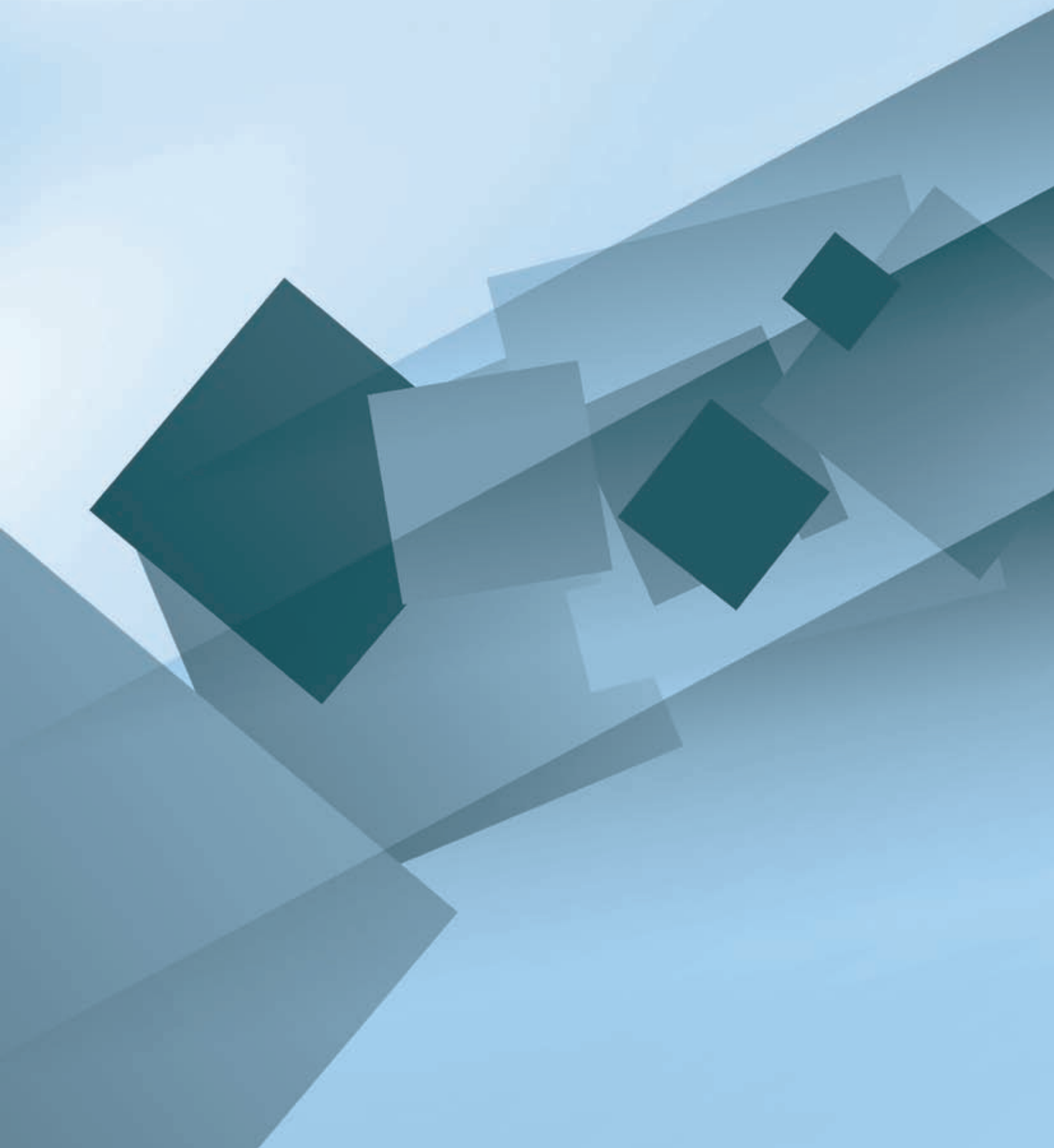




**BOLETÍN DE LA CNMV**  
Trimestre III  
2008



**BOLETÍN DE LA CNMV**

**Trimestre III**

**2008**

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

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

Esta publicación, como la mayoría de las elaboradas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, está disponible en la página web [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).

Consejo Editorial del Boletín trimestral de la CNMV: Julio Segura (CNMV), Vicente Salas (Universidad de Zaragoza), Belén Villalonga (Harvard Business School) y Nieves García Santos (CNMV).

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

ISSN: 1887-7044

Depósito Legal:

Maquetación: ARTEGRAF, S.A.

Impreso en: Artes Gráficas Palermo, S.L.

# Índice

<b>I</b>	<b>Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas</b>	<b>9</b>
<b>II</b>	<b>Informes y análisis</b>	<b>65</b>
	El proyecto Link Up Markets: un avance en la integración de los mercados europeos	67
	José Massa	
	Panorama de la titulización en Europa	81
	Elías López Blanco	
<b>III</b>	<b>Novedades regulatorias</b>	<b>93</b>
	Agencias de <i>rating</i> : el debate sobre la futura legislación europea	95
	Raquel García Alcubilla y Francisco Javier Ruiz del Pozo	
	Los deberes de información en materia de participaciones significativas: obligaciones de notificación derivadas del nuevo Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre	115
	Inés Tomás García	
<b>IV</b>	<b>Anexo estadístico</b>	<b>129</b>

## Abreviaturas

AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
ASCRI	Asociación española de entidades de capital-riesgo
BCE	Banco Central Europeo
BME	Bolsas y Mercados Españoles
CE	Comisión Europea
CESR	Comité Europeo de Reguladores de Valores / <i>Committee of European Securities Regulators</i>
CEBS	Comité de Supervisores Bancarios
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
DAC	Directiva de Adecuación de Capital
DSI	Directiva de Servicios de Inversión
EBITDA	<i>Earnings Before Interests, Tax, Depreciation and Amortization</i> / Beneficio bruto de explotación.
ECR	Entidades de Capital Riesgo
EFAMA	<i>European Fund and Asset Management Association</i>
ESI	Empresas de Servicios de Inversión
ETF	Fondos de inversión cotizados / <i>Exchange Traded Funds</i>
EVCA	<i>European Private Equity &amp; Venture Capital Association</i>
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria
FOGAIN	Fondo General de Garantía de Inversiones
FRA	Forward Rate Agreement
IAGC	Informe Anual de Gobierno Corporativo
IGBM	Índice General de la Bolsa de Madrid
IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores / <i>International Organization of Securities Commissions</i>
ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lujo al Servicio de los Hogares
LATIBEX	Mercado de valores latinoamericanos
LMV	Ley del mercado de valores
LSA	Ley Sociedades Anónimas
MAB	Mercado alternativo bursátil
MC	Mercado Continuo
MEFF	Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros
MFAO	Mercado de Futuros del Aceite de Oliva
MiFID	Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros / <i>Markets in Financial Instruments Directive</i>
OICVM/UCITS	Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios / <i>Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities</i>
OPS	Ofertas Públicas de Suscripción
OPV	Ofertas Públicas de Venta de valores
PER	Ratio Precio Beneficios / <i>Price Earnings Ratio</i>
PIB	Producto Interior Bruto
PtoP	<i>Public to Private</i>
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios / <i>Return On Equity</i>
SGC	Sociedades Gestoras de Carteras
SGIIC	Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedades de inversión de carácter financiero
UE	Unión Europea

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

# Índice

<b>1 Resumen ejecutivo</b>	<b>13</b>
<b>2 Entorno macro-financiero</b>	<b>16</b>
2.1 La evolución económica y financiera internacional	16
2.2 La evolución económica y financiera nacional	23
2.3 Perspectivas	29
<b>3 La evolución de los mercados nacionales</b>	<b>29</b>
3.1 Los mercados bursátiles	29
3.2 Los mercados de renta fija	39
<b>4 Los agentes de los mercados</b>	<b>42</b>
4.1 Vehículos de inversión	42
4.2 Empresas de servicios de inversión	48
4.3 Sociedades gestoras de IIC	52
4.4 Otros intermediarios: capital riesgo	53
<b>5 Iniciativas de los supervisores financieros a raíz de la crisis <i>subprime</i></b>	<b>56</b>
5.1 Transparencia	58
5.2 Las agencias de <i>rating</i>	61
5.3 El riesgo de liquidez	62

# Índice de recuadros

Recuadro 1: Freddie Mac y Fannie Mae	17
Recuadro 2: Los acontecimientos de septiembre de 2008 que cambiarán la configuración del sistema financiero internacional	19
Recuadro 3: Condiciones de admisión a cotización y permanencia relacionadas con la distribución de las acciones en manos del público en los principales mercados europeos	34
Recuadro 4: Las cuotas participativas de las Cajas de Ahorro	37
Recuadro 5: Los fondos monetarios: características y evolución reciente	43
Recuadro 6: Recomendaciones del <i>Financial Stability Forum</i> para mejorar la resistencia institucional y de los mercados	57

## 1 Resumen ejecutivo

- En el último semestre<sup>1</sup> la actividad de los mercados internacionales ha seguido estando afectada por las turbulencias generadas a raíz de la crisis *subprime* en un marco de deterioro de las perspectivas macroeconómicas y financieras globales.
- Tras una mejoría transitoria en los meses de abril y mayo, en los meses centrales del año se reanudó la fase de corrección de las cotizaciones bursátiles<sup>2</sup> y elevados *spreads* crediticios, manteniéndose la reducida actividad emisora de valores y las escasas transacciones en los mercados interbancarios. En las últimas semanas, la crisis de las agencias hipotecarias y de seguros norteamericanas y del sector de banca de inversión han generado intensas turbulencias en los mercados de valores e interbancarios. Estas se han moderado a raíz de la acción de los bancos centrales y, sobre todo, del anuncio de un plan de rescate por parte del Gobierno norteamericano, que, no obstante, no había sido todavía aprobado por el Congreso de EEUU en la fecha de cierre de este informe.
- Con objeto de asegurar el funcionamiento ordenado de los mercados, los supervisores de valores de los principales centros financieros han emitido normas que refuerzan los requisitos de información pública sobre las posiciones cortas y, en muchos casos, restringen la operativa de ventas en descubierto. En España, la CNMV ha recordado a todos los miembros de los mercados secundarios oficiales de valores la existencia de normas que prohíben y penalizan las ventas en corto descubiertas y ha acordado exigir a cualquier persona física o jurídica que ostente posiciones cortas sobre acciones o cuotas participativas de un total de veinte instituciones financieras que haga pública cualquier posición corta en dichos valores que supere el 0,25% del capital social admitido a negociación de dichos emisores.
- En España, la corrección cíclica de la actividad se ha agudizado sensiblemente como consecuencia, esencialmente, del pronunciado ajuste del sector de la construcción y la desaceleración del consumo. Las entidades financieras han experimentando un deterioro de la calidad de su cartera crediticia, aunque la morosidad se mantiene en niveles reducidos y su situación de solvencia sigue siendo satisfactoria.
- Las empresas no financieras han experimentado en el primer semestre del año un recorte de resultados y un aumento de sus ratios de endeudamiento y de carga financiera. No obstante, si se exceptúa el sector de la construcción e inmobiliario, sometido a un proceso de ajuste, los balances de las empresas

1 La fecha de cierre del informe es el 19 de septiembre.

2 Las caídas de las bolsas europeas en lo que va de 2008 están entre el 23% y el 27%, cerca del 22% para las japonesas y del 14% para las norteamericanas.



cotizadas sólo han experimentado, en general, un debilitamiento moderado como consecuencia del deterioro de la actividad y el endurecimiento de las condiciones de financiación.

- Las previsiones disponibles auguran la continuidad de la fase de desaceleración de la actividad en España en los próximos trimestres<sup>3</sup> y su recuperación progresiva el próximo año. No obstante, estas previsiones están sometidas a los riesgos derivados de la prolongación de la crisis financiera internacional, que se han agudizado en las últimas semanas, y a la intensidad y la duración del ajuste en el sector inmobiliario.
- Los mercados españoles de renta variable han seguido, a grandes rasgos, las tendencias internacionales. Tras la mejora transitoria en marzo y abril, las cotizaciones descendieron sensiblemente a partir de mayo<sup>4</sup>, a la vez que aumentó la volatilidad y se redujo la liquidez. Asimismo, la corrección de los precios ha propiciado un descenso de los niveles de contratación y las emisiones han adquirido un volumen muy reducido, destacando, tan solo, la emisión de cuotas participativas de la Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM).
- Un desarrollo potencialmente relevante es la reducción del grado de difusión de las acciones de empresas que cotizan en las bolsas de valores. Aunque los niveles de *free-float* son, en general, aceptables, su tendencia decreciente invita a los responsables de los mercados a revisar su reglamento, con el fin de asegurar el mantenimiento de una difusión suficiente de las acciones y facilitar, así, una adecuada formación de los precios.
- Los mercados españoles de renta fija mantienen las pautas del semestre anterior. Los precios siguen reflejando elevadas primas de riesgo crediticio y la actividad de emisión se mantiene en niveles muy reducidos y centrada en pagarés y bonos de titulización que son típicamente suscritos por las entidades que ceden los préstamos titulizados.
- Las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) continúan la fase de reducción de su patrimonio y del número de partícipes. La creciente preferencia de los inversores por productos poco arriesgados en un contexto de volatilidad en los mercados y la propia corrección de las cotizaciones sigue reduciendo el volumen gestionado<sup>5</sup>. A su vez, la creciente competencia de las entidades de crédito en la captación de pasivo continúa debilitando el atractivo relativo de los fondos conservadores frente a los depósitos.
- Los activos poco líquidos continúan representando, en general, un volumen reducido de la cartera de los fondos de inversión (8,4% del patrimonio en junio de 2008). No obstante, debido a la persistencia de los problemas de liquidez en algunos mercados de renta fija, y la tendencia al aumento de los reembolsos, las

---

3 La Comisión Europea prevé que la economía española crecerá en 2008 un 1,4%, lo que supone una rebaja de 8 décimas respecto a las últimas previsiones publicadas en el Informe de Primavera.

4 En lo que va de 2008, la cotización del Ibex-35 ha caído un 23,9% y un 19,9% en el último año.

5 El patrimonio de los fondos de inversión finalizó el segundo trimestre de 2008 en 214 mil millones de euros frente a 255 mil millones a finales de 2007.

gestoras deben reforzar la vigilancia de la exposición de los vehículos a instrumentos de difícil transferibilidad. Asimismo, deben mantener el rigor de sus políticas de valoración, en línea con la normativa contable vigente.

- Los resultados de las empresas de inversión se han visto afectados por la reducción de la contratación en los mercados de valores y el aumento de los reembolsos en los fondos de inversión que gestionan. Por ello, su rentabilidad se ha reducido marcadamente, aunque sigue siendo muy elevada (el ROE de las sociedades de valores se situó en el 28% en junio de 2008 y el de las agencias de valores, en el 21%). En todo caso, los indicadores de solvencia muestran en junio de 2008 una posición muy holgada, mejorando, incluso, los registros de 2007. Ello refuerza la posición de estas entidades para asumir la presión que sobre sus balances ejercerá la probable persistencia de la fase de reducida negociación y la competencia creciente a nivel europeo.
- La actividad de capital riesgo continuó en expansión en España en 2007, tanto en lo que respecta al número de entidades como al volumen de activos totales de las entidades de capital riesgo. Los datos del primer semestre de 2008 indican una contención del volumen de inversión en el sector a pesar del aumento del número de operaciones. Las dificultades de acceso a la financiación bancaria están condicionando el desarrollo de las operaciones apalancadas, si bien estas operaciones tienen una menor importancia relativa en España que en otros países.
- Las turbulencias ocasionadas tras la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos han propiciado la aparición de diversas iniciativas para el perfeccionamiento del marco regulatorio de la actividad financiera. Un primer objetivo fundamental es la mejora de la transparencia, tanto sobre la situación de los emisores y prestatarios, como sobre la naturaleza de los productos financieros y las condiciones de los mercados donde se negocian. En esta área la CNMV, como otros supervisores de valores, ha desarrollado o participado en iniciativas tendentes a mejorar la calidad de la información suministrada por las empresas cotizadas y supervisadas, en particular, en lo que se refiere a las políticas de valoración de activos y a los folletos de emisión de productos estructurados. En el ámbito de la transparencia de los mercados de renta fija y derivados parece pertinente la necesidad de revisar la normativa europea que, a la vista de la experiencia reciente, resulta escasamente eficaz.
- Otro objetivo relevante es la mejora del sistema de vigilancia del trabajo realizado por las agencias de *rating*. Ante las dificultades para la adopción en el corto plazo de un sistema supervisor de alcance global, la iniciativa reciente de la Comisión Europea, que ha puesto a consulta pública un documento que plantea dos modelos alternativos de autorización y supervisión, es un paso adelante. No obstante, las autoridades europeas deben contemplar opciones más ambiciosas que se acerquen lo máximo posible a un sistema centralizado de autorización y supervisión de estas agencias que resulte vinculante en toda la UE.
- Finalmente, la crisis ha mostrado algunas deficiencias en la regulación del riesgo de liquidez asumido por distintos tipos de entidades financieras. En lo que se refiere a las IIC, los trabajos en marcha en el ámbito de CESR pue-

den constituir una buena oportunidad para fortalecer este aspecto de la normativa. Una acción concreta relacionada que tiene prevista la CNMV es revisar la definición de la categoría de “fondos monetarios”. El objetivo de la revisión es adecuar las expectativas del inversor con la naturaleza del producto.

## 2 Entorno macro-financiero

### 2.1 La evolución económica y financiera internacional

*La ralentización del crecimiento mundial se intensifica como consecuencia del ajuste del mercado inmobiliario en un marco de incertidumbre en los mercados financieros y de fuertes presiones inflacionistas...*

*... que siguen complicando las decisiones de política monetaria.*

La actividad económica internacional mantuvo en la primera parte de 2008 la senda de desaceleración que viene mostrando desde hace varios trimestres. A los efectos derivados de las turbulencias en los mercados financieros se han unido la marcada ralentización del mercado inmobiliario en algunas economías y, sobre todo, el encarecimiento de las materias primas, especialmente del petróleo, y de los alimentos. La moderación del crecimiento resultó relativamente generalizada, aunque adquirió diferente intensidad entre regiones: más acusada en EEUU, que podría crecer en torno a un 1,0% en 2008, que en la zona euro y en Japón, donde las tasas podrían oscilar entre el 1% y el 2%. El dinamismo de las economías emergentes continúa siendo elevado, a pesar del ligero descenso de las tasas de crecimiento. La fortaleza de las exportaciones continúa siendo la base de su expansión en la mayor parte de los casos.

Una característica particular de este periodo de ralentización de la actividad mundial es el notable incremento de la inflación como consecuencia del encarecimiento de las materias primas y del petróleo<sup>6</sup> en particular. Este fenómeno ha complicado sustancialmente el marco de ejecución de las políticas de los bancos centrales

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

CUADRO 1

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

Fuente: FMI y OCDE.

(\*) Se ofrece entre paréntesis la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en julio de 2008 (respecto a abril de 2008). OCDE, las previsiones correspondientes a 2008 fueron publicadas el 2 de septiembre y se comparan con las últimas publicadas en junio salvo para el caso español. Las previsiones de la OCDE correspondientes a 2009 fueron publicadas en junio de 2008 y se comparan con las de diciembre de 2007. Las previsiones de la OCDE para la economía española son de junio de 2008 y se comparan con las de diciembre de 2007.

<sup>6</sup> El precio del crudo prácticamente no ha dejado de aumentar desde enero de 2007, cuando estaba en algo más de 50 dólares/barril, hasta el máximo alcanzado en julio de 2008 en 145 dólares/barril. Recientemente ha descendido hasta el entorno de los 100 dólares/barril.

más importantes. Estos han seguido efectuando operaciones extraordinarias de inyección de liquidez con objeto de mitigar los efectos de las fricciones prevalentes en los mercados interbancarios. Al mismo tiempo, a pesar de la moderación del crecimiento, han mantenido y, en algún caso, elevado los tipos de intervención como consecuencia de las mayores presiones inflacionistas.

En EEUU, la Reserva Federal, que rebajó en 25 puntos básicos (p.b.) hasta el 2% su tipo de referencia el 30 de abril, los ha mantenido estables desde entonces<sup>7</sup>. En la zona euro, por su parte, el BCE elevó los tipos de interés en la misma cuantía hasta el 4,25% el 9 de julio.

Los mercados financieros, que mostraron, en términos generales, un comportamiento más estable a lo largo de los meses de abril y gran parte de mayo, siguieron mostrando cierta vulnerabilidad en los meses centrales del año como consecuencia de la incertidumbre que permanecía sobre la calidad de las carteras de inversión y negociación de las entidades y la incertidumbre macroeconómica. Ello siguió ralentizando la normalización de los mercados monetarios y de renta fija y presionando a la baja sobre las cotizaciones bursátiles. El deterioro de la actividad económica está erosionando notablemente los ingresos de las entidades, que empiezan a sufrir las consecuencias del deterioro de una parte de la cartera crediticia. Además, el sector financiero se está viendo afectado por su exposición a las entidades aseguradoras (*monolines*), algunas de las cuales han sufrido rebajas notables en sus *ratings*.

En septiembre, comenzaron nuevos episodios de fuertes turbulencias, a raíz de la intervención pública de dos firmas hipotecarias estadounidenses (véase recuadro 1) que se intensificaron tras la quiebra de Lehman Brothers, la compra de Merrill Lynch por parte de Bank of America, la nacionalización de la mayor aseguradora del mundo (American International Group, AIG), la suspensión de la negociación en la bolsa de Moscú y la compra de HBOS por parte de Lloyds TSD (véase recuadro 2). Todo ello propició caídas pronunciadas en los precios de la renta variable, incrementos en las primas de riesgo crediticio y nuevos aumentos de la volatilidad, a la vez que se hizo de nuevo necesaria la intervención de los bancos centrales más importantes. Las dudas sobre la fragilidad de otras instituciones pertenecientes a la banca de inversión incrementaron notablemente la incertidumbre de los agentes de los mercados. Tras estos acontecimientos, la publicación del plan de rescate del Gobierno norteamericano parece haber atenuado las turbulencias en los mercados financieros, si bien permanecen a la espera de conocer los detalles del mismo y de su aprobación definitiva por parte del Congreso.

*Los mercados financieros, más estables en abril y parte de mayo, viven en septiembre nuevos episodios de fuertes turbulencias...*

*... tras la nacionalización o quiebra de algunas entidades financieras norteamericanas, si bien se han atenuado con la publicación del plan de rescate del Gobierno de EEUU.*

#### **Recuadro 1: Freddie Mac y Fannie Mae**

Los orígenes de estas entidades provienen del final de la II Guerra Mundial y el empeño del Gobierno norteamericano de que los ciudadanos estadounidenses tuvieran suficiente financiación para la compra de viviendas. Con este objetivo se

<sup>7</sup> Las rebajas en el tipo oficial de la Reserva Federal comenzaron el 19 de septiembre de 2007, cuando estaba en el 5,25%. En total, se han producido siete rebajas en el tipo de referencia, dos de 75 p.b., dos de 50 p.b. y tres de 25 p.b. hasta el tipo actual (2,0%).

crearon instituciones estatales o semiestatales para impulsar el mercado secundario de hipotecas. Los objetivos fueron alcanzados, ya que cualquier entidad financiera, cooperativa o *broker* local pudo proveer de hipotecas a los americanos y después venderlas a estas entidades que las “empaquetaban” y las vendían entre inversores. Las sociedades *Federal National Mortgage Association* (Fannie Mae) y *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (Freddie Mac) se encuadran en la categoría de “entidades promovidas por el gobierno” (en inglés, *GSE-Government Sponsored Enterprises*). A finales de los años sesenta se privatizó la primera y se creó la segunda con objeto de introducir competencia en el sector. Su regulación y su supervisión recae en una oficina del Departamento Federal de Vivienda y Urbanismo de EEUU.

Estas entidades se dedican a conceder o garantizar créditos hipotecarios y también realizan emisiones de bonos de titulización respaldadas por los créditos que han concedido o por créditos que toman de otras entidades. El volumen de créditos que conceden o toman tiene un límite máximo, calculado según el crecimiento anual de los precios de las viviendas. Recientemente han entrado en el segmento de las hipotecas *subprime* en los casos en que los prestatarios hayan sido susceptibles de tener una buena calificación crediticia.

