	7.466.954	6.970.806	6.328.637	6.126.478
Fondos de inversión	8.637.781	8.053.049	5.892.984	7.420.379	7.023.292	6.520.089	5.892.984	5.626.865
Sociedades de inversión	410.403	434.156	435.653	434.167	433.651	439.395	435.653	427.413
Total IIC inmobiliarias	151.053	146.353	98.327	145.036	141.876	136.245	98.327	78.711
Fondos de inversión inmobiliaria	150.304	145.510	97.390	144.197	141.037	135.307	97.390	95.284
Sociedades de inversión inmobiliaria	749	843	937	839	839	938	937	938
Total IIC extranjeras comercializadas en España	779.165	850.931	587.032	729.321	697.732	648.457	587.032	463.757
Fondos extranjeros comercializados en España	144.139	142.782	99.873	137.933	124.446	112.064	99.873	66.647
Sociedades extranjeras comercializadas en España	635.026	708.149	487.159	591.388	573.286	536.393	487.159	397.110

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I
Total IIC de carácter financiero	300.584,0	287.968,7	200.506,9	264.775,7	244.660,6	226.473,9	200.506,9	192.775,5
Fondos de inversión ¹	270.406,3	255.040,9	175.865,3	234.043,9	214.251,8	197.305,6	175.865,3	168.829,4
Sociedades de inversión	30.152,7	31.481,5	24.641,6	29.055,9	28.415,3	27.143,2	24.641,6	23.946,1
Total IIC inmobiliarias	9.052,0	9.121,4	7.778,8	8.912,8	8.753,1	8.530,6	7.778,8	6.688,6
Fondos de inversión inmobiliaria	8.595,9	8.608,5	7.406,9	8.563,8	8.394,0	8.166,7	7.406,9	6.319,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	456,1	512,9	371,9	349,0	359,2	363,8	371,9	369,2
Total IIC extranjeras comercializadas en España	44.102,9	37.092,7	18.181,3	30.184,5	28.581,0	22.046,4	18.181,3	13.059,9
Fondos extranjeros comercializados en España	12.099,3	7.010,3	2.245,5	5.004,9	4.313,5	3.064,6	2.245,5	1.410,6
Sociedades extranjeras comercializadas en España	32.003,5	30.082,4	15.935,8	25.179,6	24.267,5	18.981,8	15.935,8	11.649,3

1 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en marzo de 2009, del orden de 8.850 millones de euros.

- a En las referencias a los "Fondos de inversión" de todo el capítulo, no se incluyen los fondos de inversión libre ni los fondos de IIC de inversión libre.
- b Como consecuencia de la entrada en vigor, el 31 de diciembre de 2008, de las nuevas circulares CR CNMV 3/2008 y CR CNMV 7/2008, en las que se modifica la información contable a remitir a la CNMV puede haber modificaciones en los cuadros con el fin de adaptarse a las anteriores.
- c A partir del Boletín 2009-II se agruparán los datos de IIC de IIC de inversión libre y los de IIC de inversión libre en el cuadro 3.12.
- d A partir de Diciembre 2008 cuando se hace referencia a las IIC extranjeras (patrimonio y número de partícipes) no se incluyen los datos de los ETF.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión de carácter financiero¹