El tamaño que han ido adquiriendo estas entidades en el mercado hipotecario (se calcula que entre las dos han concedido o garantizado casi la mitad de los créditos que existen en EEUU) y el relativo desconocimiento de sus finanzas han dado lugar a numerosas peticiones para revisar su regulación, al tiempo que se cuestionaba la calidad de los bonos emitidos por estas sociedades. Los principales problemas en el ámbito regulatorio están relacionados con los reducidos niveles de capital exigido y con los criterios de valoración de sus activos. Incluso recibieron sanciones por el comportamiento inadecuado de sus gestores, aunque su consideración de cuasi-oficiales y la defensa de las autoridades sobre la idoneidad de la regulación y de sus niveles de capitalización permitió que dichas entidades no fueran penalizadas por el mercado y pudieran seguir financiándose a un coste cercano al de la deuda pública.

En los últimos meses, las agencias patrocinadas por el Gobierno han sido objeto de un intenso escrutinio, ya que los agentes empezaron a especular sobre la posibilidad de que las pérdidas por hipotecas pudieran afectar la solvencia de estas entidades y forzar un rescate por parte del Tesoro, dado su gran tamaño. Las entidades también mostraron dificultades crecientes a la hora de refinanciarse. En lo que va de año (hasta el 2 de septiembre) la cotización de Fannie Mae ha caído un 81,4% y la de Freddie Mac un 84,8%.

En julio de 2008 el Tesoro norteamericano anunció las líneas de un plan de rescate que contenía ayudas de liquidez y planteaba la revisión de algunos aspectos normativos, todo ello con el fin de evitar el colapso de estas instituciones, cuya deuda conjunta supera los 4.900 millardos de dólares, y de reestablecer la confianza de los agentes. Sin embargo, la incertidumbre se mantuvo en los mercados hasta comienzos de septiembre, cuando conjuntamente el Tesoro y la Agencia Financiera Inmobiliaria Federal (FHFA por sus siglas en inglés) dieron a conocer los detalles de un plan para tomar el control de las dos entidades. El conjunto de medidas aprobado, que ha sido bien acogido por los mercados, se puede resumir en los siguientes puntos:

- Compra de títulos preferentes por parte del Tesoro en cada una de las compañías (100.000 millones de dólares en cada una), necesarios para mantener saneado el balance.
- Compra de valores respaldados por hipotecas de Freddie Mac y Fannie Mae en los mercados financieros por parte del Tesoro. También se contempla la creación de una entidad de compra de activos hipotecarios a través del fondo general del Tesoro gestionado por la Reserva Federal de Nueva York.
- Gestión de las compañías en manos de la FHFA. Los derechos políticos y económicos de los accionistas quedan suspendidos.
- Estabilización y posterior reducción de la cartera de valores respaldados por hipotecas (un 10% al año desde 2010) de estas entidades para disminuir sus riesgos.
- Extensión de la línea de facilidades de liquidez hasta finales del año próximo.

#### **Recuadro 2: Los acontecimientos de septiembre de 2008 que cambiarán la configuración del sistema financiero internacional**

El mes de septiembre de 2008 ha sido profuso en acontecimientos que han evidenciado que la crisis financiera puede aún no haber completado todas sus manifestaciones y que han planteado la necesidad de acciones políticas en el ámbito de la regulación. A continuación se recoge una breve descripción cronológica de los principales hechos:

- 7 de septiembre. Nacionalización de Freddie Mac y Fannie Mae. Después de semanas de dudas sobre la solvencia de estas firmas hipotecarias, el Tesoro aprobó finalmente su intervención (véase recuadro 1 para mayor detalle).
- 14 de septiembre. Compra de Merrill Lynch por parte de Bank of America. Tras abandonar las conversaciones sobre una posible compra de Lehman, Bank of America se hizo con el control de Merrill Lynch por un importe de 44.000 millones de dólares y se convierte en el primer grupo bancario del país.
- 15 de septiembre. Quiebra de Lehman Brothers. Tras haber anunciado pérdidas importantes en el tercer trimestre y ser cuestionada su calificación crediticia por Standard & Poor's, sus acciones se desplomaron y el banco de negocios no consiguió cerrar ningún acuerdo de compra con otros bancos. Como consecuencia, Lehman se vio obligado a presentar el expediente de quiebra. El anuncio de esta decisión generó nuevas dosis de incertidumbre en los mercados, ya que Lehman era el cuarto banco de inversión más importante de EEUU.
- 16 de septiembre. Desplome de AIG. Las acciones de AIG se hundieron y los reguladores del sector asegurador del Estado de Nueva York inyectaron el día

15 20.000 millones de dólares para paliar las necesidades de liquidez. Finalmente, el día 16 la Reserva Federal salió al rescate de la mayor aseguradora del mundo, AIG, con un crédito de 85.000 millones de dólares colateralizado con sus acciones y con las de sus filiales. El gobierno americano recibirá el 79,9% de las acciones de AIG y tendrá el derecho de vetar el pago de dividendos a los accionistas ordinarios y preferentes.

- 17-19 de septiembre. Cierre de la bolsa en Rusia. La fuerte caída en la cotización de las acciones al comienzo de la sesión del 17 de septiembre provocó que el Servicio Federal para Mercados Financieros (SFMF) de Rusia suspendiera las operaciones en las principales bolsas del país. La actividad se reanudó el 19 de septiembre.
- 18 de septiembre. Compra de HBOS por parte de Lloyds TSB. El quinto banco británico (Lloyds TSB) confirmó el acuerdo para comprar la mayor entidad hipotecaria del país (HBOS) por un importe cercano a los 12.200 millones de libras. La entidad hipotecaria se había visto notablemente afectada por la crisis como consecuencia de su escasa diversificación y tenía serias dificultades para refinanciarse.

Las actuaciones o iniciativas de las diferentes autoridades u organismos supervisores fueron numerosas y de diferente calado. En primer lugar, destaca la intervención de los bancos centrales más importantes con nuevas operaciones de inyección de liquidez en los mercados. alguna de esas intervenciones fue coordinada, como la que tuvo lugar el 18 de septiembre con la participación de los bancos centrales de Canadá, Inglaterra, Japón, Suiza, el Banco Central Europeo y la Reserva Federal.

En dicha fecha (18 de septiembre) también se produjo el anuncio por parte del Gobierno norteamericano de un plan de rescate del sistema financiero, cuyo coste puede ascender a 700.000 millones de dólares. El plan, del que aún no se conocen los detalles, se comprometería a comprar los activos relacionados con hipotecas a cualquier institución financiera con sede en EEUU. Al margen de las consideraciones sobre riesgo moral que ha suscitado la nacionalización de algunas entidades en dificultades y la concepción de “entidad sistémica”, sí parece existir un cierto consenso internacional sobre el fracaso del modelo norteamericano que separaba la banca de inversión de la banca comercial. La aprobación de la conversión de los dos últimos grandes bancos de inversión en bancos comerciales (Goldman Sachs y Morgan Stanley) el 22 de septiembre así lo confirma.

Por último, cabe señalar la adopción de diversas medidas sobre la operativa de ventas en corto (*short selling*) en las economías más importantes para evitar una mayor inestabilidad en los mercados. Se tomaron varios tipos de medidas: unas que tienen que ver con la prohibición expresa o la restricción en la operativa de ventas en corto, normalmente sobre un conjunto determinado de valores, y otras relacionadas con el establecimiento de requisitos de información para los agentes que tengan una determinada posición corta sobre algún título. Se señalan, a continuación, las principales medidas tomadas:

- 1) Algunos países han prohibido todo tipo de ventas en corto sobre un conjunto de valores admitidos a cotización en sus mercados, típicamente valores

financieros. Este ha sido el caso de Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Irlanda o Australia.

- 2) En otros países la prohibición se circunscribe a las ventas en corto sin respaldo de un préstamo (*naked short sales*). Entre los países que han tomado ahora esta decisión, o recordado al mercado su existencia, se encuentran España, Italia, Francia, Holanda, Bélgica, Suiza o Hong Kong.
- 3) Finalmente, la mayor parte de los países ha reforzado la transparencia sobre esta operativa, estableciendo requisitos de comunicación al mercado de posiciones cortas. En general, el umbral de comunicación obligatoria se establece en el 0,25% del capital emitido por la entidad.

Las pérdidas acumuladas por los principales índices de renta variable en el segundo trimestre del año oscilaron entre el 2% y el 9% (véase cuadro 2). En lo que va de tercer trimestre del año<sup>8</sup> continúan las caídas en las cotizaciones de las bolsas, tras la debilidad mostrada por la banca de inversión norteamericana. En el conjunto del ejercicio, las pérdidas oscilan entre el 23% y el 27% en los índices de la zona euro y el 14% en los estadounidenses. En Reino Unido alcanzan el 18% y en Japón el 22%. La volatilidad implícita en los mercados experimentó un descenso en el periodo en que los precios de la renta variable se incrementaban y posteriormente un nuevo aumento hasta niveles algo superiores a la media de los últimos años. Cabe destacar asimismo el descenso de

*En el segundo y tercer trimestre de 2008 se han producido fuertes descensos en los precios de la renta variable, aumentos de la volatilidad y descensos en la contratación,...*

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

CUADRO 2

	III 08 (hasta 19 de septiembre)								
	2004	2005	2006	2007	I 08 <sup>2</sup>	II 08 <sup>2</sup>	% s/trim. ant.	% s/dic	% inter-anual <sup>3</sup>
<b>Mundo</b>									
MSCI World	12,8	7,6	18,0	7,1	-9,5	-2,5	-8,3	-19,0	-20,1
<b>Zona Euro</b>									
Euro Stoxx 50	6,9	21,3	15,1	6,8	-17,5	-7,6	-3,0	-26,1	-25,5
Euronext 100	8,0	23,2	18,8	3,4	-16,2	-6,1	-4,2	-24,6	-25,7
Dax 30	7,3	27,1	22,0	22,3	-19,0	-1,8	-3,6	-23,3	-20,0
Cac 40	7,4	23,4	17,5	1,3	-16,2	-5,8	-2,5	-23,0	-24,0
Mib 30	16,9	13,3	17,5	-6,5	-17,3	-5,1	-7,0	-27,0	-29,7
Ibex 35	17,4	18,2	31,8	7,3	-12,6	-9,2	-4,1	-23,9	-19,9
<b>Reino Unido</b>									
FT 100	7,5	16,7	10,7	3,8	-11,7	-1,3	-5,6	-17,7	-17,4
<b>Estados Unidos</b>									
Dow Jones	3,1	-0,6	16,3	6,4	-7,6	-7,4	0,3	-14,1	-17,3
S&P 500	9,0	3,0	13,6	3,5	-9,9	-3,2	-1,9	-14,5	-17,4
Nasdaq-Cpte	8,6	1,4	9,5	9,8	-14,1	0,6	-0,8	-14,3	-14,3
<b>Japón</b>									
Nikkei 225	7,6	40,2	6,9	-11,1	-18,2	7,6	-11,6	-22,1	-27,4
Topix	10,2	43,5	1,9	-12,2	-17,8	8,8	-13,0	-22,1	-26,7

Fuente: Datastream.

1. En moneda local.

2. Variación sobre el trimestre anterior.

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

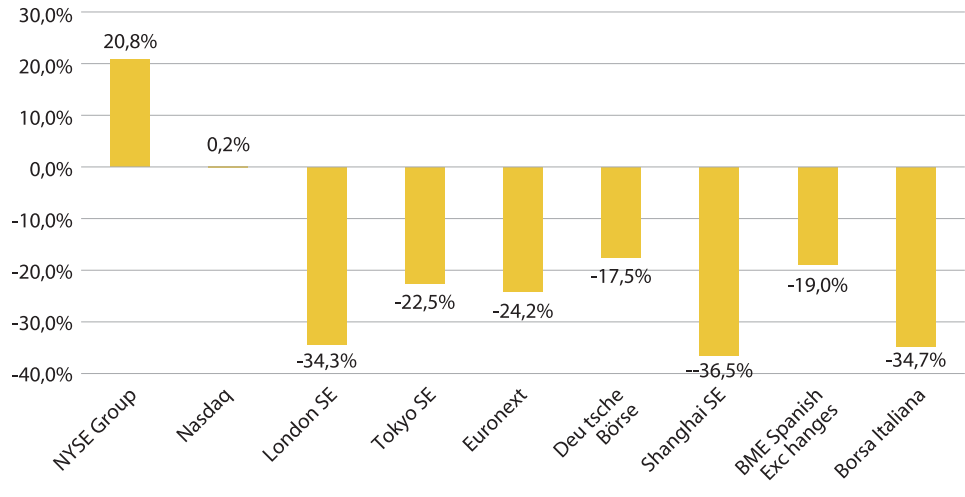
<sup>8</sup> Datos a 19 de septiembre.



la contratación mostrado a lo largo del año por las principales bolsas europeas y asiáticas, frente al aumento registrado en las bolsas norteamericanas (véase gráfico 1).

**Variación anual de la contratación en las principales bolsas<sup>1</sup>**  
(ene-ago 08 / ene-ago 07)

GRÁFICO 1



Fuente: Federación mundial de bolsas.

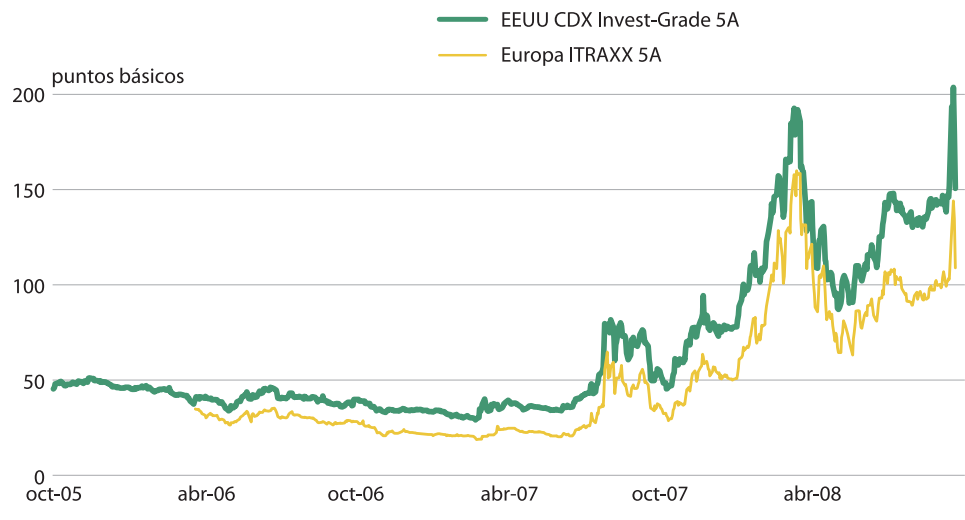
<sup>1</sup> Las bolsas están ordenadas en el gráfico por el volumen de contratación entre el 1 de enero y el 31 de agosto de 2008. Variaciones calculadas sobre importes en moneda local.

*...nuevos incrementos en las primas de riesgo de los CDS, mantenimiento de la actividad emisora,...*

En los mercados de renta fija privada cedieron las tensiones de financiación en las primeras semanas del segundo trimestre de 2008 pero desde finales de mayo, con un comportamiento algo irregular, han vuelto a aumentar como consecuencia del cambio de percepción del riesgo por parte de los agentes. Así, para las empresas de mejor calidad crediticia, las primas de riesgo de los CDS<sup>9</sup> oscilan alrededor de los 150 p.b. en EEUU y los 110 p.b. en Europa (véase gráfico 2). El endurecimiento de

**Índices de riesgo de crédito**

GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream. Hasta 19 de septiembre.

<sup>9</sup> Credit default swap.

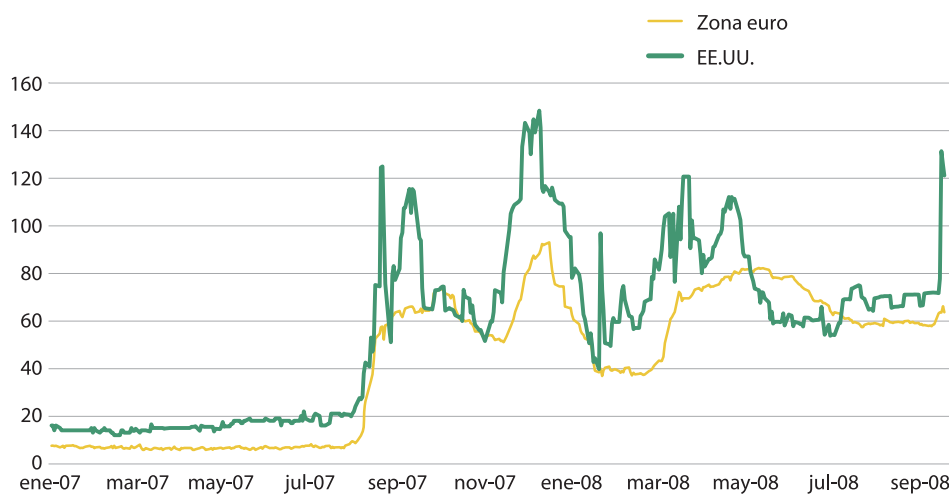
las condiciones de financiación se observa en la atonía de los mercados primarios, especialmente en las emisiones de bonos *high yield* y de productos estructurados. Sólo hay cierta actividad en las emisiones de bonos corporativos convencionales de emisores con *investment grade*.

Los problemas persisten en los mercados interbancarios, donde el diferencial de tipos de interés entre los depósitos no transferibles y las operaciones simultáneas permanece en niveles históricamente elevados, especialmente en EEUU tras los últimos acontecimientos comentados. Para el plazo de tres meses estos diferenciales ascienden a 120 p.b. en EEUU y a 64 p.b. en la zona euro.

*...y persistencia en los problemas de financiación de las entidades en el mercado interbancario.*

### Mercado interbancario a 3 meses: spread depo-repo

GRÁFICO 3



Fuente: Thomson Datastream. Hasta 19 de septiembre.

En los mercados de cambios, el euro se mantuvo relativamente estable respecto al dólar a lo largo del segundo trimestre del año, mientras que se apreció frente al yen, un comportamiento que se ha revertido en lo que va de tercer trimestre<sup>10</sup>, donde el euro acumula una depreciación del 9,7% frente al dólar (1,42 dólares/euro) y del 8,1% frente al yen (153,0 yenes/euro).

## 2.2 La evolución económica y financiera nacional

Durante el segundo trimestre de 2008, se profundizó la senda de desaceleración de la economía española que comenzó a finales de 2007, con un crecimiento del PIB del 0,1% sobre el trimestre anterior (1,8% en términos anuales). La desaceleración económica está siendo más intensa de lo previsto como consecuencia del ajuste de la inversión en construcción y del consumo que refleja el debilitamiento de la renta disponible y de la riqueza financiera e inmobiliaria. La renta disponible ha perdido dinamismo como consecuencia del aumento del desempleo y de la inflación. La

*La ralentización de la economía española es más intensa y rápida como consecuencia del fuerte ajuste del consumo y de la inversión en construcción...*

<sup>10</sup> Datos hasta el 19 de septiembre.

riqueza, por su parte, se está viendo afectada por la caída de los precios de los inmuebles y también por el descenso de los precios de los activos financieros de renta variable.

La composición del crecimiento del PIB en el segundo trimestre del año muestra el escaso avance del gasto en consumo final de los hogares (0,1% trimestral) y el descenso de la formación bruta de capital fijo (-1,7% trimestral) como consecuencia de las tasas de crecimiento negativas de todos sus componentes, incluida la inversión en bienes de equipo<sup>11</sup>. Destaca la mejora de la demanda exterior neta de la economía española a la contribución al crecimiento del PIB, que pasó a ser positiva en dicho trimestre, como consecuencia de una mayor intensidad en la moderación de las importaciones frente a las exportaciones.

*..lo que ha provocado rebajas sustanciales en las previsiones de crecimiento del PIB para los próximos trimestres.*

La economía española se ha visto, de este modo, afectada por el entorno de desaceleración de la actividad económica internacional y de mantenimiento de las tensiones en los mercados interbancarios y de renta fija privada. Asimismo, se está produciendo una corrección intensa del sector inmobiliario en un contexto de endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito bancario y deterioro de la confianza de consumidores y empresarios. De este modo, las últimas previsiones de diferentes instituciones contienen rebajas notables en las cifras de crecimiento para la economía española en los próximos trimestres, al tiempo que se ha aplazado el horizonte previsto para su recuperación. El informe previo a la publicación completa de otoño que publicó la Comisión Europea en septiembre mostraba una pre-

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

CUADRO 3

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

Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda, INE y Comisión Europea. P: Previsiones Informe de Primavera. O: Previsiones Informe de Otoño.

1 Definición de Eurostat.

2 En septiembre, la Comisión Europea revisó las previsiones de crecimiento e inflación de algunas economías europeas (antes de publicar el informe de otoño). En el caso de la economía española rebajó la previsión de crecimiento del PIB para 2008 respecto a las publicadas en su informe de primavera desde el 2,2% hasta el 1,4% e incrementó la de inflación desde el 3,8% hasta el 4,5%.

<sup>11</sup> La inversión en bienes de equipó cayó un 0,8% en el trimestre, la inversión en construcción un 2,4% (acumula tres descensos consecutivos) y la inversión en otros productos un 0,8%.

visión de crecimiento del PIB en 2008 para la economía española del 1,4% (respecto al 2,2% publicado en el informe de primavera) y de inflación del 4,5% (frente al 3,8% anterior).

Las entidades financieras nacionales continúan afrontando este periodo de incertidumbre desde una posición de solidez relativa, ya que apenas han invertido en los productos más afectados por la crisis *subprime*, no han desarrollado, en general, vehículos (tipo *conduit*) que la crisis ha hecho no viables, mantienen riesgos limitados en operaciones de adquisiciones apalancadas de empresas y carecen de exposición a *monolines*<sup>12</sup>. Sin embargo, las entidades deben hacer frente a algunos retos significativos:

- Uno de ellos tiene que ver con el deterioro de una parte de la cartera crediticia como consecuencia del aumento de la morosidad que, no obstante, permanece en niveles reducidos. El deterioro de la cartera tiene su origen en el aumento de la presión financiera que soportan los agentes con un nivel de endeudamiento más elevado y más exposición a la desaceleración de la actividad y al incremento de los tipos de interés.
- Otro reto que se plantea para estas entidades está relacionado con la escasa demanda de títulos en algunos mercados mayoristas. Aunque el modelo de banca española predominante es el minorista, una parte del crecimiento de su actividad a lo largo de los últimos años ha sido financiado en los mercados mayoristas a plazos medianos y largos. Las turbulencias de los mercados financieros y, en particular, las restricciones de oferta de fondos en algunos de ellos ha hecho que las entidades españolas hayan recurrido en mayor medida a la financiación a corto plazo. En este ámbito ha sido destacable el incremento de los préstamos netos del Eurosistema<sup>13</sup>, que, no obstante, representan una parte reducida del balance de las entidades, y también el notable aumento de las emisiones de papel comercial.

Las empresas no financieras muestran en sus cuentas de resultados más recientes descensos en sus rentabilidades como consecuencia de la moderación del crecimiento de la actividad económica. Como se observa en el cuadro 4, el beneficio neto agregado del conjunto de sociedades no financieras cotizadas alcanzó los 18.839 millones de euros en el primer semestre de 2008, un 1,9% menos que en el mismo periodo de 2007. Se aprecia una notable heterogeneidad entre sectores. Así, el empeoramiento más acusado tuvo lugar en el sector de la construcción e inmobiliario, en el que se pasó de unos beneficios superiores a los 5.400 millones de euros en el primer semestre de 2007 a unas pérdidas de 821 millones de euros en el mismo periodo de 2008. Los beneficios de las empresas del sector servicios también se moderaron pero en menor cuantía (un 8% hasta los 5.775 millones de euros), mientras que los beneficios de las empresas industriales permanecieron en

*Las entidades financieras nacionales se mantienen en una posición sólida, pero afrontan dos riesgos importantes:*

*(i) el deterioro de su cartera crediticia con el consiguiente aumento de la morosidad y*

*(ii) la escasa demanda de títulos en algunos mercados mayoristas.*

*Las entidades no financieras muestran en sus resultados la disminución de la actividad...*

<sup>12</sup> Véase Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España de abril de 2008.

<sup>13</sup> El préstamo neto obtenido por las entidades de crédito españolas del BCE ha aumentado desde cifras cercanas a los 20.000 millones de euros al mes en septiembre de 2007 hasta niveles superiores a 47.000 millones al mes en junio de 2008, lo que supone un aumento de la participación de la banca española en la financiación total otorgada por el Eurosistema desde tasas del 4-5% hasta el entorno del 10%.

niveles parecidos a los de 2007. Destaca por encima de todos la evolución de los beneficios de las empresas energéticas, que prácticamente se doblaron en el primer semestre de 2008 (véase cuadro 4), gracias al incremento de los precios energéticos.