CUADRO 3.4

Millones de euros	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I
Patrimonio	270.300,0	255.040,9	175.865,3	234.043,9	214.258,1	197.305,6	175.865,3	168.829,4
Liquidez ²	10.458,3	15.413,5	19.374,1	15.659,2	17.565,2	20.578,7	19.374,1	18.374,5
Inversión en cartera	259.900,5	239.266,6	155.838,7	218.051,3	196.545,9	176.239,7	155.838,7	150.067,7
Cartera interior	127.333,5	134.564,1	96.628,7	128.544,1	115.695,7	105.007,9	96.628,7	92.939,4
Acciones	13.806,8	11.550,1	4.022,0	8.137,3	6.802,7	5.501,0	4.022,0	3.264,8
Participaciones en fondos de inversión	17.322,8	18.662,1	10.134,3	17.702,0	15.651,3	13.587,1	10.134,3	9.037,4
Activos monetarios públicos	2.885,7	2.206,6	7.670,9	3.493,5	4.618,6	4.488,8	7.670,9	10.145,9
Otros valores de renta fija pública	9.887,9	8.708,7	5.430,3	6.608,3	6.299,7	6.334,9	5.430,3	7.428,2
Activos monetarios privados	28.481,0	37.486,9	16.276,4	35.309,7	35.514,6	30.277,3	16.276,4	14.273,4
Otra renta fija privada	23.103,8	24.251,5	24.489,7	23.039,2	22.873,3	20.884,5	24.489,7	22.855,9
Warrants y opciones nacionales	603,3	553,2	541,6	344,0	414,4	309,7	541,6	490,5
Adquisición temporal de activos	31.216,8	31.144,9	28.062,7	33.909,8	23.520,9	23.623,7	28.062,7	25.441,4
Cartera no cotizada	25,4	0,2	1,0	0,2	0,2	0,9	1,0	1,8
Cartera exterior	132.567,0	104.702,5	59.210,0	89.507,2	80.850,2	71.231,8	59.210,0	57.128,3
Euros	118.583,7	94.085,1	56.192,2	82.615,8	74.458,1	66.423,8	56.192,2	54.579,5
Acciones	11.418,0	10.771,3	3.287,2	6.969,6	5.859,1	4.588,6	3.287,2	2.627,4
Participaciones en fondos de inversión	23.414,2	13.029,8	2.783,9	8.533,7	6.922,6	5.021,6	2.783,9	2.479,3
Renta fija	78.852,9	65.972,8	49.263,9	64.362,8	59.592,5	55.157,3	49.263,9	48.719,3
Warrants y opciones internacionales	4.898,7	4.311,2	857,1	2.749,7	2.083,0	1.654,6	857,1	723,4
Cartera no cotizada	0,0	0,0	30,4	0,0	0,8	1,6	30,4	30,1
Resto	13.983,3	10.617,4	3.017,8	6.891,4	6.392,1	4.808,0	3.017,8	2.548,8
Acciones	7.343,0	5.960,3	1.918,2	3.972,9	3.823,6	3.104,1	1.918,2	1.746,9
Participaciones en fondos de inversión	5.491,5	3.894,6	740,5	2.418,5	2.153,8	1.337,3	740,5	674,4
Renta fija	1.011,7	631,1	342,8	413,5	386,2	335,7	342,8	126,9
Warrants y opciones internacionales	136,0	130,5	15,6	85,8	27,7	30,2	15,6	0,0
Cartera no cotizada	1,2	0,9	0,6	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6
Saldo neto (Deudores - Acreedores)	-58,8	360,8	652,5	333,4	147,0	487,2	652,5	387,3

1 No se incluye información de la inversión libre puesto que la Circular 3/2008 concede a estas entidades un plazo distinto para el envío a la CNMV de su información reservada.

2 Incluye depósitos en cartera.

Distribución del patrimonio social de las sociedades de inversión de carácter financiero