### Evolución de los resultados por sectores: empresas cotizadas

CUADRO 4

Millones de euros	EBITDA <sup>1</sup>		EBIT <sup>2</sup>		Resultado Neto	
	1S07	1S08	1S07	1S08	1S07	1S08
Energía	13.831,4	15.906,4	9.654,1	11.482,2	6.460,7	12.857,8
Industria	3.670,1	3.689,9	2.713,8	2.605,7	1.763,6	1.790,5
Construcción e inmobiliario	7.268,8	4.314,8	5.503,5	2.169,0	5.407,5	-821,0
Servicios	15.581,9	15.447,9	9.576,2	9.578,9	6.280,1	5.775,3
Ajustes	-1.940,8	-2.004,3	-1.378,2	-1.422,7	-710,2	-763,5
<b>TOTAL AGREGADO</b>	<b>38.411,3</b>	<b>37.354,7</b>	<b>26.069,4</b>	<b>24.413,1</b>	<b>19.201,8</b>	<b>18.839,2</b>

Fuente: CNMV.

1 Resultado bruto de explotación.

2 Resultados antes de intereses e impuestos.

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

CUADRO 5

Millones de euros		2003	2004	2005	2006	2007	1S08 <sup>1</sup>
Energía	Deudas	54.159	54.776	58.586	59.191	69.172	73.119
	Deudas/ Patrimonio	0,98	1,06	0,93	0,89	0,78	0,77
	Deudas/ EBITDA <sup>2</sup>	2,92	2,78	2,41	2,17	2,48	2,30
	EBIT <sup>3</sup> / Carga financiera	2,06	3,52	4,02	4,65	4,10	4,62
Industria	Deudas	10.507	10.397	12.760	15.684	13.312	14.899
	Deudas/ Patrimonio	0,61	0,69	0,75	0,78	0,61	0,68
	Deudas/ EBITDA	1,98	1,91	2,07	2,07	1,82	2,02
	EBIT / Carga financiera/	3,99	6,64	6,5	5,71	5,93	5,09
Construcción e inmobiliario <sup>4</sup>	Deudas	24.552	32.293	48.324	111.000	138.933	140.364
	Deudas/ Patrimonio	1,59	1,93	2,16	3,1	3,08	3,17
	Deudas/ EBITDA	5,91	5,71	6,51	11,52	10,83	16,27
	EBIT / Carga financiera	3,38	2,83	2,79	2,04	1,17	0,52
Servicios	Deudas	34.956	44.505	55.710	91.522	96.941	106.478
	Deudas/ Patrimonio	0,89	1,61	1,7	2,52	1,70	1,92
	Deudas/ EBITDA	2,08	2,58	2,68	3,58	3,01	3,45
	EBIT / Carga financiera	3,18	2,67	3,37	2,44	3,23	2,81
Ajustes <sup>5</sup>	Deudas	-208	-5.566	-7.943	-11.199	-17.390	-23.245
	TOTAL AGREGADO <sup>6</sup>	123.966	136.405	167.438	266.198	300.967	311.614
	Deudas/ Patrimonio	1,01	1,26	1,27	1,71	1,48	1,51
	Deudas/ EBITDA	2,8	2,9	2,9	3,86	3,96	4,17
	EBIT / Carga financiera/	2,63	3,33	3,82	3,29	3,03	2,49

Fuente: CNMV.

1 Para calcular la ratio financiera Deuda/EBITDA, se ha anualizado el EBITDA del primer semestre de 2008.

2 Resultado bruto de explotación.

3 Resultado antes de intereses e impuestos.

4 Se han incluido en la muestra las magnitudes financieras de Martinsa-Fadesa a 31 de marzo, salvo el endeudamiento, que es el correspondiente a la fecha de la solicitud del concurso.

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

6 En el cuadro de endeudamiento no se incluían las entidades financieras, que comprendían las entidades de crédito, compañías de seguros y sociedades de cartera. Dado que los modelos de IPP a partir del ejercicio 2008 para las sociedades de cartera son idénticos a los empleados por el resto de entidades no financieras, se ha decidido incluir dentro de los agregados a las sociedades de cartera. Debido al impacto de Critería Caixacorp. se han recalculado los datos correspondientes al cierre del ejercicio 2007.

El endurecimiento de las condiciones de financiación de estas entidades se refleja en la atonía de las emisiones de renta fija (véase cuadro 12) y en la desaceleración del crédito bancario que, además, se ha encarecido notablemente. El crecimiento del crédito concedido por las entidades de crédito españolas para la financiación de actividades productivas ha ido descendiendo desde tasas cercanas al 30% a finales de 2006 hasta el entorno del 18% en el primer trimestre de 2008. Sin embargo, la moderación no ha sido homogénea entre sectores: el crédito a la industria (sin construcción) crece a tasas interanuales mayores que en algunos trimestres de 2006 y 2007 (en términos anuales). Por el contrario, el crédito destinado a construcción y a servicios inmobiliarios ha pasado de crecer del 34% al 12% y del 51% al 17% respectivamente entre diciembre de 2006 y marzo de 2008. La disminución de las tasas de crecimiento del crédito ha dado lugar a una estabilización del nivel de endeudamiento de las sociedades (medido sobre el activo o sobre los recursos generados), que en los últimos años había crecido de forma notable. Por el contrario, los diversos indicadores de la carga financiera que soportan estas entidades mantienen su tendencia al alza como consecuencia del incremento de los tipos de interés de referencia y la moderación de los resultados empresariales.

En términos agregados, el endeudamiento de las sociedades no financieras cotizadas superaba los 311.000 millones de euros a mediados de 2008, un volumen que representa 1,51 veces su patrimonio, ligeramente por encima de los valores de finales de 2007 (1,48 veces). Los riesgos más importantes se concentran en los sectores y entidades cuyo endeudamiento ha crecido con mayor firmeza en los últimos años, es decir, en las sociedades pertenecientes a la construcción y al sector inmobiliario. El volumen de la deuda de estas sociedades, que representaba casi la mitad de la deuda total de las sociedades no financieras cotizadas, era de 3,2 veces su patrimonio al finalizar el primer semestre de 2008. Además, es importante señalar que en este sector los beneficios antes de intereses e impuestos (EBIT) no cubrían la totalidad de los gastos financieros. El endeudamiento de las sociedades de otros sectores también mantuvo una tendencia creciente en el primer semestre de 2008, pero se sitúa en unos niveles más confortables.

En cuanto al comportamiento de los inversores minoristas, cabe destacar la intensificación de su naturaleza marcadamente conservadora en los primeros meses del año, debido al aumento de la desconfianza generada por el empeoramiento de la actividad económica y por el endurecimiento de las condiciones de financiación. Así, en términos del PIB, la información financiera referente al primer trimestre de 2008<sup>14</sup> pone de relieve que los hogares invirtieron menos recursos en activos financieros y también que obtuvieron menos financiación. La adquisición de activos financieros<sup>15</sup> alcanzó el 5,8% del PIB en este periodo de tiempo, prosiguiendo una tendencia a la baja ininterrumpida desde finales de 2006, cuando alcanzaba el 10,9%. Además, la elección entre los diferentes activos financieros muestra una elevada preferencia por instrumentos de alta liquidez y reducido riesgo, particularmente por los depósitos (incentivados además por una política agresiva por parte de las entidades financieras que están ofreciendo altas rentabilidades por estos instrumentos) y las fuertes desinversiones en participaciones de fondos de inversión y en instrumentos de renta variable cotizados y no cotizados. Estos últimos perdie-

*...en un marco de endurecimiento de las condiciones de financiación.*

*Los mayores riesgos permanecen en el sector de la construcción e inmobiliario.*

*El aumento de la incertidumbre ha acentuado aún más el carácter conservador de la inversión de los hogares, que continúan sustituyendo fondos de inversión por depósitos bancarios.*

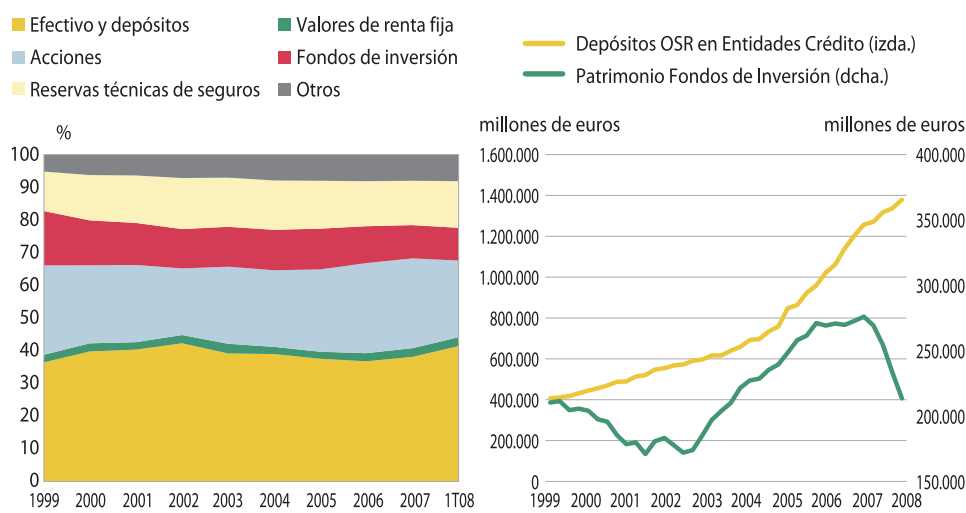
14 Cuentas Financieras de la economía española, Banco de España.

15 Datos acumulados de cuatro trimestres.

ron un peso notable en la cartera de los hogares como consecuencia de la desinversión mencionada y también de los fuertes descensos en los precios.

### Composición del activo financiero de los hogares y evolución de los depósitos frente a los fondos de inversión

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV y Banco de España-

*Las ratios de endeudamiento se estabilizan y aumenta la presión financiera para los hogares como consecuencia del aumento de los tipos de interés y la moderación del crecimiento de su renta.*

En los últimos trimestres se ha producido una moderación en la adquisición de pasivos financieros, desde niveles que superaban el 12% del PIB en 2006 hasta el 7,4% del PIB registrado en el primer trimestre de 2008, como consecuencia de los condicionantes de oferta y demanda ya expuestos anteriormente. Ello ha permitido una cierta estabilización de las ratios de endeudamiento. Como en el caso de las sociedades no financieras, los mayores riesgos se concentran en los hogares más endeudados que sufran un deterioro mayor en su renta en el entorno de tipos de interés crecientes y aumento, por tanto, de la presión financiera.

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

CUADRO 6

Categoría	Suscripciones				Reembolsos			
	3T07	4T07	1T08	2T08	3T07	4T07	1T08	2T08
Rta. fija <sup>1</sup>	30.581	26.566	37.511	22.581,5	28.983	32.606	35.049	32.357,6
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	1.142	956	620	315,9	2.050	2.128	2.862	1.891,3
Rta. vble. Mixta <sup>3</sup>	635	452	279	606,0	999	1.107	1.676	1.245,2
Rta. vble. ncal.	483	943	415	344,4	1.429	1.683	1.980	733,9
Rta. vble. intercal <sup>4</sup>	3.215	2.971	1.867	1.545,7	5.242	5.834	6.457	2.735,1
Gar. rta. fija	2.191	2.981	3.286	2.983,5	1.897	1.712	2.086	1.867,5
Gar. rta. vble.	1.316	3.096	1.089	3.120,4	2.142	4.437	3.648	5.929,2
Fondos globales	3.046	3.543	1.949	1.953,1	5.906	6.942	8.276	5.302,1
IIC de IL <sup>5</sup>	62,2	243,0	164,1	77,8	0,45	2,1	50,9	26,5
IIC de IIC de IL <sup>5</sup>	232,8	215,5	200,1	447,3	11,1	53,2	98,7	234,5
<b>TOTAL</b>	<b>42.610,5</b>	<b>41.508,2</b>	<b>47.016,2</b>	<b>33.450,6</b>	<b>48.647,5</b>	<b>56.448,9</b>	<b>62.032,7</b>	<b>52.061,9</b>

Fuente: CNMV

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

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

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

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

5 Datos estimados y provisionales para IIC de IIC de inversión libre e IIC de inversión libre.

## 2.3 Perspectivas

El escenario macroeconómico y financiero que prevén diversas instituciones nacionales e internacionales recoge una moderación de la actividad económica mundial en los próximos trimestres, en los que no se descarta que alguna de las economías más desarrolladas entre en recesión, que se irá revirtiendo a lo largo de 2009. Las previsiones están sometidas, no obstante, a un grado de incertidumbre notable sobre la evolución de algunos factores. Los riesgos más importantes que se ciernen sobre este escenario serían los derivados de la fragilidad de los mercados financieros, el mantenimiento o incremento de las presiones inflacionistas y los posibles efectos de los desequilibrios mostrados en algunas economías (por ejemplo, el elevado déficit por cuenta corriente estadounidense). La crisis reciente del sector de banca de inversión en EEUU y los problemas de alguna entidad de crédito en algunos países europeos han supuesto una agudización de la crisis de confianza en los mercados cuyas consecuencias macroeconómicas son difíciles de precisar. En todo caso, la permanencia de la inestabilidad en los mercados puede acabar teniendo consecuencias notables en la economía real, al dañar el normal desarrollo del ciclo del crédito-inversión-consumo.

El panorama económico-financiero español ha empeorado con respecto a la última publicación de este informe, de manera que las previsiones más recientes indican que la desaceleración económica se prolongará al menos varios trimestres más. Los principales riesgos que se ciernen sobre este escenario son similares a los riesgos generales, es decir, la prolongación de las dificultades de financiación en los mercados financieros y el mantenimiento de las presiones inflacionistas. En el ámbito nacional habría que destacar además, como factor singular, el ajuste del sector de la construcción e inmobiliario, que está siendo más intenso y rápido de lo previsto y podría llegar a tener un alcance sustancial. Como fortaleza de la economía española se mantiene la solidez patrimonial de las entidades financieras, cuyo elevado nivel de provisiones y capital las sitúa en una posición relativamente confortable para afrontar el previsible incremento de la morosidad de su cartera crediticia.

*Las previsiones de las principales instituciones prevén una recuperación del crecimiento a lo largo de 2009, pero están sometidas a dos riesgos: la permanencia de la fragilidad de los mercados financieros y de las presiones inflacionistas.*

*El escenario nacional contempla riesgos similares a los generales, a los que se añade como factor específico el ajuste del sector de la construcción.*

## 3 La evolución de los mercados nacionales

### 3.1 Los mercados bursátiles

Los diferentes índices de renta variable nacional, que mostraron un comportamiento moderadamente alcista en abril y buena parte del mes de mayo, acabaron mostrando pérdidas al finalizar el segundo y tercer trimestre de 2008<sup>16</sup>, marcando nuevos mínimos del ejercicio. Concretamente, el Ibex-35 alcanzó niveles que no se observaban desde 2006 como consecuencia del debilitamiento de las perspectivas macroeconómicas y de la profundización de la crisis de confianza en los mercados

*Los precios de los instrumentos de renta variable nacional, que crecieron en abril y parte de mayo, registran nuevos descensos en los últimos meses...*

<sup>16</sup> Datos hasta 19 de septiembre.



financieros. Así, el Ibex-35 cedió un 9,2% en el segundo trimestre del año y un 4,1% en lo que va de tercero. Los índices de sociedades de pequeña y mediana capitalización registraron caídas aún mayores (véase cuadro 7). En lo que va de año, el Ibex-35 ha perdido casi un 24% de su valor, en línea con las pérdidas de otras plazas europeas y significativamente por encima de las pérdidas de las bolsas norteamericanas.

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

CUADRO 7

	2004	2005	2006	2007	I-08 <sup>1</sup>	II-08 <sup>1</sup>	III 08 (hasta 19 de sept.)		
							% s/trim. ant.	% s/dic	% inter-anual
Ibex-35	17,4	18,2	31,8	7,3	-12,6	-9,2	-4,1	-23,9	-19,9
Madrid	18,7	20,6	34,5	5,6	-12,4	-9,8	-4,6	-24,6	-21,8
Ibex Medium Cap	25,1	37,1	42,1	-10,4	-9,8	-15,0	-8,5	-29,8	-35,7
Ibex Small Cap	22,4	42,5	54,4	-5,4	-13,6	-11,6	-18,9	-38,1	-44,6
FTSE Latibex All-Share	31,0	83,9	23,8	57,8	-10,5	14,5	-21,6	-19,7	-7,9
FTSE Latibex Top	28,1	77,9	18,2	33,7	-6,2	15,8	-18,7	-11,7	-7,0

Fuente: Thomson Datastream.

<sup>1</sup> Variación sobre el trimestre anterior.

*... especialmente en los sectores de consumo, inmobiliarias, construcción y entidades financieras.*

Por sectores destacan las pérdidas en los de consumo básico y también del hotelero, todo ello reflejo de la desaceleración de la demanda interna que experimenta la economía española. También sobresalen las caídas de los precios de las acciones de las empresas pertenecientes al sector inmobiliario y de la construcción como resultado del fuerte ajuste que vive el sector. Finalmente, la caída en las cotizaciones de las entidades financieras, que se han moderado en el tercer trimestre, reflejan el aumento de la incertidumbre sobre la cuenta de resultados de las mismas no sólo como consecuencia de las dificultades de financiación derivadas de la crisis financiera, sino también debido al grado de erosión de sus ingresos y a las potenciales pérdidas asociadas al deterioro de una parte de la cartera crediticia en el presente entorno de debilidad económica (véase cuadro 8).

*La tendencia bajista de los mercados ha impulsado la operativa de venta en descubierto, ...*

La elevada volatilidad de los mercados y su tendencia bajista han impulsado la operativa de venta en corto, que la regulación española contempla a través de dos figuras: el crédito de títulos para la venta y el préstamo de valores<sup>17</sup>. En España la CNMV ha recordado a todos los miembros de los mercados secundarios ofi-

<sup>17</sup> Las operaciones en las que se otorga crédito de valores no dejan de ser otra forma de préstamo de valores, pero están sujetas a una regulación específica (Orden ministerial de 25 de marzo de 1991) en la que se establecen determinadas limitaciones que afectan a estas operaciones pero no al conjunto de las operaciones de préstamo amparadas por el artículo 36 de la LMV. Las limitaciones afectan a: los valores procedentes de las operaciones de crédito, que sólo se podrán utilizar para ventas en contado (lo que descarta otras posibles utilidades como el re préstamo); el importe de la operación, que será como mínimo de 1.200 euros cada orden de compra o venta; el plazo de vencimiento, que será como máximo de tres meses, y las garantías, que son fijadas por las sociedades rectoras de las bolsas (el depósito y su eventual ejecución también están reguladas). Por su parte, los préstamos bilaterales de valores contemplados en el artículo 36 de la LMV actualmente no tienen limitaciones en cuanto a volumen ni utilización de los valores, gestión de las garantías o plazos de vencimiento, si bien en otras normas se establecen algunas limitaciones específicas.

En la práctica, estas diferencias implican que la operativa de crédito de valores es realizada por inversores minoristas mientras que la de préstamo bilateral es utilizada por inversores institucionales tanto nacionales

## Rentabilidad sectorial del mercado bursátil español (%)

CUADRO 8

	III 08 (hasta 29 de agosto)								
	2004	2005	2006	2007	I-08 <sup>1</sup>	II-08 <sup>1</sup>	% s/trim. ant.	% s/dic	% inter- anual
Acero	25,3	20,7	81,2	-17,5	2,9	-12,8	-12,2	-21,2	-29,6
Agua	31,2	18,1	55,6	-0,8	-13,0	-18,6	-16,5	-40,9	-38,8
Automoción	0,6	21,8	171,1	0,0	-14,8	5,3	-9,4	-18,6	-30,1
Bebidas	1,3	10,4	14,6	10,8	-4,9	2,8	-7,5	-9,5	-13,2
Construcción y mat. de construcción	28,5	50,4	61,6	-12,0	-13,2	-10,5	-12,9	-32,3	-41,1
Consumo básico	40,0	19,0	12,9	6,9	0,0	-3,4	-3,3	-6,5	-12,2
Consumo discrecional	33,7	24,8	21,2	-7,7	-16,4	-19,4	4,5	-29,7	-38,3
Eléctricas	19,6	32,9	46,1	16,9	-9,4	-6,6	-0,9	-16,1	-15,3
Empresas financieras	10,1	22,5	35,5	-10,5	-12,6	-13,0	-4,9	-27,7	-31,7
Hoteles	17,3	41,8	27,9	-25,0	-14,1	-19,5	-10,0	-37,8	-56,3
Inmobiliaria	29,5	58,9	100,4	-42,6	-7,0	-21,0	-19,9	-41,1	-52,8
Papel	30,2	13,7	36,6	-12,4	-12,5	-18,2	-4,3	-31,6	-48,1
Químicas	19,2	176,1	-20,4	-58,4	-6,9	-22,2	-3,7	-30,3	-58,7
Tabaco	49,8	13,7	5,0	21,5	0,0	0,1	0,0	0,1	1,0
Telecomunic. y medios de comunicación	16,7	-0,7	29,4	26,3	-17,2	-9,9	0,3	-25,2	-10,5
Utilities	21,5	27,2	42,0	18,5	-8,8	-6,7	-2,9	-17,4	-16,7

Fuente: Thomson Datastream. Datos mensuales, hasta 29 de agosto.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

ciales de valores la existencia de normas que prohíben y penalizan las ventas en corto descubiertas y ha acordado exigir a cualquier persona física o jurídica que ostente posiciones cortas sobre acciones o cuotas participativas de un total de veinte instituciones financieras que haga pública cualquier posición corta en dichos valores que supere el 0,25% del capital social admitido a negociación de dichos emisores.

La ratio precio-beneficios (PER) de las acciones españolas, que mostró cierta estabilidad en los meses centrales del año, volvió a descender hasta niveles inferiores a 10, por debajo de los niveles mostrados por los índices europeos, cuya trayectoria también ha sido descendente pero mucho menos acusada. Este comportamiento marca una diferencia notable con respecto al ejercicio de 2007, cuando dicha ratio estuvo buena parte del ejercicio al mismo nivel o por encima de las ratios de los índices estadounidenses (entre el 16 y el 20).

El *earning yield gap* (que es un indicador de la prima de riesgo de los activos de renta variable sobre la deuda pública a largo plazo) ha acentuado su tendencia al alza como consecuencia de las renovadas caídas de los precios y también del descenso de los tipos de interés a largo plazo desde finales de julio. El último valor estimado para este parámetro supera el 5%, que contrasta con la media desde 1999 cercana al 2%.

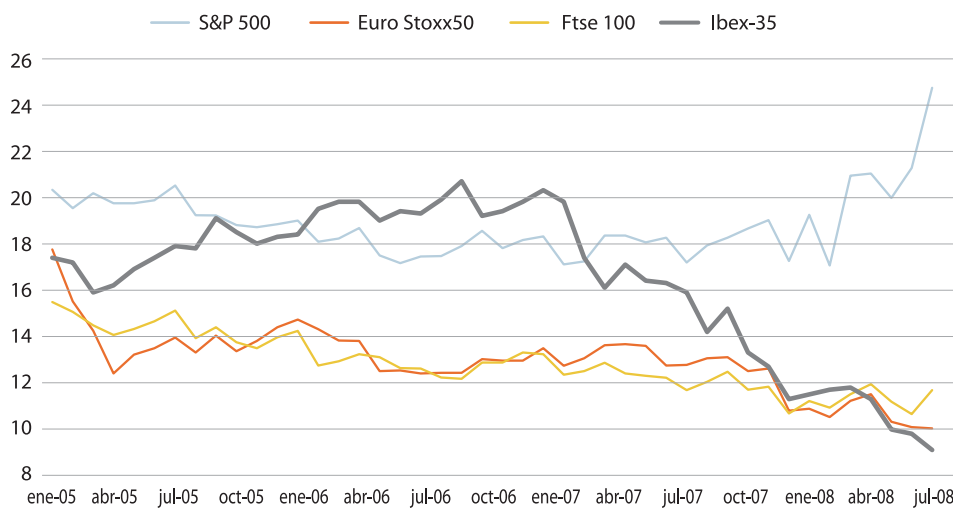
*... y ha dado lugar a nuevas caídas en la ratio precio-beneficios (PER) de las acciones españolas.*

*Se ha acentuado la tendencia al alza del *earning yield gap*.*

como extranjeros. Por este motivo el volumen de la operativa de préstamo de valores (en términos de contratación o de saldos vivos) es significativamente mayor que el de la operativa de crédito. A pesar de estas diferencias de tamaño, se aprecia un notable crecimiento en la contratación tanto de préstamos de valores como de créditos de títulos para la venta.