CUADRO 3.5

Millones de euros	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I
Patrimonio	30.152,7	31.481,5	24.656,3	29.055,9	28.415,2	27.143,2	24.656,3	23.946,1
Liquidez ¹	802,2	1.182,2	2.437,1	1.457,3	1.938,4	2.759,1	2.433,6	2.426,3
Inversión en cartera	29.294,1	30.037,4	22.009,9	27.440,2	26.306,3	24.131,2	21.965,7	21.313,2
Cartera interior	15.553,8	17.075,3	14.765,3	17.080,2	16.012,2	15.391,9	14.763,4	13.779,7
Acciones	6.727,3	6.173,6	3.213,1	5.073,8	4.372,0	3.756,4	3.213,1	2.582,9
Participaciones en fondos de inversión	1.095,0	1.362,3	1.108,7	1.370,6	1.311,4	1.216,1	1.108,7	1.125,6
Activos monetarios públicos	463,4	382,8	336,4	386,6	348,3	403,9	336,4	655,4
Otros valores de renta fija pública	678,2	710,2	703,7	536,7	523,1	559,9	703,7	420,3
Activos monetarios privados	555,4	1.568,6	1.149,1	1.854,6	2.199,0	2.102,8	1.149,1	890,4
Otra renta fija privada	554,8	620,8	1.385,8	702,0	930,2	943,7	1.383,9	1.421,2
Warrants y opciones nacionales	19,7	22,1	4,0	19,5	12,9	23,0	4,0	9,6
Adquisición temporal de activos	5.459,1	6.234,1	6.862,1	7.132,6	6.311,6	6.382,2	6.862,1	6.671,0
Cartera no cotizada	0,8	0,8	2,2	3,7	3,6	4,1	2,2	3,3
Cartera exterior	13.740,3	12.962,2	7.244,7	10.360,0	10.294,1	8.739,3	7.202,4	7.533,5
Euros	9.847,7	9.413,7	5.695,9	7.768,0	7.711,5	6.568,0	5.697,6	6.190,3
Acciones	3.379,9	3.367,7	1.254,2	2.319,8	2.083,2	1.633,1	1.254,2	1.069,3
Participaciones en fondos de inversión	4.169,1	3.826,1	1.858,2	3.252,4	3.148,5	2.419,5	1.858,2	1.767,4
Renta fija	2.041,5	2.006,7	2.498,1	2.017,6	2.308,5	2.369,1	2.499,8	3.283,8
Warrants y opciones internacionales	257,2	213,1	81,5	178,3	171,2	146,2	81,5	61,7
Cartera no cotizada	0,0	0,0	3,8	0,0	0,0	0,0	3,8	8,2
Resto	3.892,6	3.548,5	1.548,8	2.592,0	2.582,6	2.171,3	1.504,8	1.343,2
Acciones	2.104,7	1.752,2	766,4	1.304,0	1.298,7	1.101,1	766,4	724,8
Participaciones en fondos de inversión	1.517,7	1.600,6	628,3	1.139,2	1.148,1	945,6	628,3	474,5
Renta fija	234,8	183,2	146,7	138,9	123,4	111,9	102,6	138,2
Warrants y opciones internacionales	11,3	12,5	7,1	9,9	12,3	12,7	7,1	5,4
Cartera no cotizada	24,1	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3
Saldo neto (Deudores - Acreedores)	56,4	261,8	209,3	158,5	170,6	252,9	257,0	206,5

1 Incluye depósitos en cartera.

Fondos de inversión de carácter financiero: Número, partícipes y patrimonio por tipo de fondo¹

CUADRO 3.6

	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	2.822	2.926	2.912	2.942	2.950	2.932	2.912	2.830
Renta fija ²	606	600	629	609	614	616	629	631
Renta fija mixta ³	212	204	195	203	197	195	195	193
Renta variable mixta ⁴	222	207	202	206	205	204	202	191
Renta variable nacional	118	123	116	123	122	117	116	116
Renta variable internacional ⁵	467	481	451	477	482	469	451	424
Garantizado renta fija	220	251	259	256	251	255	259	249
Garantizado renta variable	559	590	591	592	601	600	591	586
Fondos globales	418	470	469	476	478	476	469	440
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	8.637.781	8.053.049	5.892.995	7.420.379	7.023.292	6.520.089	5.892.995	5.626.865
Renta fija ²	2.960.879	2.763.442	2.177.989	2.620.712	2.498.451	2.389.795	2.177.989	2.145.648
Renta fija mixta ³	524.827	493.786	276.914	434.935	359.904	319.445	276.914	247.835
Renta variable mixta ⁴	357.013	331.214	209.765	289.184	263.926	236.645	209.765	194.064
Renta variable nacional	317.386	288.210	168.520	219.842	204.259	180.472	168.520	158.609
Renta variable internacional ⁵	1.258.426	1.089.868	674.973	942.733	907.345	758.463	674.973	612.625
Garantizado renta fija	497.540	549.108	534.196	552.116	542.500	552.515	534.196	525.404
Garantizado renta variable	1.783.867	1.715.144	1.406.333	1.639.760	1.575.766	1.513.064	1.406.333	1.339.366
Fondos globales	937.843	822.277	444.305	721.097	671.141	569.690	444.305	403.314
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	270.406,3	255.040,9	175.865,3	234.043,9	214.251,8	197.305,6	175.865,3	168.829,4
Renta fija ²	116.511,9	113.234,1	92.813,1	116.544,0	107.349,4	100.931,9	92.813,1	91.473,0
Renta fija mixta ³	15.314,5	13.011,9	5.803,0	10.551,0	8.488,5	7.175,8	5.803,0	5.282,6
Renta variable mixta ⁴	10.149,2	8.848,0	3.958,8	6.811,6	5.990,9	5.092,8	3.958,8	3.301,8
Renta variable nacional	10.416,4	7.839,4	2.755,5	5.369,9	4.584,1	3.612,5	2.755,5	2.224,5
Renta variable internacional ⁵	24.799,6	22.698,4	7.438,1	14.962,8	13.433,5	10.472,7	7.438,1	6.364,3
Garantizado renta fija	14.484,8	17.674,4	21.150,3	19.253,8	19.841,0	20.968,0	21.150,3	20.952,0
Garantizado renta variable	44.796,6	42.042,1	30.873,7	38.521,4	35.633,2	33.782,8	30.873,7	29.433,3
Fondos globales	33.933,3	29.692,6	11.072,8	22.029,4	18.931,4	15.269,2	11.072,8	9.797,9

1 Fondos que han remitido estados reservados (no incluye por tanto fondos en proceso de disolución o liquidación).

2 Incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, Renta fija internacional y Monetarios. Hasta diciembre de 2006 incluía FIAMM.

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

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

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

Fondos de inversión de carácter financiero: Distribución de los partícipes y del patrimonio según la naturaleza de los partícipes¹

CUADRO 3.7

	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I
PARTÍCIPES								
Personas físicas	8.637.782	8.053.049	5.892.995	7.420.489	7.023.319	6.520.089	5.892.995	5.626.865
Residentes	8.389.302	7.814.633	5.724.298	7.201.336	6.818.656	6.330.948	5.724.298	5.465.952
No residentes	8.292.252	7.721.427	5.648.811	7.111.256	6.732.350	6.249.631	5.648.811	5.391.982
Personas jurídicas	97.050	93.206	75.487	90.080	86.306	81.317	75.487	73.970
Entidades de crédito	248.480	238.416	168.697	219.153	204.663	189.141	168.697	160.913
Otros agentes residentes	1.603	2.235	1.712	1.085	1.109	1.093	1.712	705
Entidades no residentes	244.977	234.376	165.447	216.303	201.889	186.459	165.447	158.816
Entidades no residentes	1.900	1.805	1.538	1.765	1.665	1.589	1.538	1.392
PATRIMONIO (millones de euros)								
Personas físicas	270.406,3	255.041,0	175.865,3	234.051,2	214.258,2	197.305,6	175.865,3	168.829,4
Residentes	201.408,2	190.512,2	135.513,3	175.034,3	161.393,3	150.212,4	135.513,3	132.447,8
No residentes	198.328,1	187.746,8	133.651,8	172.531,8	159.079,3	148.112,4	133.651,8	130.481,8
Personas jurídicas	3.080,1	2.765,4	1.861,5	2.502,4	2.314,0	2.100,0	1.861,5	1.966,0
Entidades de crédito	68.998,1	64.528,7	40.352,0	59.017,0	52.864,9	47.093,2	40.352,0	36.381,5
Otros agentes residentes	5.296,2	5.721,0	4.193,2	3.555,9	3.281,4	3.357,3	4.193,2	2.339,4
Entidades no residentes	61.646,2	56.974,4	34.982,0	54.022,0	47.928,5	42.195,4	34.982,0	33.151,6
Entidades no residentes	2.055,7	1.833,3	1.176,9	1.439,0	1.655,0	1.540,6	1.176,9	890,5

1 No incluye datos de inversión libre.

Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo¹

CUADRO 3.8

Millones de euros	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	194.787,4	180.943,6	150.635,5	47.016,2	33.450,6	23.895,9	n.d.	n.d.
Renta fija	118.705,9	116.323,9	116.056,4	37.510,5	22.581,5	17.342,5	n.d.	n.d.
Renta fija mixta	8.476,6	5.859,4	1.849,2	620,2	315,9	239,0	n.d.	n.d.
Renta variable mixta	2.783,6	2.749,8	1.350,4	278,9	606,0	250,9	n.d.	n.d.
Renta variable nacional	5.590,4	4.402,4	1.143,4	414,5	344,4	157,1	n.d.	n.d.
Renta variable internacional	17.662,3	16.631,5	5.328,9	1.867,3	1.545,7	926,3	n.d.	n.d.
Garantizado renta fija	6.126,2	9.161,3	12.069,6	3.286,2	2.983,5	2.692,4	n.d.	n.d.
Garantizado renta variable	8.914,1	8.070,6	7.234,6	1.089,4	3.120,4	1.549,5	n.d.	n.d.
Fondos globales	26.528,3	17.744,2	5.602,8	1.949,1	1.953,1	738,3	n.d.	n.d.
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	198.600,1	202.827,4	217.891,8	62.032,7	52.061,9	39.354,3	n.d.	n.d.
Renta fija	127.469,1	122.178,3	138.304,0	35.049,1	32.357,6	24.503,3	n.d.	n.d.
Renta fija mixta	7.048,4	7.809,6	8.102,9	2.861,9	1.891,3	1.437,2	n.d.	n.d.
Renta variable mixta	3.644,7	4.023,0	4.655,7	1.675,7	1.245,2	882,7	n.d.	n.d.
Renta variable nacional	7.824,6	6.723,3	4.098,3	1.979,7	733,9	868,4	n.d.	n.d.
Renta variable internacional	16.490,9	20.073,1	13.490,3	6.456,5	2.735,1	2.383,1	n.d.	n.d.
Garantizado renta fija	5.029,3	6.430,6	9.514,7	2.085,8	1.867,5	1.785,4	n.d.	n.d.
Garantizado renta variable	11.830,1	11.602,6	18.681,2	3.647,6	5.929,2	3.924,0	n.d.	n.d.
Fondos globales	19.263,1	23.986,6	21.044,7	8.276,4	5.302,1	3.570,2	n.d.	n.d.