### Ratio precio beneficios históricos de índices internacionales

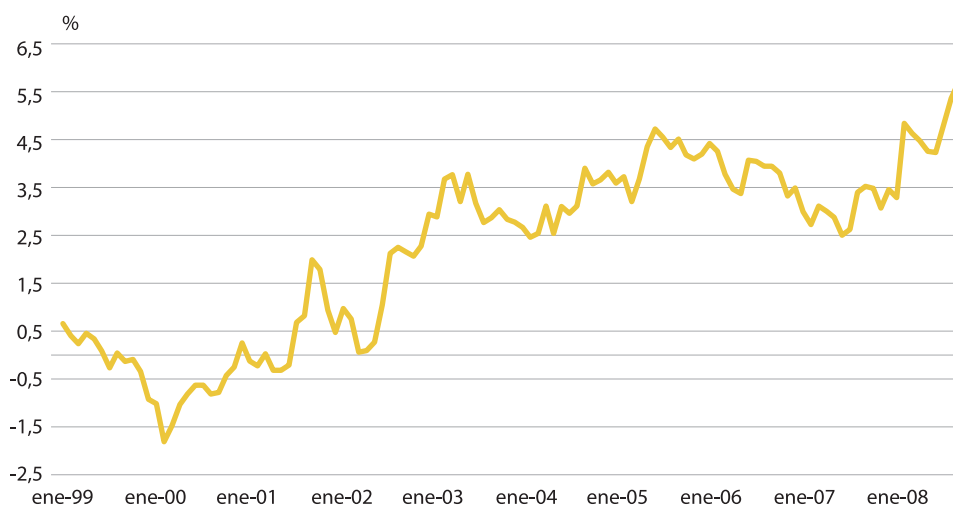
GRÁFICO 5



Fuente: Thomson Datastream. Datos mensuales, hasta 29 de agosto.

### Earning yield gap (Ibex 35)

GRÁFICO 6



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos mensuales, hasta 1 de septiembre.

*Las condiciones de volatilidad y liquidez de los mercados, que también experimentaron cierta mejora al principio del segundo trimestre del año, han vuelto a empeorar.*

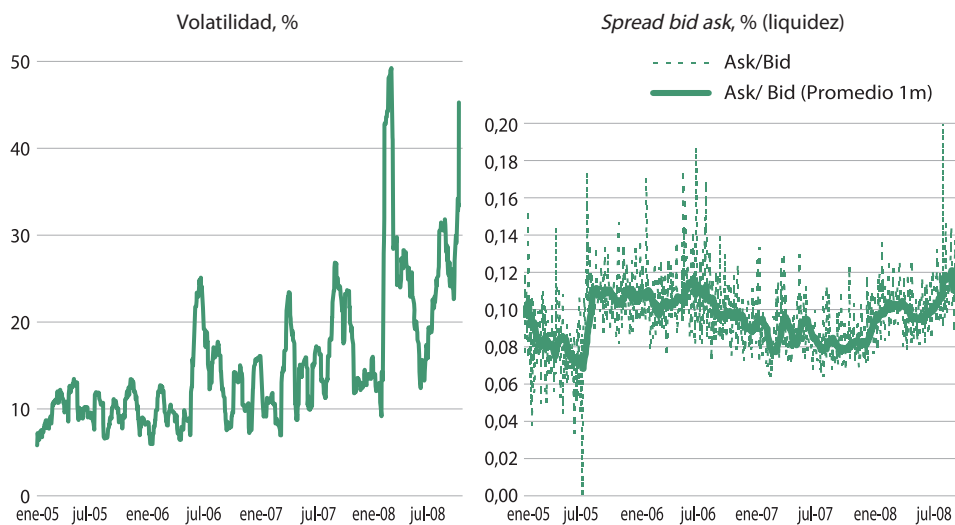
Las condiciones de volatilidad y liquidez de los mercados mejoraron ligeramente a lo largo de abril y mayo y empeoraron en el periodo posterior. La volatilidad, con un comportamiento algo más irregular, está marcando el segundo máximo de los últimos años con cifras cercanas al 45%, sólo por detrás del fuerte aumento mostrado en enero, cuando alcanzó el 50%. Por su parte, las condiciones de liquidez del Ibex-35 evaluadas a través de la diferencia entre los precios de compra y de venta, que habían mejorado desde mediados de 2006, empezaron a deteriorarse en los meses centrales del año.

El análisis de niveles de *free-float*<sup>18</sup> de las sociedades cotizadas en los mercados de renta variable nacional pone de manifiesto que, en términos agregados, el porcen-

<sup>18</sup> Se trata de la parte del capital (en porcentaje) de una sociedad que cotiza libremente en el mercado. Habitualmente se calcula restando al capital total de la sociedad la autocartera y las participaciones significativas.

## Volatilidad histórica y spread bid ask (Ibex 35)

GRÁFICO 7



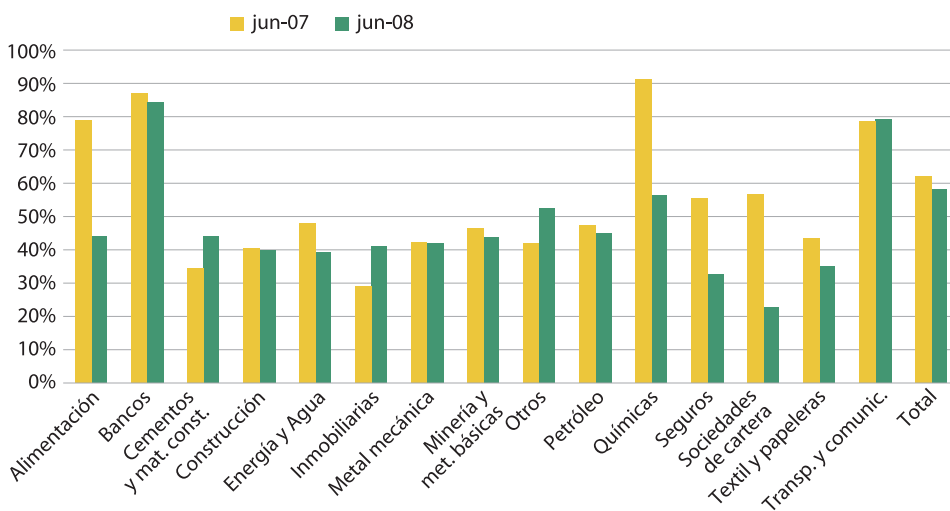
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta 19 de septiembre.

taje de capital que cotiza libremente en los mercados de renta variable españoles permanece, en general, en unos niveles aceptables, si bien se aprecia una cierta tendencia a la baja a lo largo del último año. En términos agregados, el *free-float* de los valores que pertenecen al mercado continuo ha descendido desde el 62% hasta el 58% entre junio de 2007 y junio de 2008<sup>19</sup>. Los sectores con mayor porcentaje de capital libre en los mercados son los bancos (84%) y transportes y comunicaciones (79%). Por el contrario, los sectores con menor *free-float* (en todos inferior al 40%) son los de seguros, textil y papeleras y energía y agua.

*Los niveles de free-float de los valores que cotizan en el mercado continuo han descendido aunque, en general, permanecen en niveles aceptables.*

## Evolución del *free-float* por sectores del mercado continuo

GRÁFICO 8



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

Los niveles de *free-float* se redujeron prácticamente en todos los sectores analizados y fueron apreciables en el caso de las sociedades de alimentación, químicas y

*Pero resulta pertinente reforzar el control de la difusión de las acciones cotizadas.*

<sup>19</sup> Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

seguros. Únicamente en las sociedades relacionadas con la industria de la construcción o en las inmobiliarias se observó un crecimiento significativo en los niveles de *free-float* (superiores a 0,10 puntos porcentuales). En las diez sociedades cotizadas de mayor tamaño la variación del *free-float* en el último año ha sido negativa o nula. En todo caso, un nivel excesivamente reducido del *free-float* impide un funcionamiento correcto del mercado, aumenta el riesgo de manipulación de las cotizaciones y dificulta que las acciones reflejen el valor real de los títulos. Por ello, resulta pertinente reforzar los mecanismos de vigilancia de la difusión de las acciones de las empresas cotizadas a través de la revisión del Reglamento de Bolsas.

### **Recuadro 3: Condiciones de admisión a cotización y permanencia relacionadas con la distribución de las acciones en manos del público en los principales mercados europeos**

La normativa comunitaria establece requisitos mínimos de capital y de distribución de las acciones en manos del público para las sociedades que solicitan su admisión a cotización bursátil. Sin embargo, no establece requisitos similares de permanencia para las empresas que ya han sido admitidas a cotización. Así, el artículo 43 de la Directiva Consolidada de Admisión e Información (CARD) exige una capitalización de mercado predecible de 1.000.000 de euros para dichas sociedades o, si no es posible determinarla, el mismo importe mínimo en capital y reservas de acuerdo con las cuentas del año anterior. De acuerdo con el artículo 48 de la misma directiva, se exige que un número suficiente de acciones estén distribuidas entre el público en uno o varios Estados miembros no más tarde de la fecha de admisión, entendiéndose que el criterio de suficiencia se cumple si las acciones así distribuidas suponen, por lo menos, el 25% del capital social.

La CARD concede cierta flexibilidad en la aplicación de los dos requisitos señalados a los Estados miembros. Así, estos pueden prever la admisión a cotización de sociedades con un capital social inferior al indicado, siempre que se aprecie la existencia de un mercado adecuado para los valores. Los Estados también pueden exigir importes mínimos superiores de capitalización, pero en este caso se demanda la existencia, en el Estado en cuestión, de otros mercados “abiertos, reconocidos, regulados y que operen regularmente”, para los que se exija el importe mínimo contemplado en la Directiva. En cuanto a la distribución de las acciones entre el público, también cabe admitir a cotización valores con una distribución inferior al 25% si se estima que el mercado puede operar apropiadamente, a la vista de un elevado número de acciones de la misma clase y de su distribución entre el público.

Las normativa comunitaria en esta materia se completa con la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (MiFID), que asume los requisitos establecidos en la CARD y reconoce a los mercados regulados la posibilidad de establecer sus propias normas de admisión y permanencia, siempre que estas sean claras y transparentes. En su mayor parte, los principales mercados europeos han establecido requisitos de capitalización más estrictos que el mínimo con-

templado en la CARD, aunque la diferencia sólo es realmente sustantiva en el caso italiano. En cuanto a la distribución de las acciones entre el público, las condiciones adicionales que se observan afectan al cómputo del criterio de suficiencia del 25%, aunque también debe reseñarse que tanto el Reino Unido como el mercado NYSE Euronext disponen de condiciones de permanencia en este apartado.

Las condiciones imperantes en los principales mercados europeos se resumen como sigue:

- Reino Unido. Mientras que los principales países continentales de la Unión Europea han transpuesto con escasas variaciones las directivas comunitarias en materia de admisión a negociación, dejando que sean los propios mercados quienes las introduzcan, en todo caso, a través de sus propias normas, la regulación pública británica ha adoptado un papel más activo. La FSA mantiene un sistema de exigencias diferenciadas para las empresas británicas (Primary List) y las extranjeras (Secondary List) en materia de admisión y permanencia. En ambos casos requiere, para la admisión a cotización, un capital mínimo de 700.000 libras esterlinas. Sin embargo, respecto a la distribución de las acciones, excluye las participaciones significativas (consejeros y tenencias superiores al 5%) para el cómputo del 25% y convierte, además, este criterio en un criterio de permanencia para las empresas británicas, mientras que se ajusta estrictamente a la CARD para las empresas extranjeras.
- NYSE Euronext. Este mercado fija como requisito de admisión un capital mínimo de 5.000.000 de euros. En materia de distribución de las acciones entre el público, adopta, también como criterio de admisión, el criterio del 25% sobre el total de las acciones, pero establece, como requisito de permanencia en cotización, un umbral mínimo del 5%.
- Borsa Italia. En este caso, el capital mínimo exigido por el mercado es considerablemente más elevado que el fijado en la CARD, pues se eleva a 40.000.000 de euros. También se establece un criterio particularmente estricto respecto a la distribución de las acciones entre el público, al excluirse del cómputo del criterio del 25% las tenencias superiores al 2%, además de las correspondientes a los consejeros. En ambos casos se trata, exclusivamente, de criterios de admisión.
- Alemania. Los requisitos de la bolsa alemana en materia de capitalización y distribución de las acciones se ajustan a los mínimos comunitarios.

Por lo que se refiere a España, la regulación reproduce con pocas variaciones los requisitos establecidos en las directivas comunitarias. El Real Decreto 1310/2005, que desarrolla, entre otros, los requisitos de admisión recogidos en la Ley del Mercado de Valores, fija un mínimo más elevado, de 6.000.000 de euros, respecto al valor esperado de las acciones y se atiene exclusivamente al criterio de la CARD respecto a la distribución de las acciones. En ambos casos, se establece un requisito de admisión, no de permanencia.

Por su parte, las bolsas españolas aún no han desarrollado sus propias normas en estas materias por lo que, de acuerdo con una disposición transitoria del citado R.D. 1310/2005, se mantiene provisionalmente en vigor el capítulo V del Reglamento de las Bolsas de Comercio en aquello que no se oponga a la nueva normativa. Este Reglamento, que data de 1967, precisa ser actualizado tan pronto como sea posible.

*Las turbulencias de los mercados y el deterioro de las perspectivas económicas han propiciado un incremento en la incertidumbre de los agentes, que han contraído notablemente la contratación en los mercados.*

La contratación en los mercados de renta variable está mostrando un notable descenso a lo largo del ejercicio debido a la bajada de los precios y el endurecimiento de las condiciones de financiación. En términos diarios, la contratación media se ha reducido progresivamente desde los 6.181 millones de euros en el primer trimestre de 2008 hasta los 4.224 millones de euros en el tercero.

### Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 9

Importes en millones de euros	2005	2006	2007	I 08	II 08	III 08 <sup>1</sup>
<b>Total bolsas</b>	<b>854.145</b>	<b>1.154.294</b>	<b>1.667.219</b>	<b>383.254</b>	<b>318.939</b>	<b>185.865</b>
Mercado continuo	847.664	1.146.390	1.658.019	380.935	317.051	184.862
Corros	5.899	5.318	1.154	44	25	15
de los que SICAV <sup>2</sup>	4.864	3.980	362	6	3	2
MAB <sup>3</sup>	-	1.814	6.985	1.966	1.646	883
Segundo Mercado	26	49	193	3	18	6
Latibex	557	723	868	306	199	99
<b>Pro-memoria: contratación de no residentes (% s/ total bolsas)</b>						
	57,1	58,2	61,6	nd	nd	nd

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados hasta el 31 de agosto.

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.

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

CUADRO 10

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

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

2 Datos disponibles: 31 de agosto de 2008.

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

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

El endurecimiento de las condiciones de financiación y la situación irregular de los mercados también se percibe en la escasez de emisiones de instrumentos de renta variable en el segundo y tercer trimestre del año. El importe de las ampliaciones de capital en este periodo apenas alcanzó los 400 millones de euros<sup>20</sup> y no se produjo ninguna oferta pública de venta (OPV). En el apartado de emisiones, únicamente cabe señalar la primera emisión de cuotas participativas de Cajas de Ahorros, efectuada por la CAM el pasado mes de julio (véase un mayor detalle sobre las características de las cuotas participativas en recuadro 4). La emisión alcanzó 50 millones de cuotas que equivalían al 7,5% del patrimonio de la CAM.

#### Recuadro 4: Las cuotas participativas de las Cajas de Ahorro

En 1988 se introdujo el ordenamiento español la figura de las cuotas participativas<sup>1</sup>, pero dicha normativa fracasó y sólo hubo una emisión de “cuotas asociativas” (que únicamente podían ser suscritas por las propias Cajas) realizada en 1998 por la CECA. Posteriormente la Ley 44/2002, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero dio nueva redacción al Art. 7 de la Ley 13/1985 para regular las cuotas y un nuevo Real Decreto 302/2004, sobre cuotas participativas de las Cajas de Ahorros derogó al anterior. Este vigente régimen jurídico señala que les será aplicable una parte del régimen de las acciones contenido en la Ley de Sociedades Anónimas y somete la emisión de estos valores a la Ley del Mercado de Valores y a las disposiciones que la desarrollan.

Las cuotas participativas son valores negociables que únicamente pueden ser emitidos por Cajas de Ahorro y representan aportaciones dinerarias de duración indefinida. Su configuración es la de un instrumento de renta variable pura (similares a las acciones, aunque revisten una mayor complejidad), desprovisto de derechos políticos y que por su propia naturaleza forma parte de los recursos propios básicos del emisor. Se trata de valores que obligatoriamente deben cotizar en un mercado organizado.

En orden de prelación, las cuotas se sitúan por detrás de todos los acreedores comunes y subordinados de la Caja, incluso por detrás de las participaciones preferentes, y al mismo nivel que la obra benéfico-social. Las cuotas en circulación no pueden superar el 50% del patrimonio de la Caja. El control directo o indirecto de cuotas por cualquier inversor está limitado al 5% y en caso de superarse se suspenderán todos los derechos económicos.

La constitución de un sindicato de cotapartícipes, que podría servir como instrumento para la defensa de los intereses de los mismos y de interlocutor con la Caja, es una decisión voluntaria de la entidad.

1. Reforma del Art. 7 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, que posteriormente desarrolló el Real Decreto 664/1990, de 25 de mayo, sobre cuotas participativas de las Cajas de Ahorro.

20 Frente a 21.690 millones de euros en 2007 o 2.563 millones de euros en 2006.



Las cuotas se aplican a compensar pérdidas de la Caja emisora en la misma proporción y orden que su fondo fundacional y sus reservas, pudiendo llegar al extremo de que la compensación de pérdidas con cargo a las cuotas consuma la totalidad de los fondos de las mismas.

Para emitir cuotas la Caja interesada tiene que estimar su valor económico o valor de mercado que servirá para establecer la prima de emisión de los valores. Tratándose de la primera emisión de la entidad, y siempre que se haga una oferta pública con participación mínima del 20% de inversores cualificados, además de la valoración interna se precisa un informe externo que sirva de contraste. El precio de emisión de las cuotas se compone de valor nominal más prima de emisión; esta última se distribuye entre las reservas generales de la Caja (recursos de la Caja) y el Fondo de Reserva de los cotapartícipes (recursos de los inversores). Como consecuencia de la emisión de cuotas se crearán los siguientes tres fondos o partidas contables que integrarán el patrimonio de la Caja:

- El Fondo de Participación, igual a la suma del valor nominal de las cuotas, que sólo podrá ser distribuido entre los cotapartícipes en caso de amortización de las cuotas o de liquidación de la Caja.
- El Fondo de Reserva de los cotapartícipes, dotado: a) por un porcentaje de la prima de emisión de las cuotas y b) posteriormente por la parte del excedente de libre disposición de los cotapartícipes que no sea satisfecha en efectivo a los mismos ni destinada al Fondo de Estabilización. Su distribución requiere la autorización del Banco de España.
- El Fondo de Estabilización, que podrá ser constituido voluntariamente por la Caja y se dotará con una parte del excedente de libre disposición de los cotapartícipes y cuyos recursos pueden ser distribuidos entre los inversores para evitar las fluctuaciones excesivas en la retribución de las cuotas.

Las cuotas confieren a sus titulares los siguientes derechos económicos:

- Obtener una remuneración variable y no acumulativa participando en el reparto del excedente de libre disposición (resultado neto del ejercicio) de la Caja en proporción a su participación en el patrimonio. Anualmente la asamblea general de la Caja acordará el reparto del resultado o excedente de libre disposición, con la limitación del cumplimiento del coeficiente de solvencia, según determinadas reglas.
- Derecho de suscripción preferente en nuevas emisiones de cuotas, salvo que sea suprimido por la asamblea general de la Caja.
- Obtener el valor liquidativo en caso de liquidación de la Caja.
- En caso de fusión de la Caja emisora, derecho a ceder las cuotas a la Caja y obtener el valor de mercado.

La participación de los cotapartícipes en cada momento, tanto en las pérdidas como en los beneficios de la Caja, se calcula siempre como proporción del volumen de cuo-

tas en circulación sobre el patrimonio contable de la caja más el volumen de cuotas en circulación. La fórmula que se aplicará para el reparto en cada momento del resultado entre los cuotapartícipes y el resto (las reservas generales de la Caja y la obra benéfico-social) tomará como base la participación de la suma de los fondos de los cuotapartícipes en el patrimonio contable de la Caja. De este modo, si los cuotapartícipes reciben proporcionalmente más retribución efectiva de la que se distribuya a la obra benéfico-social, los cuotapartícipes irán perdiendo peso en el reparto del resultado. Dado que el ajuste de proporciones se hace en función del patrimonio contable de la Caja y no sobre su valor de mercado, esta pérdida de peso podría implicar también la dilución progresiva respecto de la parte atribuida inicialmente a los cuotapartícipes de las plusvalías latentes de la Caja no realizadas. En concreto, los cuotapartícipes perderían progresivamente la propiedad de la porción inicialmente asignada a los mismos de la parte del valor real de la entidad no reflejado en los libros.

Por ello, las cuotas participativas revisten una complejidad mayor que las acciones de sociedades anónimas, al estar su rentabilidad afectada por diversas actuaciones discrecionales que la Caja pueda adoptar. Así, los precios de mercado de las cuotas deberían recoger no sólo las expectativas de beneficios futuros de la entidad, sino también la política de distribución de beneficios en efectivo a los cuotapartícipes y a la obra benéfico-social que decida, discrecionalmente, la asamblea general de la Caja y de cualquier actuación de la misma que afecte al volumen de plusvalías que no se reflejen en la cuenta de resultados de la entidad. Por ello, la CNMV requirió a la CAM para que extremara el rigor en la comercialización del producto entre inversores minoristas y, en concreto, realizara un test de conveniencia a la clientela potencialmente interesada.

No obstante, de conformidad con lo previsto en el artículo 9.1 segundo párrafo del Real Decreto de Cuotas, la Caja emisora podrá adoptar medidas destinadas a atenuar el efecto de las diferencias en los porcentajes de retribución efectiva a los cuotapartícipes y de dotación a la obra benéfico-social sobre el porcentaje de participación de los cuotapartícipes. La aplicación de este ajuste, que no se ha previsto en el caso de la emisión de la CAM, puede contribuir a la reducción de la complejidad de las cuotas, haciéndolas más similares a las acciones convencionales, por lo que puede resultar atractiva en futuras emisiones de este tipo de instrumentos.

### 3.2 Los mercados de renta fija

Tras el descenso del primer trimestre del año, los tipos de interés a corto plazo de los mercados domésticos retomaron una senda alcista que se intensificó en los primeros días de junio, igual que en otras economías europeas, como consecuencia del cambio en las expectativas de la política monetaria del BCE. Posteriormente, el comportamiento de los tipos de interés de la renta fija pública y privada ha sido relativamente estable. Los incrementos de tipos se produjeron en todos los plazos aunque de forma más intensa en el plazo a 12 meses y en los de renta fija privada. Los tipos de interés de los pagarés de empresa superaron ampliamente el 5%.

A medio y largo plazo, los tipos de la renta fija pública y privada crecieron de forma sustancial en el segundo trimestre de 2008. El aumento fue cercano a un punto porcentual (dependiendo del plazo, véase cuadro 11) en el caso de la renta fija pública y

*Tras el notable ascenso de los tipos de interés de la renta fija pública y privada en junio como consecuencia del cambio en el tono de la política monetaria del BCE, se ha producido una estabilización de los mismos.*

En los plazos largos, los tipos de interés han descendido recientemente después de la notables subidas del segundo trimestre. Destaca la considerable ampliación del diferencial de tipos entre la renta fija pública y privada...