¹ Datos estimados.
n.d.: 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	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	-4.524,5	-21.877,7	-66.880,5	-14.950,1	-18.602,1	-15.158,3	n.d.	n.d.
Renta fija	-9.423,4	-5.852,4	-21.985,8	2.480,0	-9.672,7	-7.021,1	n.d.	n.d.
Renta fija mixta	1.539,2	-1.942,0	-6.437,6	-2.238,2	-1.739,2	-1.221,8	n.d.	n.d.
Renta variable mixta	-854,7	-1.277,0	-3.313,5	-1.391,2	-648,4	-636,4	n.d.	n.d.
Renta variable nacional	-2.219,4	-2.314,4	-2.869,5	-1.561,2	-412,4	-606,9	n.d.	n.d.
Renta variable internacional	1.133,8	-3.342,6	-8.099,3	-4.553,7	-1.156,9	-1.462,7	n.d.	n.d.
Garantizado renta fija	1.018,9	2.714,6	2.543,3	1.190,9	1.041,5	979,4	n.d.	n.d.
Garantizado renta variable	-3.021,1	-3.604,9	-11.644,5	-2.564,4	-2.830,0	-2.545,1	n.d.	n.d.
Fondos globales	7.302,1	-6.258,9	-15.073,6	-6.312,3	-3.183,9	-2.643,7	n.d.	n.d.
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	12.733,7	6.517,0	-12.624,1	-6.045,6	-1.188,8	-1.808,9	n.d.	n.d.
Renta fija	2.260,2	3.073,5	1.291,6	599,0	618,0	483,4	n.d.	n.d.
Renta fija mixta	606,6	271,8	-716,8	-287,1	-111,9	-98,4	n.d.	n.d.
Renta variable mixta	984,2	261,5	-1.589,0	-645,2	-172,3	-265,3	n.d.	n.d.
Renta variable nacional	2.882,9	768,3	-2.290,6	-908,3	-373,4	-394,2	n.d.	n.d.
Renta variable internacional	2.736,1	251,5	-6.974,5	-3.191,1	-372,4	-1.463,8	n.d.	n.d.
Garantizado renta fija	112,3	334,7	592,7	188,7	-11,8	156,2	n.d.	n.d.
Garantizado renta variable	1.995,2	1.105,8	-1.305,5	-1.075,9	-719,8	140,2	n.d.	n.d.
Fondos globales	1.156,2	450,2	-1.632,1	-725,7	-45,1	-366,8	n.d.	n.d.

n.d.: Dato no disponible.

Detalle de los rendimientos netos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2006	2007	2008				2009	
			2008	I	II	III	IV	I
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	5,73	3,45	-4,20	-2,24	-0,30	-0,66	-0,7	-0,13
Renta fija	2,51	3,32	2,61	0,68	0,71	0,63	0,6	0,39
Renta fija mixta	5,30	2,98	-6,06	-2,17	-0,84	-0,94	-1,9	-0,91
Renta variable mixta	11,31	4,25	-23,39	-8,18	-2,18	-4,36	-9,3	-5,60
Renta variable nacional	30,10	9,14	-44,89	-15,02	-6,58	-9,21	-14,1	-14,44
Renta variable internacional	13,82	2,78	-50,07	-18,34	-2,00	-11,67	-20,9	-9,83
Garantizado renta fija	1,67	3,25	3,45	1,16	0,09	0,91	1,5	1,64
Garantizado renta variable	5,86	3,65	-2,02	-2,32	-1,71	0,78	1,6	1,48
Fondos globales	4,84	2,57	-8,05	-2,64	0,09	-1,90	-4,0	-1,16
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	1,04	1,00	0,90	0,23	0,22	0,22	0,22	0,21
Renta fija	0,63	0,61	0,60	0,15	0,14	0,15	0,17	0,15
Renta fija mixta	1,21	1,13	1,20	0,29	0,29	0,30	0,29	0,29
Renta variable mixta	1,63	1,54	1,54	0,38	0,38	0,39	0,39	0,38
Renta variable nacional	1,83	1,59	1,67	0,42	0,41	0,39	0,42	0,40
Renta variable internacional	1,78	1,70	1,66	0,42	0,41	0,41	0,42	0,39
Garantizado renta fija	0,75	0,62	0,52	0,14	0,13	0,13	0,14	0,13
Garantizado renta variable	1,34	1,30	1,36	0,34	0,33	0,33	0,35	0,33
Fondos globales	1,26	1,16	1,08	0,28	0,27	0,27	0,28	0,27
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,09	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,10	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,11	0,10	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable nacional	0,11	0,11	0,12	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	0,08	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,11	0,10	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Fondos globales	0,10	0,10	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por tipo de fondo

CUADRO 3.11

En %	2006	2007	2008				2009	
			2008	I	II	III	IV	I
Total fondos de inversión	5,59	2,73	-4,15	-1,96	-0,56	-0,79	-1,05	-0,97
Renta fija	1,95	2,71	1,91	0,54	0,57	0,48	0,37	0,20
Renta fija mixta	4,18	1,93	-7,30	-2,32	-1,29	-1,29	-2,45	-1,48
Renta variable mixta	10,34	2,69	-22,21	-7,56	-2,91	-4,73	-9,08	-5,64
Renta variable nacional	33,25	8,02	-38,18	-12,01	-7,66	-9,73	-15,58	-13,34
Renta variable internacional	14,98	2,13	-41,53	-15,06	-2,73	-11,31	-20,07	-8,85
Garantizado renta fija	0,83	2,78	3,46	1,02	-0,01	0,80	1,47	-0,88
Garantizado renta variable	4,66	2,44	-2,70	-2,56	-1,94	0,42	1,51	1,08
Fondos globales	4,01	1,47	-8,84	-2,56	-0,29	-2,17	-4,03	-1,26

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I'
IIC de inversión libre								
Partícipes	21	1.127	1.589	1.335	1.429	1.583	1.589	1.549
Patrimonio (millones de euros)	24,4	445,8	539,4	546,3	603,9	597,7	539,4	482,2
Suscripciones (millones de euros)	24,4	380,8	390,4	164,1	77,8	8,2	140,3	n.d.
Reembolsos (millones de euros)	0,1	2,6	256,7	50,9	26,5	14,5	164,8	n.d.
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	24,3	164,7	134,3	113,3	51,4	-5,9	-24,5	n.d.
Rendimientos netos (millones euros)	0,1	0,2	-39,1	-12,4	7,0	-2,8	-30,9	n.d.
Rentabilidad (en %)	n.s.	0,84	-4,82	-1,95	1,48	-0,29	-4,09	0,39
Rendimientos de gestión (%) ²	n.s.	0,57	-2,51	-2,38	2,58	-0,31	-6,29	n.d.
Gastos comisión de gestión (%) ²	n.s.	1,39	2,50	0,56	0,61	0,57	0,78	n.d.
Gastos de financiación (%) ²	n.s.	0,33	0,16	0,04	0,05	0,05	0,02	n.d.
IIC de IIC de inversión libre								
Partícipes	2	3.950	8.151	5.488	8.582	9.739	8.151	7.230
Patrimonio (millones de euros)	0,6	1.000,6	1.021,3	1.129,6	1.389,6	1.427,5	1.021,3	849,8
Suscripciones (millones de euros)	0,6	1.071,2	967,3	200,1	447,3	165,9	154,0	n.d.
Reembolsos (millones de euros)	0,0	65,9	616,6	98,7	234,5	101,5	181,9	n.d.
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	0,6	1.005,5	350,7	107,9	215,5	66,1	-27,9	n.d.
Rendimientos netos (millones euros)	0,0	-9,6	-245,7	5,5	23,3	-29,6	-244,9	n.d.
Rentabilidad (en %)	n.s.	-0,43	-17,80	-2,31	2,20	-7,56	-9,84	1,82
Rendimientos de gestión (%) ³	n.s.	-1,36	-17,84	0,38	2,86	-1,88	-18,14	n.d.
Gastos comisión de gestión (%) ³	n.s.	1,15	1,63	0,47	0,42	0,36	0,45	n.d.
Gastos comisión de depósito (%) ³	n.s.	0,06	0,11	0,02	0,03	0,02	0,03	n.d.