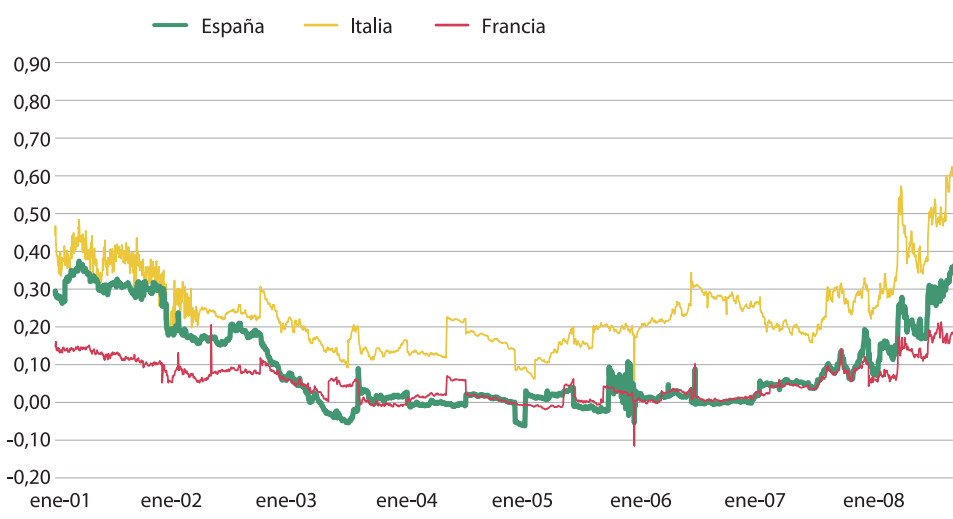
... y también entre la deuda pública española y alemana.

cercano a un punto y medio en el caso de la renta fija privada, lo que dio lugar a un sustancial aumento del diferencial entre ambas. El comportamiento de los mercados cambió en julio cuando los tipos de interés se estabilizaron, retomando una tendencia descendente. Los diferenciales cedieron ligeramente en este periodo más reciente pero continúan siendo elevados respecto a los observados en los últimos años.

En el ámbito de los tipos de interés a largo plazo cabe señalar igualmente la ampliación del diferencial de rentabilidades del bono español a diez años frente al bono alemán de idéntico plazo. Este diferencial, que osciló en torno a cero durante 2004, 2005 y 2006, mantiene una senda ascendente desde los meses centrales de 2007, superando los 50 puntos porcentuales a mediados de septiembre (véase gráfico 9). Este comportamiento, que se ha observado con diferentes intensidades en otras economías de la zona euro, refleja la variación de la percepción sobre el riesgo país que se atribuye a dichas economías.

### Diferencial de rentabilidad respecto al bono alemán a 10 años

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta 19 de septiembre.

### Rentabilidad de la deuda pública y la renta fija privada a medio y largo plazo<sup>1</sup>

CUADRO 11

%	dic-05	dic-06	dic-07	sep-07	dic-07	mar-08	jun-08	sep-08
<b>Renta fija privada<sup>2</sup></b>								
3 años	3,15	4,04	4,59	4,35	4,59	4,21	5,79	5,35
5 años	3,48	4,14	4,65	4,42	4,65	4,41	5,97	5,42
10 años	3,89	4,26	4,94	4,68	4,94	4,82	5,94	5,60
<b>Deuda pública</b>								
3 años	2,91	3,74	4,07	4,09	4,07	3,50	4,69	4,18
5 años	3,06	3,77	4,14	4,20	4,14	3,62	4,67	4,21
10 años	3,36	3,81	4,27	4,37	4,27	3,87	4,80	4,51
<b>Diferencial<sup>3</sup></b>								
3 años	25	30	52	26	52	71	110	117
5 años	42	37	51	22	51	79	130	121
10 años	54	45	67	31	67	94	114	109

Fuente: Thomson Datastream y AIAF.

1 Promedio de datos diarios. El dato de septiembre va desde el 1 al 19.

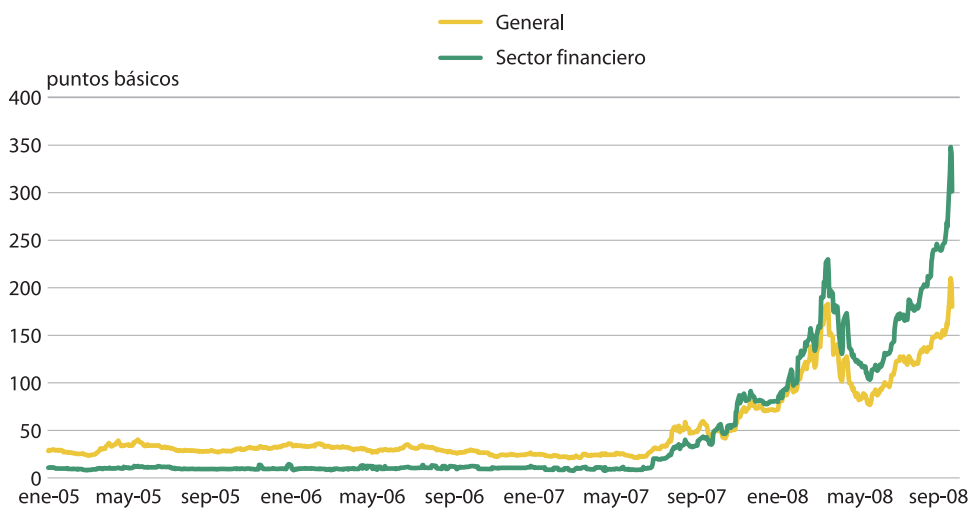
2 Bonos y obligaciones en operaciones a vencimiento negociados en el mercado AIAF.

3 En puntos básicos.

La percepción de riesgo de crédito de emisores españoles mejoró notablemente en abril y buena parte del mes de mayo, dando lugar a un descenso en las primas por riesgo de crédito del orden de 100 p.b. en promedio (con información procedente de los CDS a cinco años). A partir de ese momento, el deterioro de las condiciones económicas y el aumento de la morosidad propició un renovado ascenso en las primas de riesgo que, en promedio para el conjunto de emisores españoles, quedó en torno a 180 p.b. a mediados de septiembre, lo que supone un nuevo máximo (véase gráfico 10).

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

GRÁFICO 10



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta 19 de septiembre.

1 Media simple.

El endurecimiento de las condiciones de financiación de las entidades también se observa en el número y el importe efectivo de las emisiones de renta fija registradas en la CNMV (véase cuadro 12). El volumen emitido hasta la fecha es inferior al del ejercicio 2007 y sigue concentrándose en los pagarés de empresa (69% en lo que va de año<sup>21</sup>) y en los bonos de titulización (24%), aunque se aprecia una cierta recuperación en las emisiones de algunos segmentos pertenecientes a cédulas hipotecarias y a bonos y obligaciones<sup>22</sup>. Los bonos de titulización siguen siendo adquiridos mayoritariamente por las entidades originadoras con el objetivo de dotarse de activos que puedan utilizar como garantía para obtener financiación del Eurosistema.

*... y también en la escasez de emisiones de renta fija, si bien se aprecia cierta recuperación en algunos segmentos concretos.*

21 Hasta 31 de agosto.

22 De hecho, una parte importante de las emisiones de renta fija a largo plazo de estas entidades fue realizada en el exterior. Entre el 1 de enero y el 31 de julio de 2008 el importe nominal de las emisiones de emisores españoles en el exterior a largo plazo (bonos, obligaciones y bonos de titulización) superó los 29.000 millones de euros. El importe de las emisiones exteriores a corto plazo fue incluso superior (más de 33.000 millones de euros).

## Emisiones brutas de renta fija registradas<sup>1</sup> en la CNMV

CUADRO 12

	2005	2006	2007	2008		
				I-08	II-08	III-08 <sup>3</sup>
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>	<b>263</b>	<b>335</b>	<b>334</b>	<b>74</b>	<b>94</b>	<b>56</b>
Cédulas hipotecarias	21	37	32	11	20	6
Cedulas territoriales	3	6	8	7	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	93	115	79	7	22	18
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	4	1	0	0	0	0
Bonos de titulización	54	82	101	18	30	20
Programas de pagarés	80	83	106	27	21	10
De titulización	3	3	3	0	1	0
Resto de pagarés	77	80	103	27	20	10
Otras emisiones de renta fija	1	0	3	0	0	0
Participaciones preferentes	7	11	5	4	1	2
<b>IMPORTE NOMINAL (mill. de euros)</b>	<b>414.254</b>	<b>523.131</b>	<b>648.757</b>	<b>117.527</b>	<b>134.468</b>	<b>67.779</b>
Cédulas hipotecarias	35.560	44.250	24.696	1.250	10.120	1.610
Cedulas territoriales	1.775	5.150	5.060	1.020	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	41.907	46.688	27.416	604	3.744	4.215
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	163	68	0	0	0	0
Bonos de titulización	69.044	91.608	141.627	28.657	34.386	14.336
Tramo nacional	63.908	85.100	141.627	28.657	34.386	14.336
Tramo internacional	5.136	6.508	0	0	0	0
Pagarés de empresa <sup>2</sup>	264.360	334.457	442.433	85.900	86.118	47.567
De titulización	2.768	1.993	465	133	48	48
Resto de pagarés	261.592	332.464	441.969	85.767	86.070	47.519
Otras emisiones de renta fija	89	0	7.300	0	0	0
Participaciones preferentes	1.356	911	225	96	100	50
<b>Pro memoria:</b>						
Emisiones subordinadas	11.079	27.361	47.158	2.313	1.945	943
Emisiones aseguradas	94.368	92.213	121.608	6.534	7.573	1.115

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

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

3 Datos disponibles: 31 de agosto de 2008

## 4 Los agentes de los mercados

### 4.1 Vehículos de inversión

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

*La industria de fondos de inversión se resiente como consecuencia de las turbulencias en los mercados y la competencia de las entidades de crédito. Disminuye el patrimonio,...*

El aumento de la incertidumbre de los inversores como consecuencia del deterioro de la economía nacional y de las turbulencias bursátiles y la fuerte competencia de las entidades financieras para captar depósitos (véase gráfico 4) están teniendo consecuencias importantes en la industria de fondos de inversión, que desde 2007 viene mostrando pérdidas notables en términos de patrimonio y de participes. Así, en los dos primeros trimestres de 2008, el patrimonio de los fondos de inversión

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

descendió un 16% hasta los 214 mil millones de euros por el fuerte volumen de reembolsos<sup>24</sup>, que se concentró fundamentalmente en la categoría de fondos globales, renta fija, renta variable internacional y garantizados de renta variable (véase cuadro 6). Como en otros trimestres, las únicas categorías que registraron entradas de fondos (en términos netos) fueron los garantizados de renta fija y, en mucha menor cuantía, los fondos de inversión libre (tanto en la versión pura como en los fondos de fondos).

El número de partícipes también registró un descenso notable en el primer semestre del año, momento en que la cifra total quedó ligeramente por encima de los 7 millones, lo que supone una caída superior al millón de partícipes respecto a las cifras de finales de 2007. Los mayores descensos fueron protagonizados por las categorías de fondos de renta fija, que perdieron cerca de 265.000, los fondos globales, los garantizados de renta variable y los de renta fija mixta, con pérdidas de entre 134.000 y 151.000 partícipes.

Las rentabilidades que están ofreciendo los fondos de inversión se están viendo notablemente afectadas por las fuertes caídas de las cotizaciones bursátiles, que han dado lugar a resultados negativos en el primer y segundo trimestre de 2008 (-2,0% y -0,6% respectivamente para el conjunto de fondos de inversión) en casi todas las categorías de fondos, con excepción de las que no realizan inversión alguna en renta variable o esta representa una parte reducida de la cartera. Las rentabilidades más negativas se produjeron, por tanto, en las categorías de renta variable pura (nacional e internacional).

No obstante, la quiebra de Lehman Brothers ha afectado de manera modesta a las IIC españolas. Como publicó la CNMV en nota de prensa del 17 de septiembre de 2008, el grado de exposición directa de las IIC al riesgo de contraparte de Lehman, tanto a través de inversiones de contado como de derivados, representaba el 0,13% del patrimonio global de las IIC (300,2 millones de euros) a 31 de julio. De ellos, 242,7 millones correspondían a inversiones de fondos de inversión (en 129 FI) y 57,5 millones a SICAV (en 330). La mitad de los fondos de inversión afectados eran garantizados o de renta fija a corto plazo. En este marco sigue siendo prioritario facilitar una información adecuada a los partícipes y garantizar máxima transparencia.

*...el número de partícipes,*

*..y la rentabilidad de casi todas las categorías de fondos.*

#### **Recuadro 5: Los fondos monetarios: características y evolución reciente**

Los fondos monetarios constituyen la categoría más conservadora de fondos de inversión. Los partícipes aspiran con esta inversión a minimizar el riesgo de pérdidas. Aunque la gran mayoría de los fondos monetarios en España sigue mostrando rentabilidades positivas, la crisis *subprime* ha puesto de manifiesto que algunos fondos han manifestado pérdidas como consecuencia de su inversión en activos cuyo valor se ha deteriorado de manera significativa. También se ha observado en este periodo un incremento en el número de fondos cuya volatilidad mensual ha

<sup>24</sup> Superior a 33.600 millones de euros en el primer semestre del año.

superado el 0,1%, que es el límite máximo que la normativa<sup>1</sup> establece para considerar que un fondo tiene baja volatilidad.

Los fondos monetarios están regulados en la Circular 1/2007 de la CNMV sobre requerimientos de información estadística a las IIC de la UE que modificó la Circular 2/1998 de la CNMV. Se definen como aquellas IIC cuya cartera tiene una duración media inferior a 1 año y cumple las siguientes condiciones:

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

Esta definición no impide, en principio, que los fondos monetarios inviertan un porcentaje significativo de su cartera en activos sometidos a riesgo de crédito y vencimiento prolongado. Ello implicaría que la volatilidad de su valor exceda a la deseada por el inversor final en este tipo de IIC. Por ello, la CNMV está considerando reformular la Circular 1/2007 con el fin de limitar algo más el riesgo máximo asumible por las IIC que decidan definirse como Fondo Monetario. En concreto, la nueva definición incorporará límites más estrictos al porcentaje de la cartera invertido en activos que no sean de elevada calidad crediticia y tengan vencimientos superiores a los instrumentos tradicionales de los mercados monetarios.

La limitación del riesgo de crédito de los activos en los que pueden invertir los fondos monetarios podría llevar a algunos fondos a modificar su vocación de monetario a renta fija para tener una mayor libertad en la inversión, en cuyo caso el número de fondos monetarios se vería reducido.

1. Circular 3/98 de la CNMV.

*El aumento de la incertidumbre de los agentes remarca el perfil de bajo riesgo de las IIC de carácter financiero...*

El aumento de la incertidumbre de los agentes ha acentuado el perfil de bajo riesgo que tradicionalmente ha caracterizado a las IIC españolas de carácter financiero. La importancia relativa en el patrimonio de los fondos más conservadores (renta fija y garantizados) ha aumentado progresivamente en el último año desde el 66% del patrimonio de los fondos hasta más del 71% en junio de 2008. El incremento de la presencia de fondos de menor riesgo se ha plasmado en la distribución de las inversiones, con un descenso sustancial de los instrumentos financieros de renta variable, que han pasado de representar el 30% del patrimonio de los fondos en junio de 2007 al 19% en junio de 2008, y un aumento de la importancia de las inversiones en instrumentos de renta fija (desde el 63% hasta el 71% del patrimonio de los fondos en el mismo periodo). También cabe señalar el aumento de la importancia de la cartera interior de los fondos de inversión como conse-

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

CUADRO 13

Número	2006	2007	2007		2008	
			III	IV	I	II
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>2.822</b>	<b>2.926</b>	<b>2.920</b>	<b>2.926</b>	<b>2.942</b>	<b>2.950</b>
Renta fija <sup>2</sup>	606	600	604	600	609	614
Renta fija mixta <sup>3</sup>	212	204	203	204	203	197
Renta variable mixta <sup>4</sup>	222	207	216	207	206	205
Renta variable nacional	118	123	121	123	123	122
Renta variable internacional <sup>5</sup>	467	481	485	481	477	482
Garantizado renta fija	220	251	241	251	256	251
Garantizado renta variable	559	590	589	590	592	601
Fondos globales	418					
	470	461	470	476	478	
<b>Patrimonio (millones de euros)</b>						
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>270.406,3</b>	<b>255.040,9</b>	<b>269.907,0</b>	<b>255.040,9</b>	<b>234.043,9</b>	<b>214.251,8</b>
Renta fija <sup>2</sup>	116.511,9	113.234,1	118.489,4	113.234,1	116.544,0	107.349,4
Renta fija mixta <sup>3</sup>	15.314,5	13.011,9	14.142,3	13.011,9	10.551,0	8.488,5
Renta variable mixta <sup>4</sup>	10.149,2	8.848,0	9.753,4	8.848,0	6.811,6	5.990,9
Renta variable nacional	10.416,4	7.839,4	8.353,3	7.839,4	5.369,9	4.584,1
Renta variable internacional <sup>5</sup>	24.799,6	22.698,4	26.453,8	22.698,4	14.962,8	13.433,5
Garantizado renta fija	14.484,8	17.674,4	16.291,2	17.674,4	19.253,8	19.841,0
Garantizado renta variable	44.796,6	42.042,1	43.365,6	42.042,1	38.521,4	36.633,2
Fondos globales	33.933,3	29.692,6	33.058,2	29.692,6	22.029,4	18.931,4
<b>Partícipes</b>						
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>8.637.781</b>	<b>8.053.049</b>	<b>8.467.203</b>	<b>8.053.049</b>	<b>7.420.379</b>	<b>7.023.292</b>
Renta fija <sup>2</sup>	2.960.879	2.763.442	2.869.191	2.763.442	2.620.712	2.498.451
Renta fija mixta <sup>3</sup>	524.827	493.786	511.811	493.786	434.935	359.904
Renta variable mixta <sup>4</sup>	357.013	331.214	359.667	331.214	289.184	263.926
Renta variable nacional	317.386	288.210	343.208	288.210	219.842	204.259
Renta variable internacional <sup>5</sup>	1.258.426	1.089.868	1.184.871	1.089.868	942.733	907.345
Garantizado renta fija	497.540	549.108	540.637	549.108	552.116	542.500
Garantizado renta variable	1.783.867	1.715.144	1.754.596	1.715.144	1.639.760	1.575.766
Fondos globales	937.843	822.277	903.222	822.277	721.097	671.141
<b>Rentabilidad<sup>6</sup>(%)</b>						
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>5,59</b>	<b>2,73</b>	<b>-0,15</b>	<b>0,10</b>	<b>-1,96</b>	<b>-0,56</b>
Renta fija <sup>2</sup>	1,95	2,71	0,63	0,68	0,54	0,57
Renta fija mixta <sup>3</sup>	4,18	1,93	-0,16	0,18	-2,32	-1,29
Renta variable mixta <sup>4</sup>	10,34	2,69	-1,17	-0,40	-7,56	-2,91
Renta variable nacional	33,25	8,02	-2,42	2,53	-12,01	-7,66
Renta variable internacional <sup>5</sup>	14,98	2,13	-2,80	-3,28	-15,06	-2,73
Garantizado renta fija	0,83	2,78	1,03	0,84	1,02	-0,01
Garantizado renta variable	4,66	2,44	0,13	0,12	-2,56	-1,94
Fondos globales	4,01	1,47	-0,70	-0,38	-2,56	-0,29

1 Fondos que han remitido estados reservados (no incluye por tanto fondos en proceso de disolución o liquidación). Los datos referentes a suscripciones y reembolsos están disponibles en el cuadro 5.

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

6 Rentabilidad anual para 2006 y 2007 y rentabilidad trimestral no anualizada para los trimestres de 2007 y 2008.

cuencia, fundamentalmente, de las inversiones en renta fija privada a corto plazo, que representan más del 16% del patrimonio de los fondos (frente al 11% de hace un año).



*...en el que la inversión en activos de liquidez reducida sigue siendo, en general, limitada.*

Como ya se explicó en el primer informe sobre “Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas” de hace seis meses, las IIC españolas han tenido una exposición directa a los productos relacionados con las hipotecas *subprime* prácticamente residual. Sin embargo, la desaparición de la liquidez en algunos mercados financieros desencadenada a raíz de la crisis ha añadido complejidad a las políticas de gestión de las carteras y a la valoración de los instrumentos negociados en mercados poco activos. La exposición de las IIC financieras a productos de reducida liquidez se mantiene en la mayor parte de los casos limitada. El porcentaje del patrimonio de los fondos de inversión invertidos en instrumentos que carecen de referencias en el difusor de precios elegido se situaba en junio de 2008 en el 8,4%, algo por encima del 6,3% observado en diciembre de 2007 (véase cuadro 14). Este aumento relativo de la exposición a productos menos líquidos tiene origen en el fuerte aumento de los reembolsos sufridos por las IIC en este periodo de tiempo, que se habrían producido gracias a la venta de los instrumentos más líquidos (y por tanto, aumentando la importancia relativa de los menos líquidos).

### Tenencias de instrumentos de renta fija privada (jun-08)

CUADRO 14

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

Tipo de activo	Volumen (millones de euros)			% Renta Fija Privada		
	Interior	Exterior	Total	Interior	Exterior	Total
Pagarés de empresa	35.776,0	-	35.776,0	38,9%	-	38,9%
Cédulas hipotecarias	3.236,4	-	3.236,4	3,5%	-	3,5%
Estructurados	4.229,6	3.321,1	7.550,7	4,6%	3,6%	8,2%
Titulización	9.847,5	6.813,4	16.660,9	10,7%	7,4%	18,1%
Otra renta fija privada	3.449,4	25.257,7	28.707,1	3,8%	27,5%	31,2%
TOTAL	56.538,9	35.392,2	91.931,1	61,5%	38,5%	100,0%

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

Tipo de activo (% cartera)	Con precios Bloomberg	Sin precios Bloomberg
Cédulas hipotecarias	1,5%	-
Estructurados	1,7%	1,8%
Titulización	5,1%	2,8%
Otra renta fija privada	9,8%	3,8%
TOTAL	18,1%	8,4%

Fuente: CNMV.

*Se mantiene la importancia de utilizar criterios apropiados de valoración de instrumentos financieros.*

Finalmente, en la medida en que se mantienen los problemas de liquidez en algunos mercados financieros y la tendencia al aumento en los reembolsos, es importante que las entidades gestoras continúen evaluando convenientemente y con la periodicidad adecuada la profundidad de los mercados financieros donde operan y, además, que mantengan unos criterios apropiados de valoración de los instrumentos financieros con liquidez reducida.

### IIC inmobiliarias

*Las IIC inmobiliarias también pierden patrimonio...*

El comportamiento de las IIC inmobiliarias en el primer semestre de 2008 fue similar al observado para el resto de IIC. El patrimonio alcanzó los 8.753 millones de euros, un 8% inferior al máximo alcanzado en agosto de 2007. Los continuos descensos del patrimonio de los fondos de inversión se han producido como consecuencia del fuerte aumento de los reembolsos en el último año. La rentabilidad de

estos fondos sigue siendo positiva (0,9%) aunque ligeramente inferior a la de los últimos trimestres.

El ajuste que se está produciendo en el sector inmobiliario español se está reflejando gradualmente en los resultados de este segmento de fondos. La incertidumbre sobre la intensidad del ajuste y su duración sigue siendo el principal riesgo para este tipo de fondos. La utilización de metodologías adecuadas de valoración de los activos inmobiliarios en este contexto ha cobrado especial relevancia.

*...y su evolución permanece condicionada a la intensidad y duración del ajuste del sector inmobiliario.*

### Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 15

	2004	2005	2006	2007	2007		2008	
					III	IV	I	II
<b>FONDOS</b>								
Número	7	7	9	9	10	9	9	9
Participes	86.369	118.857	150.304	145.510	151.916	145.510	144.197	141.037
Patrimonio (millones de euros)	4.377,9	6.476,9	8.595,9	8.608,5	8.905	8.608,5	8.563,8	8.394,0
Rentabilidad (%)	6,65	5,35	6,12	5,30	1,53	1,26	1,16	0,89
<b>SOCIEDADES</b>								
Número	2	6	8	9	9	9	8	8
Participes	121	256	749	843	661	843	839	839
Patrimonio (millones de euros)	56,4	213,9	456,1	512,9	504,3	512,9	349,0	359,2

Fuente: CNMV.

### IIC de inversión libre

La industria de IIC de inversión libre (en su versión pura o en fondos de fondos), que es el segmento más joven en el ámbito de la inversión colectiva, continúa en periodo de expansión a pesar de las turbulencias en los mercados financieros. De hecho, junto con los fondos de renta fija, fueron la única modalidad de fondos de inversión que recibieron entradas netas de fondos en el primer semestre del año. El número de IIC de inversión libre fue de 29 a mitad de año, ocho más que a finales de 2007. También fue notable el incremento en el número de participes de estas entidades que prácticamente se dobló en este periodo de tiempo (véase cuadro 16), hasta superar los 8.500. El patrimonio se incrementó desde 1.000 millones de euros en diciembre de 2007 hasta 1.390 millones de euros en junio de 2008. Las IIC de IL también mostraron crecimientos, aunque más modestos, en sus cifras principales. El número de IIC de IL quedó en 23 en junio de 2008 (frente a 21 a finales de 2007), el número de participes se incrementó desde 1.335 hasta 1.429 y el patrimonio desde 446 hasta 604 millones de euros.