1 Datos disponibles: febrero 2009.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

n.s.: Dato no significativo.

n.d.: Dato no disponible.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 3.13

	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE CARTERAS								
Fondos de inversión	2.850	2.954	2.943	2.956	2.968	2.954	2.943	2.898
Sociedades de inversión	3.049	3.181	3.284	3.217	3.256	3.261	3.284	3.267
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	26
Fondos de inversión inmobiliaria	9	9	9	9	9	9	9	9
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	9	9	8	8	8	9	9
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	270.406,3	255.040,9	175.850,2	234.043,9	214.251,8	197.305,6	175.850,2	168.829,6
Sociedades de inversión	28.992,7	30.300,0	24.038,8	27.984,8	27.394,2	26.149,4	24.038,8	23.357,7
IIC de IIC de inversión libre	0,6	1.000,6	1.021,3	1.129,6	1.389,6	1.427,5	1.021,3	240,2
IIC de inversión libre	24,4	445,8	539,4	546,3	603,9	597,7	539,4	394,5
Fondos de inversión inmobiliaria	8.595,9	8.608,5	7406,9	8.563,8	8.394,0	8.166,7	7.406,9	6.758,1
Sociedades de inversión inmobiliaria	456,1	512,9	371,9	349,0	359,2	363,8	371,9	369,2

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I
VOLUMEN DE INVERSIÓN ² (millones de euros)	44.102,9	37.092,7	18.181,3	30.184,5	28.581,0	22.046,4	18.181,3	13.059,9
Fondos	12.099,3	7.010,3	2.245,5	5.004,9	4.313,5	3.064,6	2.245,5	1.410,6
Sociedades	32.003,5	30.082,4	15.935,8	25.179,6	24.267,5	18.981,8	15.935,8	11.649,3
Nº DE INVERSORES	779.165	850.931	587.032	729.321	697.732	648.457	587.032	463.757
Fondos	144.139	142.782	99.873	137.933	124.446	112.064	99.873	66.647
Sociedades	635.026	708.149	487.159	591.388	573.286	536.393	487.159	397.110
Nº DE INSTITUCIONES	340	440	563	465	490	535	563	566
Fondos	164	225	312	241	253	290	312	313
Sociedades	176	215	251	224	237	245	251	253
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	189	229	274	241	253	265	274	275
Francia	83	122	161	127	138	148	161	161
Irlanda	46	52	63	59	59	63	63	64
Alemania	12	15	16	15	15	16	16	17
Reino Unido	6	12	14	13	13	14	14	14
Holanda	1	1	1	1	1	1	1	1
Austria	1	5	28	5	5	22	28	28
Bélgica	1	3	5	3	5	5	5	5
Malta	1	1	1	1	1	1	1	1

1 Desde diciembre 2008 no se incluyen los datos volumen de inversión y número de inversores de los ETF.

2 Volumen de inversión: Importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del período, por su valor en euros en dicha fecha.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 3.15

	2006	2007	2008	2008				2009
				I	II	III	IV	I
FONDOS								
Número	9	9	9	9	9	9	9	9
Partícipes	150.304	145.510	92.158	144.197	141.037	135.307	96.361	95.284
Patrimonio (millones de euros)	8.595,9	8.608,5	7.406,93	8.563,8	8.394,0	8.166,7	7.406,93	6.758,06
Rentabilidad (%)	6,12	1,27	0,69	1,16	0,89	0,35	-1,70	-4,39
SOCIEDADES								
Número	8	9	9	8	8	8	9	9
Accionistas	749	843	937	839	839	938	937	938
Patrimonio (millones de euros)	456,1	512,9	371,9	349,0	359,2	363,8	371,9	369,2