*El segmento de IIC de inversión libre sigue en periodo de expansión...*

La implantación de las IIC de inversión libre en España ha coincidido en el tiempo con un periodo de turbulencias en los mercados financieros que ha perjudicado el desarrollo normal de la actividad de estas instituciones, fundamentalmente a través de dos vías: la falta de liquidez en algunos mercados financieros y el aumento de la dificultad para obtener financiación, casi indispensable para desarrollar algunas estrategias. Estos factores siguen configurando el conjunto de riesgos más relevante para el desarrollo de este sector.

*... a pesar de que sus implantación ha coincidido con un periodo de turbulencias que dificulta algunas estrategias.*

## Principales magnitudes de las IIC de inversión libre

CUADRO 16

	2006		2007			2008	
	IV	I	II	III	IV	I	II
<b>IIC de IIC de inversión libre</b>							
Número	2	2	22	30	31	38	39
Participes	2	26	1.456	3.142	3.950	5.488	8.582
Patrimonio (millones de euros)	0,6	9,5	600,2	829,2	1.000,6	1.129,6	1.389,6
Rentabilidad <sup>1</sup> (%)	ns	-0,55	1,08	-2,14	1,22	-2,31	2,20
<b>IIC de inversión libre</b>							
Número	5	6	9	17	21	25	23
Participes	21	108	183	251	1.127	1.335	1.429
Patrimonio (millones de euros)	24,4	119,9	152	210,2	445,8	546,3	603,9
Rentabilidad <sup>1</sup> (%)	ns	1,26	3,18	-2,2	-1,31	-1,95	1,48

1. Rentabilidad trimestral no anualizada.

ns: Dato no significativo.

*Las empresas de servicios de inversión (ESI) que ejercen, junto con las entidades de crédito, diversas funciones relacionadas con los mercados financieros...*

*...han mostrado una reducción considerable en los beneficios agregados como consecuencia del descenso de la contratación en los mercados y de la atonía de la industria de IIC.*

*Descienden tanto los ingresos derivados de las actividades ordinarias como los de las extraordinarias al tiempo que aumentan las dotaciones...*

## 4.2 Empresas de servicios de inversión

Las empresas de servicios de inversión (ESI) ejercen diversas funciones relacionadas con los mercados de valores que incluyen la tramitación de órdenes en los mercados financieros, la colocación de emisiones, el depósito de valores, la gestión de carteras, la suscripción y reembolso de IIC y el asesoramiento en materia de inversión.

El descenso de la contratación en los mercados financieros, la escasez de emisiones en los mercados primarios y la atonía de la industria de IIC se han traducido en un notable descenso de los ingresos percibidos por las sociedades y agencias de valores en el primer semestre de 2008 respecto al mismo periodo de 2007.

**En el caso de las sociedades de valores**, los beneficios agregados antes de impuestos fueron de 174,8 millones de euros en los seis primeros meses de 2008<sup>25</sup>, significativamente por debajo de los 458,2 millones de 2007 (véase cuadro 17). La causa de tal comportamiento se encuentra en la moderación de los ingresos, tanto de las actividades ordinarias (ingresos vía comisiones) como de las extraordinarias, unido a un incremento de las dotaciones.

Así, de los tres componentes que integran el margen ordinario (margen financiero, beneficios netos en valores y comisiones netas), solamente el margen financiero obtenido por las sociedades de valores creció respecto al año anterior. La operativa en valores mostró pérdidas superiores a 11,5 millones de euros, mientras que las comisiones netas obtenidas derivadas de sus actividades recurrentes (la prestación de servicios de inversión) ascendieron a 307 millones de euros, un 30% menos que en 2007. Respecto a los diferentes tipos de comisiones percibidas, destaca el descenso de los ingresos por tramitación de órdenes (un 17%), en línea con el comportamiento de la contratación de los mercados de renta variable, y de las comisiones por suscripción y reembolso de IIC (un 39%), como consecuencia de la reducción de la demanda de participaciones en estos vehículos de inversión.

<sup>25</sup> Se prescinde de los datos de una sociedad de valores que contabiliza parte de su operativa por cuenta propia como "Otras pérdidas y ganancias", distorsionando gravemente agregados como "beneficios netos en valores", y por tanto, "margen ordinario" o "margen de explotación".

## Cuenta de pérdidas y ganancias agregada

CUADRO 17

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	15-07	15-08	% var.	15-07	15-08	% var.
I. MARGEN FINANCIERO	56.641	78.974	39,4	6.884	5.973	-13,2
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	83.815	-11.556	-113,8	1.120	-1.363	-221,7
III. COMISIONES NETAS	435.607	307.088	-29,5	121.236	81.830	-32,5
Comisiones percibidas (=1 a 9)	573.211	435.954	-23,9	159.500	93.180	-41,6
1. Tramitación y ejecución de órdenes	365.738	302.749	-17,2	66.060	33.645	-49,1
2. Colocación y aseguramiento de emisiones	31.775	25.057	-21,1	1.470	3.010	104,8
3. Depósito y anotación de valores	12.344	11.142	-9,7	1.005	165	-83,6
4. Gestión de carteras	14.570	9.623	-34,0	14.534	11.916	-18,0
5. Diseño y asesoramiento	38.310	10.264	-73,2	1.119	1.534	37,1
6. Búsqueda y colocación de paquetes	9	9	0,0	0	0	-
7. Operaciones de crédito al mercado	11	7	-36,4	1	0	-
8. Suscripción y reembolso en IIC	70.425	42.820	-39,2	37.345	15.609	-58,2
9. Otras	40.029	34.283	-14,4	37.966	27.301	-28,1
Comisiones satisfechas	137.604	128.866	-6,4	38.264	11.350	-70,3
IV. MARGEN ORDINARIO (=I+II+III)	576.063	374.506	-35,0	129.240	86.440	-33,1
10. Gastos de explotación	210.990	190.570	-9,7	75.796	72.225	-4,7
V. MARGEN DE EXPLOTACIÓN (=IV-10)	365.073	183.936	-49,6	53.444	14.215	-73,4
11. Amortizaciones y otras dotaciones	10.538	30.947	193,7	4.322	4.139	-4,2
12. Otras ganancias y pérdidas	103.723	21.778	-79,0	15.040	6.409	-57,4
VI. RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (=V-11+12)	458.258	174.767	-61,9	64.162	16.485	-74,3
VII. RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS	458.258	174.767	-61,9	64.162	16.485	-74,3

Fuente: CNMV.

En el caso de las agencias de valores, los beneficios agregados antes de impuestos obtenidos en los seis primeros meses de 2008 ascendieron a 16,5 millones de euros, lo que en términos porcentuales revela un descenso incluso mayor que en las sociedades de valores respecto a las cifras de 2007<sup>26</sup> (64,2 millones de euros).

Así, el margen ordinario agregado de estas entidades se situó en 86,4 millones de euros en el primer semestre de 2008 frente a 129,2 millones en 2007 como resultado de la moderación de las comisiones. El hecho de que las agencias de valores no puedan operar por cuenta propia hace que la contribución del resto de ingresos al margen ordinario sea reducida. En el marco de las comisiones percibidas, se observa una disminución de los ingresos por intermediación en los mercados (del 49% hasta los 33,6 millones) y por suscripción y reembolso de IIC (del 58% hasta los 15,6 millones de euros) similar al de las sociedades de valores, pero también descensos sustanciales en otras comisiones importantes, como son las obtenidas por la gestión de carteras.

La reducción de estos ingresos junto con los menores resultados extraordinarios explica, a pesar del ligero descenso de los gastos de explotación, la moderación de los beneficios de estas entidades.

Como consecuencia de esta evolución en las cuentas de resultados, los ratios de rentabilidad agregada sobre recursos propios (ROE) de estos intermediarios financie-

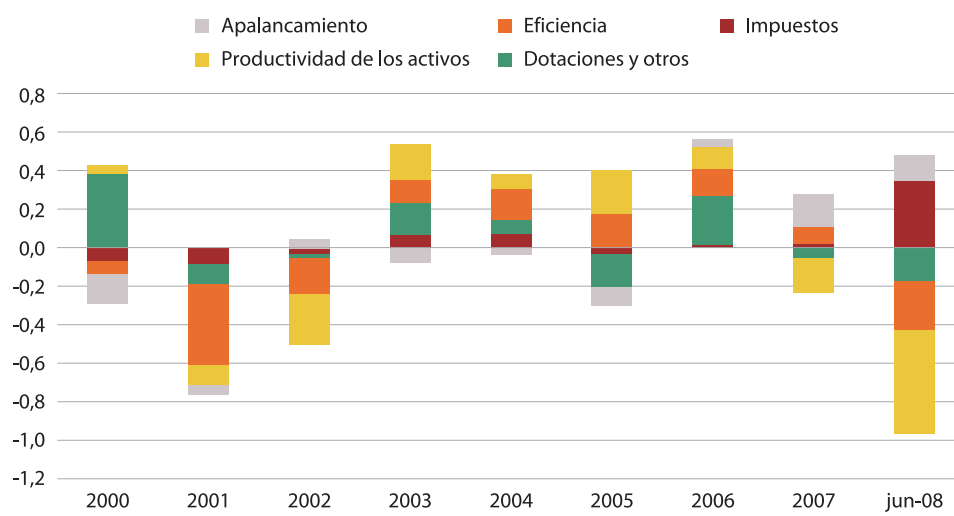
*... lo que ha dado lugar a un notable descenso de la rentabilidad de las sociedades y agencias de valores...*

26 En el caso de las agencias de valores, la comparación de la cuenta de resultados agregada de 2008 respecto a la de 2007 no es totalmente homogénea, como consecuencia del elevado número de bajas en el registro de la CNMV de este tipo de entidades producido a lo largo de 2008 (seis bajas, tres de ellas definitivas y otras tres transformaciones en sociedades de valores), si bien los descensos de los distintos márgenes se pueden atribuir fundamentalmente a los mismos condicionantes expuestos para las sociedades de valores.

ros mostraron un descenso respecto a las cifras de finales de 2007. El ROE agregado de las sociedades de valores y agencias de valores quedó en el 27,2% en junio de 2008 frente al 44% de diciembre de 2007<sup>27-28</sup>. El análisis de los componentes que explican la variación de la rentabilidad<sup>29</sup> de las sociedades y agencias de valores muestra que la moderación de la rentabilidad de estos intermediarios financieros se atribuye al descenso de la productividad de los activos, a una cierta pérdida de eficiencia de estas entidades y a la menor contribución de los resultados extraordinarios a los resultados (véase gráfico 11).

### Descomposición factorial de la variación interanual del ROE: sociedades y agencias de valores

GRÁFICO 11



Fuente: CNMV y elaboración propia.

*...y a un aumento del número de entidades en pérdidas que, no obstante, se mantiene reducido.*

El deterioro de la actividad de prestación de servicios de inversión ha elevado el número de intermediarios financieros en pérdidas (antes de impuestos), aunque este se mantiene reducido. El número de sociedades de valores en pérdidas creció desde 2 en diciembre de 2007 a 9 en junio de 2008, mientras que el número de agencias en pérdidas aumentó de 6 a 16 (ninguna miembro de bolsa<sup>30</sup>). Las pérdidas conjuntas de estas entidades representaban el 13,5% de los resultados agregados de todas las entidades. Sin embargo, cabe señalar que una única entidad en proceso de reestructuración concentra más de tres cuartas partes de las pérdidas, por lo que se puede concluir que, a pesar del aumento del número de intermediarios en pérdidas, en la mayor parte de los casos dichas pérdidas son reducidas.

27 El ROE de las sociedades de valores descendió desde el 44% hasta el 28% y el de las agencias de valores desde el 45% hasta el 21%.

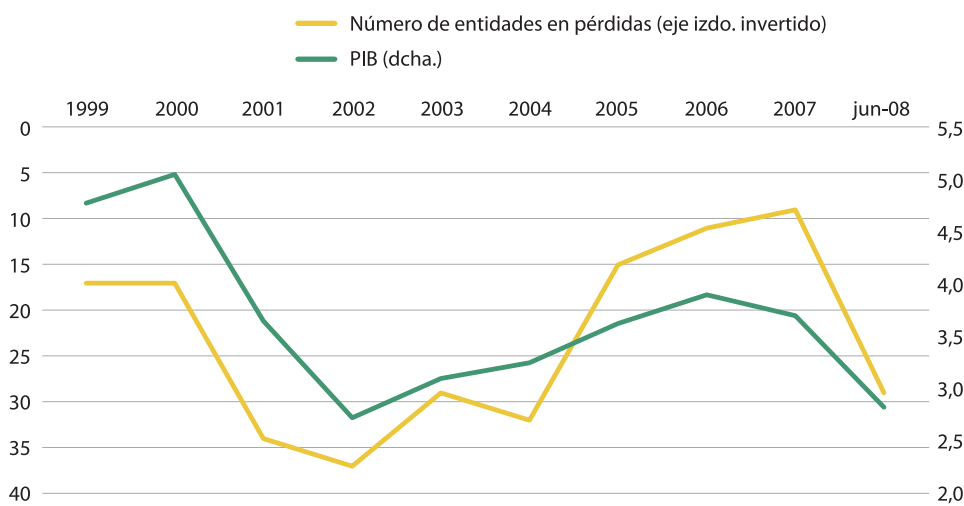
28 En el cálculo se han anualizado los resultados obtenidos.

29 Para mayor detalle sobre los componentes que explican la variación del ROE véase recuadro en el primer informe sobre los mercados de valores y sus agentes publicado en el Boletín Trimestral de la CNMV Trimestre I 2008.

30 A pesar de que no se contemplan de forma específica en este epígrafe, cabe mencionar también el aumento del número de sociedades gestoras de cartera en pérdidas (de 1 a 4, en un total de 11).

## Número de ESI en pérdidas y PIB

GRÁFICO 12



Fuente: CNMV y elaboración propia.

La posición de solvencia de los intermediarios financieros analizados en este epígrafe no se ha visto deteriorada, por el momento, por el empeoramiento de los resultados de estas entidades que, al contrario, han elevado significativamente sus reservas fortaleciendo aún más la posición ya holgada de que disponían en términos de recursos propios. Así, los recursos propios de las sociedades de valores eran casi seis veces superiores a los recursos propios exigidos (véase gráfico 13) en junio de 2008, y casi cuatro veces superiores en el caso de las agencias de valores. Únicamente dos entidades mostraban recursos propios computables inferiores a los exigibles (una sociedad de valores y una agencia de valores) e incluso disminuyó el número de entidades con un margen de solvencia más ajustado (inferior al 50%), desde 14 a 8.

*A pesar de los desfavorables resultados, la solvencia de estos intermediarios financieros se ha fortalecido gracias a la acumulación de reservas...*

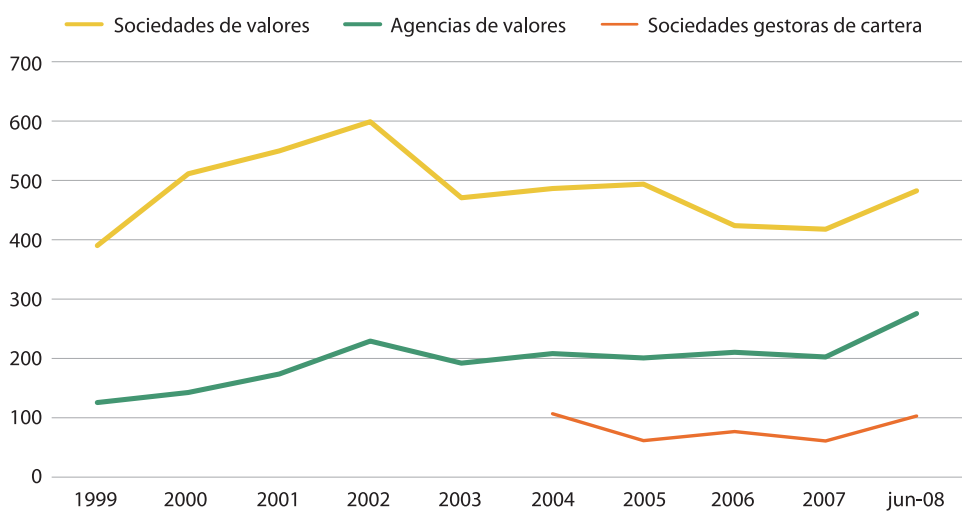
En lo que se refiere a las perspectivas de estas entidades, es previsible que en los próximos trimestres continúe el deterioro en sus cuentas de resultados, ya que no

*...lo que les proporciona una posición más holgada para afrontar este periodo de mayores dificultades en su negocio.*

## Margen de solvencia de las ESI

GRÁFICO 13

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



Fuente: CNMV y elaboración propia.

se atisba, por el momento, una recuperación sustancial ni en los volúmenes de contratación de los mercados ni en la industria de la inversión colectiva, toda vez que la actividad en los mercados primarios sigue siendo reducida. Como fortaleza, cabe señalar la buena salud del sector en términos de solvencia, lo que proporciona a los intermediarios financieros una posición más holgada a la hora de afrontar este periodo de mayores dificultades en su negocio. El entorno de competencia entre estas entidades continuará en aumento y no se descartan movimientos corporativos de diversos tipos que persigan una mejor posición para enfrentar los retos que se derivan de la adaptación a la nueva normativa en vigor (MiFID).

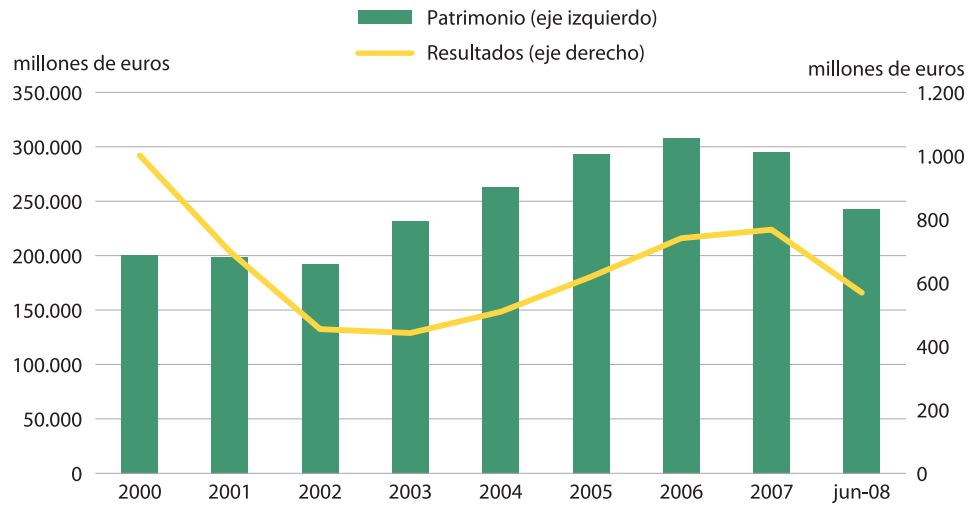
### 4.3 Sociedades gestoras de IIC

*El deterioro de la industria de inversión colectiva se ha traducido en un descenso significativo del patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC...*

Las dificultades existentes en la industria de la inversión colectiva recaen con mayor fuerza sobre estas entidades, ya que prácticamente basan su actividad en la gestión, la suscripción y el reembolso de IIC. Las cifras agregadas correspondientes al primer semestre de 2008 evidencian un notable descenso del patrimonio gestionado por estas instituciones, que quedó en 243 mil millones de euros, significativamente por debajo de los casi 296 mil millones de euros bajo gestión de finales de 2007. El volumen del patrimonio gestionado viene descendiendo desde finales de 2006 y actualmente se aproxima a las cifras de 2004.

**Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado y resultados antes de impuestos<sup>1</sup>**

GRÁFICO 14



Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> Resultados de 2008 anualizados.

*... con la consiguiente ralentización de sus ingresos y aumento del número de entidades en pérdidas.*

De forma paralela al descenso del patrimonio gestionado se ha producido una ralentización en los ingresos percibidos por la gestión de estas instituciones que dio lugar a una moderación notable de los beneficios agregados antes de impuestos. Estos quedaron cerca de los 572 millones de euros en junio de 2008<sup>31</sup>, frente a los 791 de finales de 2007. Junto con el descenso de los beneficios se aprecia, al mismo

<sup>31</sup> Resultados anualizados.

tiempo, un aumento sustancial en el número de entidades en pérdidas en el primer semestre del año (desde 19 en 2007 a 31, de un total de 119 SGIIC). Más de diez de ellas han mostrado resultados negativos de forma relativamente persistente a lo largo de los últimos años.

La rentabilidad agregada sobre fondos propios descendió desde el 61% en 2007 hasta el 35% en junio de 2008<sup>32</sup> lo que se explica tanto por la moderación de los beneficios como por el incremento de los fondos propios (28%).

Por el momento, las perspectivas que existen sobre el sector se ven erosionadas por la competencia creciente con las entidades de crédito a la hora de captar los recursos de los inversores y la persistencia de las turbulencias en los mercados.

*La rentabilidad agregada de estas instituciones se moderó sustancialmente en el primer semestre de 2008...*

*...y sus perspectivas no son demasiado optimistas.*

#### Sociedades gestoras de IIC: resultados antes de impuestos y ROE CUADRO 18

Importes en millones de euros	Resultados antes de impuestos	ROE antes de impuestos
2000	1.005,8	84
2001	701,7	63
2002	457,1	44
2003	445,3	44
2004	512,3	49
2005	622,8	53
2006	744,0	69
2007	790,6	61
jun-08 <sup>1</sup>	571,9	35

Fuente: CNMV.

1 Resultados antes de impuestos y ROE anualizado.

#### Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado, ingresos por gestión de IIC y corretaje medio CUADRO 19

Importes en millones de euros	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC <sup>1</sup>	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) <sup>2</sup>
2000	200.832	2.869	1,429	63,46
2001	199.427	2.465	1,236	65,78
2002	192.982	2.259	1,171	72,70
2003	232.915	2.304	0,989	73,78
2004	263.369	2.672	1,015	73,58
2005	294.372	2.976	1,011	72,17
2006	308.476	3.281	1,063	71,55
2007	295.907	3.206	1,084	70,22
jun-08	243.458	2.528	1,038	71,61

Fuente: CNMV.

1 Los datos de 2008 están anualizados.

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

## 4.4 Otros intermediarios: capital riesgo

Según el registro de entidades de capital riesgo (ECR) de la CNMV, desde el final de 2007 hasta el 11 de agosto de 2008 se registraron 40 nuevas entidades de capital

<sup>32</sup> Anualizado.



*El número de altas de ECR en el registro de la CNMV continúa siendo elevado.*

riesgo. De estas entidades, 19 fueron sociedades de capital riesgo, 16 fueron fondos y 5 fueron sociedades gestoras de ECR. El ritmo de crecimiento de las altas de los dos últimos años en este registro voluntario aún no ha decaído y se debe en gran medida a la promulgación de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las ECR y sus sociedades gestoras<sup>33</sup>.

### Altas y bajas en el registro de ECR en 2008

CUADRO 20

	Situación a 31/12/2007	Altas	Bajas	Situación a 11/08/2008
<b>Entidades</b>	<b>276</b>	<b>40</b>	<b>4</b>	<b>312</b>
Fondos de capital-riesgo	76	16	1	91
Sociedades de capital-riesgo	134	19	2	151
Sociedades gestoras de ECR	66	5	1	70

Fuente: CNMV.

*El patrimonio de los fondos de capital riesgo creció un 24% en 2007...*

Según las estadísticas anuales sobre las entidades inscritas en la CNMV, el patrimonio total de los Fondos de Capital Riesgo (FCR) ascendió en 2007 a un total de 2.716 millones de euros, casi un 24% por encima del nivel de 2006. La distribución de dicho patrimonio en función de la naturaleza de los partícipes no varió significativamente a lo largo del 2007, siendo las cajas de ahorro las instituciones que ostentan una mayor participación, con un 22% del patrimonio en 2007 y un 25% en 2006, seguidas de otras empresas financieras, excluidos los bancos, con aproximadamente el 18% en ambos años, y las AA.PP. y empresas no financieras, con un 12% y un 11% respectivamente. El patrimonio correspondiente a los FCR de nuevo registro en 2007 llegó a los 208 millones de euros, y su distribución siguió unos patrones diferentes a los de las entidades ya existentes. Las cajas de ahorro representaron tan sólo el 11,5%, mientras que otras empresas financieras alcanzaron el 35% y las IIC, antes con una presencia testimonial del 0,1% y el 2% en 2005 y 2006 respectivamente, supusieron el 18% del patrimonio total a finales de 2007<sup>34</sup>.

*...de forma análoga al aumento del capital social de las sociedades de capital riesgo (28%).*

El capital social de las Sociedades de Capital Riesgo (SCR) llegó a un total de 5.285 millones de euros en 2007, situándose un 28% por encima de los niveles de 2006. Aproximadamente la mitad de dicho capital estuvo suscrito por empresas no financieras (49% en 2007 y 46% en 2006). La presencia de bancos, aun siendo importante, descendió desde el 27% hasta el 19% a lo largo de 2007. La tercera mayor representación fue para otras empresas financieras, excluidas las cajas de ahorros, con un 10% y un 13% en 2006 y 2007 respectivamente. Las cajas de ahorros supusieron aproximadamente un 5% en ambos años. Las nuevas SCR creadas en 2007

<sup>33</sup> Esta Ley introdujo incentivos para que las sociedades y fondos que se dedican al capital riesgo se inscribieran en el registro de la CNMV. Hasta la introducción de la Ley 25/2005 había un número significativo de entidades que se dedicaban a actividades de capital riesgo que no estaban inscritas en el registro de entidades de capital riesgo. Esta Ley introdujo la posibilidad de crear ECR de régimen simplificado. Estas entidades son un vehículo de inversión más flexible y menos proteccionista para inversores cualificados. La Ley también permitió flexibilizar las reglas de inversión de las ECR. Actualmente las ECR pueden invertir en empresas que cotizan con el objetivo de excluirlas de cotización y en otras ECR. Esta última posibilidad de inversión ha permitido que se constituyan fondos de capital riesgo que invierten en otras ECR y que están dirigidas principalmente a un público minorista.

<sup>34</sup> Las IIC comenzaron a invertir en ECR a raíz de la promulgación del reglamento 1309/2005, que regula a las IIC y que amplía la gama de instrumentos en que pueden invertir incluyendo en los nuevos instrumentos a las ECR.

## Entidades de capital riesgo: patrimonio por tipo de inversor

CUADRO 21

Importes en euros	FCR		SCR	
	2006	2007	2006	2007
<b>Personas Físicas</b>				
Residentes	208.347.489	237.555.822	103.626.290	181.607.647
No Residentes	214.600	182.600	873.485	1.045.943
<b>Personas Jurídicas</b>				
Bancos	86.242.621	133.527.409	1.130.947.568	1.026.033.294
Cajas de Ahorro	556.817.092	603.358.750	212.226.190	307.171.769
Fondos de Pensiones	167.671.947	231.897.998	24.727.335	26.623.865
Compañías de Seguros	42.182.043	66.925.990	47.160.597	17.531.003
Sociedades y Agencias de Valores	-	34.530	5.665.232	3.224.672
IIC	1.866.469	58.859.119	41.507.138	40.439.372
Otras Empresas Financieras	385.658.361	503.927.684	426.815.331	684.285.762
Empresas no Financieras	250.210.163	275.802.833	1.919.404.896	2.571.148.263
Administraciones Públicas	276.565.233	332.433.991	94.596.270	134.476.084
Instituciones Académicas	-	-	1.860.291	1.217.083
Mercados de Valores	-	-	-	621.683
Otros	213.863.034	224.900.047	124.443.428	290.365.431
Plusvalías realizadas disponibles	-	16.916.725	-	-

Fuente: CNMV.

lo hicieron con un capital total de 1.186 millones de euros, participado en casi un 60% por bancos, un 14% por otras empresas financieras, un 13% por empresas no financieras y un 5% por cajas de ahorros. Es relevante, tanto en el caso de los FCR como en el de las SCR, la escasa participación de los fondos de pensiones en los patrimonios de las entidades de nueva creación de 2007, representando tan sólo un 0,25% frente al casi 4% de las entidades ya establecidas. Es de suponer que estas cifras se eleven a lo largo de 2008 a raíz de la aprobación del Real Decreto 1684/2007 de 14 de Diciembre, por el cual se modifica el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones, flexibilizando el régimen de las ECR como inversiones aptas para los fondos de pensiones.

Los activos totales de las ECR crecieron un 26% a lo largo de 2007, llegando hasta los 9.758 millones de euros, de los cuales el 71% correspondieron a SCR y el 29% a fondos FCR. Este aumento de los activos por parte de las ECR registradas se debió en su práctica totalidad a los activos de las ECR registradas durante 2007. Del activo total, las ECR mantenían invertidos a finales de 2007 en actividades de capital riesgo un volumen de 6.048 millones de euros, cifra muy superior a los 3.463 millones de 2006. Esto se debe a que a finales de 2006 las ECR mantenían un 18% de su activo total en valores cotizados, especialmente en repos y deuda del estado. Como ocurre con los activos totales, las SCR representan la mayor parte del capital invertido, un 76% frente al 24% de los FCR. Esta tendencia se acentúa en el caso de las entidades registradas a lo largo de 2007 con una razón del 94% frente al 6%. El ratio capital invertido / activo total se ha incrementado notablemente en el caso de las SCR, pasando de un 50% en 2006 a más de un 67% en 2007. En el caso de los FCR la variación no ha sido tan llamativa, aumentando del 43% al 50% a lo largo de 2007. El apalancamiento del sector descendió durante 2007. El ratio acreedores a largo plazo sobre el total del pasivo pasó del 5,26% en 2006 al 2,51% en 2007. No obstante, su evolución no ha sido la misma para las SCR que para los FCR, puesto que las primeras han pasado del 7,16% al 3,41%, mientras que los segundos han aumentado levemente su grado de apalancamiento desde el 0,17% al 0,35%. Para

*Los activos totales de las ECR alcanzaron los 9.758 millones de euros en 2007, de los que 6.048 millones estaban invertidos en actividades de capital riesgo.*

las nuevas entidades creadas en 2007 el apalancamiento es mas bajo, nulo para los FCR y de tan sólo un 0,80% para las SCR.

*Los datos de ASCRI para el primer semestre de 2008 indican una contención sustancial en el volumen de inversión en el sector...*

Los datos facilitados por la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI) (que incluyen a una muestra representativa de las ECR que operan en España) para el primer semestre de 2008 indican una destacable contención en el volumen de inversión del sector, siendo de 1.195 millones de euros frente a los 2.022 millones del primer semestre de 2007. El descenso del volumen de inversión podría estar relacionado con un menor acceso a la deuda bancaria, lo cual tendría como última consecuencia una mayor dificultad en realizar operaciones apalancadas y un descenso en el número de las mismas. De hecho, durante el primer semestre de 2008 tan sólo se llevaron a cabo 13 operaciones de apalancamiento, lo que representa un descenso notable respecto a las 22 realizadas durante el mismo período de 2007.

*... a pesar de que el número de operaciones ha aumentado.*

En el lado positivo destaca el número total de operaciones que se han efectuado en este plazo, ligeramente superior al del mismo período del año anterior. Frente a las 300 operaciones ejecutadas en el primer semestre de 2007, en el de 2008 se concluyeron 360, si bien fueron operaciones de menor tamaño. Sólo dos de ellas superaron los 100 millones de inversión (Gamesa Solar por First Reserve y Unión Radio por 3i), en contraste con las 5 operaciones de gran tamaño realizadas en 2007.

*Las dificultades de acceso al crédito bancario están condicionando el desarrollo de las operaciones apalancadas (LBO)...*

Las dificultades de acceso al crédito bancario favorecieron la búsqueda de capital. Las ECR captaron 1.700 millones de euros, frente a los 1.311 millones de euros registrados en el mismo periodo de 2007 y los 1.559 millones del primer semestre de 2006.

El ámbito de las desinversiones refleja también el delicado momento del mercado: las ECR, advirtiendo que el momento no era propicio para la venta, realizaron en el primer semestre de 2008 menos operaciones de desinversión que en el mismo periodo de años anteriores, con un volumen de 328 millones de euros, muy inferior a los 716 millones de los seis primeros meses de 2007.

*...si bien estas operaciones son menos importantes en España que en otros países.*

Todo parece indicar que en lo que resta de 2008 el sector continuará con un proceso de moderación en los volúmenes de inversión ante la permanencia de condiciones poco propicias en los mercados financieros. En especial, la escasez de crédito seguirá dificultando las operaciones apalancadas, lo que obligará a realizar operaciones con una mayor aportación de capital propio por parte de las ECR. Sin embargo, habida cuenta de la limitada importancia relativa en España de las operaciones LBO, las perspectivas de las ECR españolas son algo más halagüeñas que las de sus análogas europeas.

## **5 Iniciativas de los supervisores financieros a raíz de la crisis *subprime***

En el verano de 2007 se inició un periodo de importantes turbulencias en los mercados internacionales que está todavía condicionando la actividad financiera y el desarrollo de la economía real. Las persistentes distorsiones en algunos mercados

mayoristas de renta fija privada, la escasa actividad en los mercados interbancarios, el deterioro de las expectativas que muestran las cotizaciones bursátiles y la elevada penalización del riesgo de crédito en los mercados son las consecuencias más visibles de la crisis.

Estos desarrollos son en gran parte la consecuencia de una pérdida generalizada de confianza entre los participantes en los mercados. Esta está a su vez ligada a un déficit de transparencia sobre algunos factores determinantes de las decisiones financieras y a las imperfecciones del sistema de incentivos con el que cuentan algunos agentes relevantes.

De este modo, la crisis ha puesto de manifiesto deficiencias notables en el marco regulatorio en el que se desenvuelve la actividad financiera, por lo que se han sucedido diversas iniciativas que pretenden subsanarlas. Entre ellas, cabe destacar la aportación realizada por el Foro de Estabilidad Financiera (FSF) por encargo del G7 (véase recuadro 6). Estas iniciativas están siendo actualmente consideradas y desarrolladas en diversos foros internacionales. En esta sección se describen algunos puntos centrales de la discusión actual entre supervisores de valores, así como algunas actuaciones concretas realizadas por la CNMV.

*Las turbulencias en los mercados han propiciado un debate global sobre el marco regulatorio...*

*... y la aparición de iniciativas de reforma como las propuestas por el FSF.*

#### **Recuadro 6: Recomendaciones del *Financial Stability Forum* para mejorar la resistencia institucional y de los mercados**

En octubre de 2007, los Ministros de Economía y Finanzas y los Gobernadores de los Bancos Centrales de los países del G7 solicitaron al *Financial Stability Forum* (FSF) un análisis sobre las causas y debilidades de las recientes turbulencias en los mercados financieros que contuviera un conjunto de recomendaciones para mejorar la resistencia tanto de los mercados como de las instituciones. A mediados de abril, el FSF publicó un documento con el resultado del análisis y un conjunto de recomendaciones, entre las que destacan las siguientes:

- **Fortalecimiento de la supervisión prudencial de la gestión del capital, la liquidez y el riesgo.** Para ello, Basilea II se configura como el marco adecuado. Su implementación y el fortalecimiento de algunos de sus elementos debería ser prioritaria. También se deberían revisar las normas de liquidez en el ámbito de la supervisión, así como fortalecer el marco prudencial sobre los productos de titulización y las actividades fuera de balance de las entidades.
- **Impulso de la transparencia y de la valoración.** En este bloque se proponen diversas medidas con el fin de restaurar la confianza de los agentes de los mercados que hacen referencia a la información cualitativa y cuantitativa que ofrecen las entidades sobre su exposición al riesgo, los métodos de valoración, la información de los vehículos fuera de balance, etc. También se hacen propuestas respecto a la contabilidad, los modelos de valoración y los estándares sobre información pública periódica que se ofrecen respecto de algunos instrumentos financieros. Se resalta la importancia de incrementar la transparencia en los procesos y mercados de titulización.

- **Cambios en el papel de las *agencias de rating* y uso de su información.** Estas deberían mejorar la calidad de sus procesos gestionando adecuadamente los potenciales conflictos de interés. También deberían proporcionar *ratings* diferentes de los habituales respecto a los productos estructurados y mejorar el análisis de los activos subyacentes de dichos instrumentos. Finalmente, se proponen medidas sobre el uso de los *ratings* por parte de los inversores y los reguladores.
- **Fortalecimiento de la capacidad de reacción de las autoridades ante situaciones de riesgo.** Se indica que los supervisores deben dar algunos pasos para traducir los análisis de riesgos que realizan en acciones que contribuyan a mitigar dichos riesgos, además de mejorar el intercambio de información y la cooperación entre autoridades. Las instituciones internacionales reforzarán la velocidad, el establecimiento de prioridades y la coordinación en el ámbito de sus funciones.
- **Acuerdos robustos para el tratamiento de situaciones de estrés en el sistema financiero.** Por una parte se recomienda que los marcos operativos de los bancos centrales sean lo suficientemente flexibles para hacer frente a situaciones excepcionales. Por otra, se propone la necesidad de establecer acuerdos que mejoren la gestión de situaciones protagonizadas por bancos en dificultades (división de responsabilidades entre autoridades, bancos transfronterizos, sistemas de seguros de depósitos, etc...).

El FSF facilitará la colaboración entre el sector público y privado para desarrollar las diferentes iniciativas y vigilará la idoneidad del momento de su implementación. En el futuro, el FSF publicará informes sobre el progreso realizado hasta el momento.

## 5.1 Transparencia

*La recuperación de la confianza requiere una mayor transparencia sobre emisores, productos y mercados.*

Garantizar un adecuado nivel de transparencia se revela como uno de los pasos claves para mitigar crisis de confianza. Ello exige esfuerzos en tres ámbitos relevantes: transparencia sobre la situación patrimonial de emisores o prestatarios, transparencia sobre la naturaleza de los productos financieros que se intercambian y transparencia sobre las condiciones reales de oferta y demanda en los mercados<sup>35</sup>.

### 5.1.1 Transparencia de emisores

*Resulta pertinente reforzar la transparencia sobre exposiciones a productos y vehículos complejos...*

En este ámbito, cabe identificar, a su vez, dos dimensiones relevantes: la información disponible sobre la exposición de las entidades a los productos complejos y los vehículos de inversión afectados por la crisis *subprime* y la problemática de la valoración de productos intercambiados en mercados poco líquidos.

En los últimos meses, las entidades financieras internacionales han reconocido pérdidas derivadas de la inversión en productos complejos que se han visto afectados

<sup>35</sup> Para mayor información, véase la Monografía nº 31 de la CNMV "The subprime crisis: some lessons for financial supervisors", cuyo autor es Fernando Restoy.

por las turbulencias del mercado. La percepción mayoritaria es que las pérdidas reconocidas por las entidades se van aproximando a las realmente ocasionadas por el deterioro de los activos directamente ligados a las hipotecas *subprime*. No obstante, la información financiera regular no permitía en muchos casos una identificación ex-ante de los riesgos materializados por parte de los inversores e incluso de los supervisores. La implementación completa del acuerdo de Basilea II y un mayor control de la aplicación y, quizás, una mayor precisión de las normas internacionales de contabilidad en lo referente a la consolidación de los vehículos con sus patrocinadores son las principales herramientas del sistema para corregir esta deficiencia. Al mismo tiempo el IASB, que elabora las normas internacionales de contabilidad, está trabajando en la revisión de las normas de desglose de información, con el objeto, primordialmente, de hacer más explícita la exposición de las entidades a los riesgos de los vehículos no consolidados.

En lo que se refiere a la valoración de activos, la crisis de liquidez ha supuesto un reto para la aplicación de normas vigentes en esta materia. Estas obligan a las entidades a medir una parte de sus activos financieros –y, en particular, los pertenecientes a su cartera de negociación– a valor razonable: es decir a precios de mercado o mediante técnicas de valoración que permitan aproximarlos. A pesar del comportamiento anormal de diversos mercados, salvo situaciones excepcionales de falta de representatividad (como ventas forzosas), los precios observados siguen siendo la mejor referencia para determinar la contribución de los activos negociables a la realidad económica de la entidad, que debe ser el fin fundamental de las normas de información financiera.

En cualquier caso, el mercado parece requerir algún tipo de precisión sobre los procedimientos a emplear en condiciones de mercado como las actuales. Esto afecta tanto a la decisión de emplear directamente precios de mercado o aplicar técnicas de valoración, como a la selección de los *inputs* necesarios para la aplicación de estas últimas. Todo ello está actualmente siendo considerado por el IASB. Al mismo tiempo, el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) acaba de publicar<sup>36</sup>, tras un proceso de consulta pública, un documento que persigue facilitar la aplicación adecuada por parte de las empresas cotizadas de las normas de valoración vigentes y la identificación de los desgloses de información pertinentes sobre los procedimientos de valoración empleados para cada tipo de activos.

En el caso español, a pesar de que no se han producido prácticamente pérdidas por exposición a productos *subprime* y que las entidades han integrado en sus cuentas consolidadas los vehículos de inversión, según las normas internacionales de contabilidad correspondientes, la CNMV está dedicando una especial atención a la supervisión del cumplimiento de las normas de medición de activos y, en particular, a la forma en la que las sociedades emisoras y las empresas supervisadas por la CNMV reflejan el impacto de los cambios en los precios de mercado en el valor de sus activos.

La importancia de contar con una metodología adecuada de valoración se extiende también a otro tipo de activos, como pueden ser los activos inmobiliarios. En este sentido, a principios del mes de julio la CNMV publicó un conjunto de recomen-

*... y aumentar el rigor en la valoración contable de activos y pasivos basada en el criterio de valor razonable.*

*Diversos organismos están contribuyendo a la mejor aplicación de las normas de valoración vigentes.*

*Ello constituye una prioridad para la actuación de la CNMV en relación con las empresas cotizadas y las supervisadas.*

<sup>36</sup> "Consultation paper - CESR statement on Fair value measurement and related disclosures of financial instruments in illiquid markets" Referencia: [08-437].

daciones a las sociedades de valoración e inmobiliarias cotizadas, tras varias reuniones con el sector, con el objetivo de facilitar que los emisores mantengan procedimientos adecuados de valoración de este tipo de activos.

### 5.1.2 Transparencia de productos

*La transparencia sobre la naturaleza de los productos financieros estructurados requiere una mayor estandarización...*

La innovación financiera y, en particular, el desarrollo de los mercados de productos estructurados ha facilitado mejoras de eficiencia al favorecer la distribución del riesgo de crédito, aumentar las posibilidades de inversión e incrementar las fuentes de financiación de las entidades bancarias.

Sin embargo, la intensidad de dicho proceso -alimentada en ocasiones por el arbitraje regulatorio- ha conllevado un crecimiento progresivo de la complejidad de los productos ofertados, lo que ha dificultado su adecuada valoración y reducido la liquidez de los mercados donde se intercambian.

*... y la mejora de la información disponible sobre todo el proceso de titulización.*

De este modo, resulta preciso un esfuerzo combinado entre reguladores, emisores e intermediarios para aumentar el grado de transparencia sobre estos productos. De hecho, esta es un área en la que existe un campo de actuación para la autorregulación. En particular, la industria podría avanzar hacia una mayor estandarización de los productos con el fin de favorecer una mejor comprensión y de incrementar la liquidez de los mercados.

*La CNMV ha venido exigiendo mejoras en los folletos de las emisiones y está diseñando un sistema de información pública periódica para los fondos de titulización.*

Al mismo tiempo, tal y como recomienda el FSF, los reguladores deben aumentar la información disponible sobre todas las etapas del proceso de titulización de activos. En este contexto, la CNMV ha hecho un esfuerzo para incrementar la transparencia de los folletos de las emisiones de bonos de titulización. Así, el emisor debe declarar si la entidad originadora de los activos titulizados tiene intención de suscribir total o parcialmente las emisiones. Asimismo, ha puesto especial celo en asegurarse de que los precios de las emisiones adquiridas en su totalidad por el originador -por ejemplo, para utilizarlas como colateral del crédito otorgado por el Eurosistema- no sean utilizadas como referencia para la valoración de instrumentos similares. Finalmente, la CNMV tiene en fase de elaboración el diseño de un sistema de información pública periódica para los fondos de titulización, que contribuirá de manera efectiva a la mejora de la información disponible sobre los activos titulizados a lo largo de toda la vida de estos.

### 5.1.3 Transparencia de mercados

*Los episodios recientes han mostrado la insuficiente transparencia en los mercados de renta fija...*

Una deficiencia puesta de manifiesto por la crisis *subprime* ha sido el insuficiente nivel de información existente sobre las transacciones realizadas en los mercados de productos estructurados. La normativa europea (contenida en la MiFID) incorpora exigentes requisitos respecto de la transparencia de las operaciones realizadas en los mercados de renta variable, tanto con carácter previo a la negociación (precios ofertados) como posteriormente a ella (precios y volúmenes de las transacciones realizadas). Sin embargo, estos requisitos no son exigidos a los mercados de renta fija y de derivados.

Esta situación contrasta con la existente en EEUU, donde el sistema de información TRACE, implantado desde 2002, proporciona información detallada post-negociación de un importante conjunto de valores de renta fija.

Las autoridades europeas habían mantenido hasta la fecha la posición de que la falta de transparencia en los mercados de renta fija no constituye un fallo de mercado. Esta posición está siendo revisada, en el marco de CESR, en estos momentos a raíz de las recomendaciones del FSF. En todo caso, la propia industria está desarrollando iniciativas para aumentar la información que suministra regularmente. En este sentido, cabe destacar los esfuerzos realizados por el European Securitisation Forum, que, junto con otras ocho asociaciones europeas (como por ejemplo la Federación Bancaria Europea), emitieron recientemente (julio de 2008) diez iniciativas para incrementar la transparencia en los mercados europeos de titulización<sup>37</sup>.

*...lo que está impulsando una revisión de la posición de las autoridades europeas al respecto.*

En el caso de España, los niveles de transparencia de los mercados de renta fija son superiores a los de la mayoría de los restantes mercados europeos. A pesar de ello, existe margen de mejora. Así, por ejemplo, sería posible avanzar algo en la información proporcionada acerca de precios de negociación ya que, en este momento, sólo están disponibles los precios medios resultantes de cada sesión. Adicionalmente, sería posible establecer mecanismos de contrapartida mediante la introducción de la figura de especialistas, lo cual redundaría además en una mayor liquidez. Todo ello, teniendo en cuenta el actual marco europeo, de forma que se garantice que dichos cambios no impliquen un deterioro de la competitividad de los mercados españoles.

*Aunque la transparencia de los mercados españoles de renta fija es superior a otros, existe margen de mejora.*

## 5.2 Las agencias de *rating*

En un marco de deficiente transparencia sobre la naturaleza de los nuevos instrumentos financieros, las agencias de calificación crediticia han jugado un papel esencial en el desarrollo de los mercados de productos estructurados. Su incapacidad para incorporar en sus valoraciones los riesgos materializados a raíz de la crisis de las hipotecas de alto riesgo ha contribuido a extender los efectos de la crisis y agudizar la desconfianza de los agentes participantes en los mercados.

*Existe consenso sobre la deficiente actuación de las agencias de rating...*

Existe cierto consenso, observable en los trabajos realizados al respecto por diversos organismos internacionales como el FSF, la IOSCO o el CESR e incluso por las propias agencias, en que el funcionamiento de estas se ha visto afectado por cuatro tipos de deficiencias: metodológicas, problemas de organización interna, insuficiente transparencia y excesivo peso en la regulación financiera.

Estas deficiencias han puesto de manifiesto que el enfoque esencialmente autorregulatorio seguido hasta el momento en la UE no parece haber funcionado adecuadamente, por lo que resulta pertinente introducir elementos de regulación y supervisión directa, tal y como se hace en EEUU desde hace algunos años.

*... y sobre la necesidad de reforzar el marco regulatorio.*

En este contexto, la Comisión Europea ha puesto recientemente a consulta pública un documento en el que se incluye una propuesta de Directiva o Reglamento y en

*La iniciativa de la Comisión Europea es un paso adelante...*

<sup>37</sup> En un principio, el objetivo era dar respuesta a la hoja de ruta definida por el ECOFIN en octubre de 2007, pero el resultado final tuvo un alcance más amplio, con propuestas que van desde la creación de un informe trimestral estadístico de los mercados de titulización europeos y norteamericanos hasta medidas para permitir un mayor acceso a la información acerca de las transacciones, pasando por un código de conducta de desglose de información de los emisores de productos estructurados.



el que, entre otros aspectos, plantea dos modelos alternativos de autorización y supervisión. En el primero de ellos, la petición de autorización se dirigiría a CESR y sus miembros acordarían la designación de un supervisor nacional como autoridad competente del Estado miembro de origen (siguiendo el conocido esquema *home/host*) y que sería el responsable de decidir sobre la autorización de la agencia de calificación crediticia y de su supervisión. La autorización concedida por este supervisor nacional sería válida en toda la Unión Europea<sup>38</sup>.

En el segundo de los modelos planteados por la Comisión Europea se opta por que una nueva agencia europea (o el propio CESR) sea la responsable de la autorización y la designación de un supervisor nacional como autoridad competente del Estado Miembro de origen<sup>39</sup>.

*...pero las autoridades europeas deben considerar también opciones más ambiciosas.*

El enfoque seguido por la Comisión Europea resulta una respuesta pertinente ante la escasez de mecanismos de control del comportamiento de estas agencias en Europa. Ahora bien, habida cuenta de la estructura de esta industria -un oligopolio global de facto-, la solución óptima descansa en el establecimiento de un régimen coordinado de reconocimiento y supervisión a nivel internacional. Mientras esto no sea factible, la estrategia europea debería pasar idealmente por un sistema único de control que sea vinculante en todos los Estados miembros. De otro modo, se corre el riesgo de generar nuevos elementos de heterogeneidad en la regulación financiera que provoquen ineficiencias y perturben el funcionamiento del mercado único. Por ello, además de las opciones barajadas por la Comisión, las autoridades europeas deberían explícitamente considerar el establecimiento de un organismo que se encargue tanto de la autorización como de la supervisión de las agencias en la UE o, en su defecto, dotar a CESR de competencias y medios para realizar ambas tareas que, en EEUU, efectúa la Securities Exchange Commission (SEC).

### 5.3 El riesgo de liquidez

*La crisis ha puesto de manifiesto la necesidad de reformar el control del riesgo de liquidez.*

El deterioro de la liquidez en diversos mercados mayoristas y el impacto que ello ha tenido sobre las entidades participantes en los mercados ha propiciado la reflexión de las autoridades sobre el tratamiento del riesgo de liquidez en la regulación financiera.

En el ámbito de los supervisores de conducta o de mercados de valores existen al menos dos ámbitos regulatorios relevantes donde algún tipo de reforma puede resultar pertinente. En primer lugar, los principios de información financiera vigentes exigen escasos desgloses informativos sobre la posición de liquidez de las entidades. Por ejemplo, aunque se exige información sobre el vencimiento de los pasivos, no existen requerimientos similares de información sobre el vencimiento de los activos, por lo que los inversores podrían carecer de información completa

<sup>38</sup> Los restantes supervisores nacionales no perderían su capacidad de actuación respecto de la supervisión en los casos en los que fuera necesario (como problemas con la utilización de una calificación en su territorio o en caso de dejación de funciones por parte del supervisor designado inicialmente). CESR garantizaría la coordinación y la convergencia supervisora.

<sup>39</sup> El supervisor designado se encargaría de la supervisión con las mismas consideraciones que en la anterior opción, pero concediendo poder a la nueva agencia (o a CESR) para intervenir si los miembros no logran ponerse de acuerdo en las medidas a adoptar.

sobre el riesgo de liquidez derivado de un problema de *mismatch* de activos y pasivos. El IASB debería contemplar una revisión de las normas relevantes en esta materia.

Un segundo ámbito de interés es el control del riesgo de liquidez en las IIC. La Directiva UCITS, que constituye el marco regulatorio en Europa para los fondos de inversión convencionales, no impone límites a las tenencias de activos admitidos a negociación en mercados organizados en función de la liquidez de estos. Algunos países, entre los que se encuentra España, han introducido en sus normativas nacionales algún control adicional, como la exigencia al gestor para que vigile la profundidad de los mercados donde cotizan los instrumentos que poseen en su balance.

En todo caso resulta pertinente revisar los requisitos de liquidez exigibles a los fondos de inversión comercializados en Europa. Estos requisitos deberían, probablemente, ser especialmente estrictos para los fondos adheridos a la etiqueta “monetarios” y a los que, como ha demostrado la experiencia reciente, la normativa no les impedía tener una exposición elevada a productos sujetos a riesgo de crédito y liquidez. En estos momentos la CNMV tiene en estudio un proyecto de revisión de las categorías de fondos de inversión que, entre otros cambios, acotará en mayor medida la cartera de los fondos monetarios, con objeto de que esta responda principalmente a la vocación altamente conservadora que los inversores esperan de estos fondos (véase recuadro 5 sobre fondos de inversión monetarios en el epígrafe 4.1).

*Ello invita a reflexionar sobre la regulación europea de IIC convencionales...*

*... y justifica la revisión de la definición de los fondos monetarios.*

## II Informes y análisis

# El proyecto Link Up Markets: un avance en la integración de los mercados europeos

José Massa (\*)

(\*) José Massa es Presidente de Iberclear.

# 1 Introducción

El sector de la compensación y liquidación es la parte menos visible del entramado institucional de los mercados de valores, pero cumple una función esencial para su buen funcionamiento.

Después de la negociación es necesario asegurar que la operación efectivamente llega a buen fin, es decir, que el comprador paga y recibe los títulos y que el vendedor entrega los títulos y cobra. Sin unos servicios de post-contratación eficientes no habría sido posible el desarrollo que los mercados de valores modernos han experimentado en los últimos años, por el riesgo de que una excelente transacción en el ámbito de la negociación pudiera verse arruinada debido a un fallo en la liquidación.

El artículo que a continuación se expone comenzará describiendo brevemente a los diferentes actores que intervienen en la etapa denominada de post-contratación. Se explicará el cambio suscitado por la aparición del euro como moneda común y se abordará brevemente la situación actual del sector de la post-contratación. A continuación se mencionarán las llamadas “barreras Giovannini”, para posteriormente destacar el Código de Conducta en Compensación y Liquidación como intento de autorregulación por parte del sector privado.

El artículo describe una iniciativa del sector privado en la que Iberclear, el DCV español, está jugando un papel destacado: Link Up Markets. Se señalan los DCV participantes hasta el momento en el proyecto, el modelo de liquidación escogido y la compañía que, con sede en Madrid, lo gestionará, así como el coste y el horizonte temporal del proyecto. Por último, se concreta el papel de Iberclear con respecto a Link Up Markets y de cara al futuro.

El artículo finaliza con las conclusiones más relevantes.

## 2 Los diferentes actores en los procesos de post-contratación

La post-contratación incluye la compensación y la liquidación de las transacciones, así como el registro y la custodia de los valores.

El gran volumen de transacciones que se ejecutan diariamente en los mercados de valores modernos no podría completarse adecuadamente si no se hubiera producido el fenómeno de la desmaterialización o inmovilización de los títulos valores físicos, mediante su representación en anotaciones en cuenta. Es precisamente esta la

razón por la cual surge la infraestructura más importante de los procesos de post-contratación, los *Depositarios Centrales de Valores* (DCV), como responsables del registro central, mediante anotaciones en cuenta, de los valores emitidos por los emisores y su consiguiente distribución entre los inversores a través de intermediarios financieros.

A su vez, los intermediarios financieros anotan los valores de sus clientes en sus libros de registro, de tal forma que la suma agregada de las posiciones de sus clientes por cada valor debe coincidir con la posición global de la cuenta de valores de los intermediarios financieros abierta en el Depositario Central de Valores, el cual garantiza que la suma de valores propiedad de inversores coincide con los valores emitidos por el emisor.

Este esquema organizativo (Bolsas – DCV – intermediarios financieros que conectan con emisores e inversores para materializar de forma fluida, rápida y eficiente las transacciones del mercado primario y del mercado secundario) surge entre los años ochenta y noventa del siglo pasado, en cada uno de los distintos mercados financieros nacionales. Los procedimientos, prácticas de mercado, horarios y marcos jurídico y fiscal son consecuencia, en primer lugar, de los usos y costumbres de cada plaza financiera pero, en segundo lugar, y cuestión mucho más relevante, de la legislación nacional sobre materias de primer orden, como derecho de la propiedad, leyes de comercio, leyes societarias, normativa fiscal, etc.

Con la aparición del euro como moneda común, y tal y como se fija en la Agenda de Lisboa, surge la necesidad de crear un mercado financiero único dentro de la Unión Europea, con la envergadura suficiente para poder competir con los mercados financieros de Estados Unidos y Japón.

El objetivo de lograr un mercado financiero integrado supone, a su vez, la necesidad de articular los procesos de liquidación de una manera tal que la liquidación transfronteriza en Europa sea tan simple, eficiente, segura y barata como lo es la liquidación doméstica en la actualidad. Llevado al extremo, se trataría de que para los inversores no haya diferencias entre liquidación doméstica y liquidación transfronteriza.

El hecho cierto es que, en la actualidad, la liquidación doméstica en Europa, pongamos el caso de un residente en España comprando acciones de *Telefónica*, es muy barata y eficiente cuando se realiza en el ámbito doméstico, incluso más segura que la norteamericana. Sin embargo, esta situación se complica cuando la transacción se lleva fuera del ámbito nacional, es decir, por ejemplo, cuando ese mismo residente en España quiere comprar acciones de *Deutsche Telekom*.

La razón de esta diferencia radica en las distintas legislaciones que son aplicables y en las diferentes cadenas de intermediarios que se precisan para poder liquidar y registrar las acciones de *Telefónica* y las acciones de *Deutsche Telekom* a favor de un residente en España. En el caso puramente doméstico, el inversor acudirá a un intermediario con sede en España, conocedor de las prácticas del mercado español y de la legislación española, de su normativa fiscal y de las reglas, normas y usos del DCV, Iberclear, en donde dicho intermediario mantiene una cuenta global a favor de toda su clientela. En consecuencia, la cadena de liquidación y custodia se

reduce a dos actores, además del propio inversor: un intermediario financiero y el DCV, Iberclear en este caso.

Ahora bien, para los casos transfronterizos, el intermediario financiero español necesita acceder a una cuenta abierta en el DCV alemán. Con frecuencia, la forma de acceder a este DCV extranjero es mediante el recurso a otros intermediarios especializados en la liquidación y custodia en múltiples países, los llamados custodios globales que, a su vez, se apoyan en su operativa, en muchas ocasiones, en intermediarios financieros con conocimiento del mercado nacional, los llamados custodios locales.

En conclusión, la cadena de inversión transfronteriza, en lo que a liquidación y custodia se refiere, es más larga -existen más intermediarios- que la doméstica. Además, los medios técnicos y humanos de los custodios globales son muy costosos de mantener, básicamente por las diferentes formas de liquidar, registrar y custodiar valores que en cada país existen: puesto que las legislaciones y normas son diferentes en cada país, es necesario prestar un servicio de “transformación de normativa” de manera que los inversores puedan mantener valores en varios países de forma relativamente sencilla. Este servicio de “transformación normativa” es complejo de suministrar y caro de mantener. Es, precisamente, la diferencia entre legislaciones y la necesidad de absorberla lo que explica la relativa mayor complejidad y coste de la liquidación transfronteriza en Europa.

Y esto es así porque las tarifas de los DCV son exactamente iguales cuando liquidan una operación puramente doméstica o cuando es una transacción transfronteriza. Iberclear carga lo mismo por cualquier liquidación de una operación de un banco participante en su sistema, sin distinguir si detrás de la misma existe un inversor español comprando acciones de Telefónica o un inversor alemán. De hecho, Iberclear sólo conoce las posiciones globales de sus intermediarios financieros participantes; el desglose de los saldos de dichos intermediarios entre sus cuentas de clientes está registrado en los sistemas informáticos de dichos intermediarios y no es conocido por Iberclear. Por tanto, cuando Iberclear, el DCV español integrado en el Grupo Bolsas y Mercados Españoles (BME), liquida una operación, no sabe si es doméstica o transfronteriza.

El problema de la liquidación transfronteriza en Europa, por tanto, no son las tarifas de los DCV, sino la diferencia de sistemas normativos y la necesidad de mantener múltiples cuentas si se quiere invertir en varios países.

### **3 Actuación de los poderes públicos**

Los poderes públicos estuvieron durante la primera parte de esta década debatiendo si la situación europea debía reconducirse hacia un único DCV en Europa, al estilo de la DTCC norteamericana, o bien posibilitar una interconexión eficiente entre los DCV europeos, mediante una solución de interoperabilidad que permita una competencia en este sector.

La conclusión alcanzada fue que la solución futura debe estar basada en la competencia entre diferentes DCV, para la cual es precisa su interoperabilidad.

La razón para descartar una solución única se basa en cuestiones, sobre todo, pragmáticas. La realidad es que la Unión Europea es muy diferente de los Estados Unidos.

### 3.1 Las barreras Giovannini

Las diferentes prácticas y marcos regulatorios y fiscales a los que tanto estamos haciendo mención en este artículo se concretan en las quince barreras que un informe de expertos presidido por el italiano Alberto Giovannini presentó en 2001, para precisarlas aún más en un segundo Informe, de abril del año 2003.

De manera muy resumida, se han identificado barreras relacionadas con requerimientos técnicos y prácticas de mercado (ocho barreras), relacionadas con fiscalidad (dos) y provocadas por la incertidumbre legal (tres).

A su vez, algunas de las barreras son responsabilidad del sector privado (por ejemplo, las diferencias en horarios de liquidación) mientras que otras, en general las más restrictivas, han de ser tratadas mediante la acción coordinada del sector público (por ejemplo, las normas fiscales y sobre retenciones).

Cinco años después, los obstáculos identificados como responsabilidad del sector privado han sido los que más avances han experimentado en su subsanación, mientras que los situados bajo responsabilidad del sector público son los que más atrasados se encuentran.

Curiosamente, el sector público tiende a señalar a los DCV como la causa de la fragmentación del mercado europeo, cuando la realidad es que la fragmentación viene provocada por la existencia de veintisiete regímenes legales distintos. Incluso aunque hubiera un único DCV, estaría obligado a trabajar bajo veintisiete familias de normas y, por tanto, seguiríamos enfrentados a un mercado fragmentado.

### 3.2 El Código de Conducta

El retraso en la eliminación de las barreras públicas puede tener su explicación, además de en la evidente complejidad legal que implica, en las dudas sobre cómo abordarla. Se ha producido un debate, aún no concluido, en torno a cómo fomentar una solución para el sector de la post-contratación europea. Algunas posturas defienden una acción pública directa a nivel de regulación, una directiva ad-hoc que complemente a la MiFID, mientras que otros consideran suficiente una acción más liberal basada en una autorregulación de la industria que fomente la competencia.

La Comisión Europea por ahora ha optado por la vía liberal de la autorregulación, promotora de la competencia. En junio de 2006, representantes de las tres Asociaciones de las infraestructuras de los mercados de valores europeos fueron llamados



a una reunión con la que formalmente se inició la negociación del llamado Código de Conducta.

Tras numerosos e intensos debates, el Código fue firmado en Bruselas el 7 de noviembre de 2006, con un calendario muy exigente de implantación para cada una de sus medidas.

La primera de las medidas aplicadas a partir del 1 de enero de 2007 es la transparencia de los precios de los servicios ofertados por las infraestructuras de los mercados de valores. Esta medida ya está en vigor y cumpliéndose de manera satisfactoria.

La segunda medida del Código aborda la cuestión de la interconexión entre las distintas infraestructuras para facilitar la posibilidad de que efectivamente los participantes puedan compensar y liquidar con el proveedor que deseen. Para ello se solicitaba en el Código una “Guía para el Acceso y la Interoperabilidad entre sistemas”, que las infraestructuras de los mercados de valores debían presentar –y presentaron– antes del 1 de julio de 2007 a la Comisión Europea. El proyecto *Link Up Markets*, del que se habla más adelante en este artículo, está desarrollado, precisamente, sobre la base de esta medida del Código de Conducta.

La tercera medida del Código es la separación contable de los distintos servicios, con el objetivo de que no exista un subsidio cruzado entre actividades básicas y actividades de valor añadido por parte de los distintos DCV. Deberá estar cumplida en los Estados Financieros del ejercicio 2008, que se harán públicos en la primera mitad del próximo año.

### 3.3 Demanda de liquidación transfronteriza eficiente

Como ya se ha señalado, el hecho cierto, y que se mantiene a pesar de todo, es que la fragmentación actual de los mercados europeos, en lo que a compensación y liquidación se refiere, se debe fundamentalmente a la fragmentación de los sistemas legales, que son propios de cada Estado y evidentemente distintos entre sí.

En este sentido, son muy expresivas las conclusiones del llamado *Legal Certainty Group* recientemente publicadas, así como es expresivo el propio nombre del grupo. En la respuesta a la pregunta de “por qué hace falta un grupo de certeza legal” para el tráfico transfronterizo de valores se encuentra también la respuesta a por qué están fragmentados los mercados europeos.

Pero, siendo esto así, también es cierto que la introducción del euro ha generado un crecimiento espectacular de la demanda transfronteriza de títulos en Europa, tanto para inversión como para su utilización como colateral en las operaciones de financiación que realiza el Banco Central Europeo.

Y a los inversores que necesitan mover con fluidez sus títulos dentro de Europa –especialmente dentro de la zona euro– la información de que hay diferencias legales, barreras Giovannini o problemas de comunicación no les resuelve el problema.

Los inversores quieren –y necesitan– poder mover sus valores dentro de Europa con la misma agilidad y flexibilidad con que lo hacen dentro de su propio país.

## 4 Respuesta del sector privado: Link Up Markets

La evidencia de que la demanda de los inversores va por delante de las modificaciones legales, junto con la oportunidad ofrecida por el Código de Conducta, es lo que ha llevado a varios DCV europeos, entre los que se cuenta Iberclear, a buscar una alternativa pragmática, orientada a ofrecer buen servicio y soluciones: en vez de perder el tiempo en explicar por qué no se puede, hemos decidido invertir en conseguir que nuestros clientes tengan el servicio que reclaman. Y, además, lo hemos hecho por la vía del acuerdo y la convicción.

Es, precisamente, esta convicción la que ha llevado a los DCV de Alemania, Austria, Dinamarca, España, Grecia, Noruega y Suiza a crear *Link Up Markets* en una nueva demostración de que la iniciativa privada en situación de libre mercado es capaz de responder a las necesidades de los clientes, siempre que haya un marco de libertad económica que permita la flexibilidad necesaria para adaptarse. Este marco ha sido, precisamente, el Código de Conducta al que se hacía referencia más arriba.

La lógica de la creación de *Link Up Markets* es relativamente simple: dado que en Europa la liquidación doméstica es extraordinariamente eficiente en cada DCV local y puesto que en Europa hay una demanda creciente de liquidación transfronteriza, hagamos que la liquidación transfronteriza sea tan eficiente como la doméstica utilizando los medios domésticos para atender la liquidación transfronteriza. Con ello damos respuesta a la demanda de nuestros clientes y mantenemos la eficiencia alcanzada en la liquidación.

La forma de conseguirlo elegida por los DCV asociados en *Link Up Markets* es la “interconexión inteligente” entre los DCV: por la vía de la interconexión se consigue extender la muy eficiente liquidación doméstica a los clientes de los demás DCV asociados. De esta manera, se acepta que Europa es diversa (y que, probablemente, lo seguirá siendo en el futuro previsible) pero, a la vez, se hace un esfuerzo para prestar a los inversores un buen servicio adaptado a sus necesidades.

### 4.1 Descripción de Link Up Markets

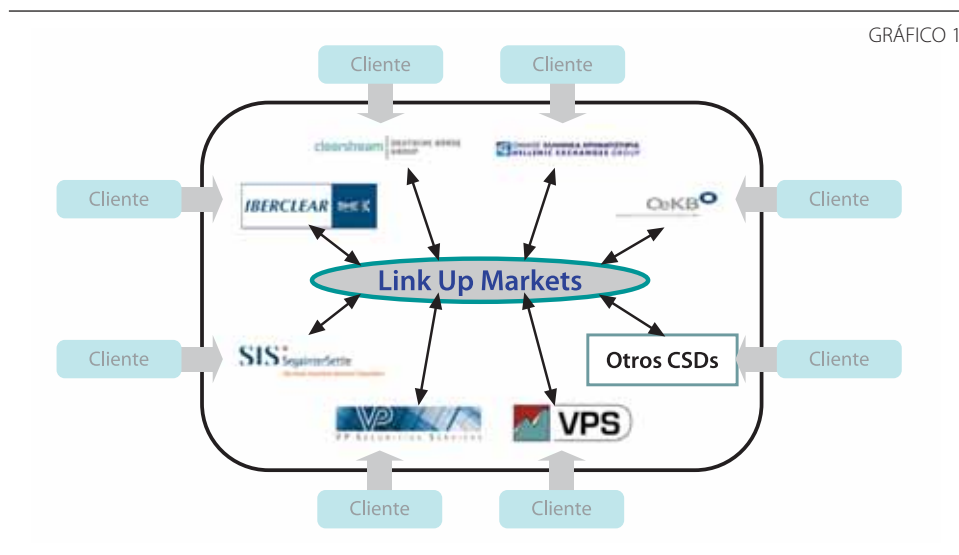
*Link Up Markets* es una *joint venture* compartida por siete DCV europeos cuyo objetivo es mejorar la eficiencia y reducir los costes de la compensación y liquidación transfronteriza de valores en Europa.

*Link Up Markets* está desarrollando una infraestructura técnica común, que se describe más adelante, que permitirá la interoperabilidad entre los DCV asociados, facilitando la liquidación transfronteriza. La solución debería permitir a los inver-

sores reducir significativamente las diferencias entre la liquidación doméstica y la transfronteriza.

Esta iniciativa es el resultado de las actuales condiciones del mercado y ha sido posible gracias al Código de Conducta. Los DCV fundadores compartimos la convicción de que la correcta interoperabilidad entre sistemas, permitiendo un único punto de acceso a los inversores, supondrá ahorros de costes significativos.

La infraestructura técnica común permitirá la interoperabilidad eficiente entre los DCV asociados. Al conectarse a esta infraestructura (Gráfico 1) cada uno de los DCV participantes obtiene acceso a los servicios ofrecidos por los demás DCV para todos los activos registrados. *Link Up Markets* absorberá las diferencias entre los distintos mercados y, a la vez, se apoyará en las estructuras y procesos ya existentes en los DCV. Ello permitirá que la solución sea suministrada al mercado de forma rápida y, sobre todo, con una mínima necesidad de adaptaciones para los mercados participantes.



De esta manera, los inversores se beneficiarán de un acceso único a mercados que representan cerca del 50% de los mercados europeos y recibirán servicios de compensación y liquidación de primera calidad a través del DCV de su elección. Este acceso único centralizado, basado en las infraestructuras existentes en los DCV locales, con las que los clientes están familiarizados, se trasladará a los inversores, para los cuales su DCV local pasará a ofrecerles los mismos servicios que ahora, pero ampliados a todos los valores depositados en los siete DCV asociados.

En definitiva, *Link Up Markets* permite a los inversores mantener una única cuenta de valores y una única conexión para acceder a los servicios de los siete DCV asociados, frente a la situación anterior, en que eran necesarias siete cuentas y siete conexiones. Con ello, se cumple el objetivo de que no haya diferencias entre liquidación doméstica y transfronteriza: el DCV dorsal pasa a ofrecer liqui-

dación transfronteriza a través de la interoperabilidad permitida por *Link Up Markets*.

Es decir, *Link Up Markets* permitirá a un intermediario español que sea participante en Iberclear el acceso, a través de Iberclear y con los sistemas actuales, a la liquidación y custodia de los valores depositados en Clearstream, SIS, VP, OeKB, VPS y Helix, optando por el “modelo emisor”, de manera que la liquidación se hará siempre en el DCV donde se hayan emitido originalmente los valores, que es el DCV más eficiente y seguro para dicha liquidación.

## 4.2 Solución tecnológica

La solución tecnológica ha sido diseñada conjuntamente por los DCV fundadores (Gráfico 1) y es pieza fundamental de *Link Up Markets*, ya que es lo que permite la verdadera interconexión eficiente entre los DCV, que, a su vez, permite la eficiencia en la liquidación transfronteriza. Esta solución tecnológica es la que permitirá acceder a los servicios de los siete DCV a través de una única conexión con uno cualquiera de ellos.

En cuanto a la solución técnica propiamente dicha, su diseño descansa en la realidad de que el contenido de la información necesaria para la liquidación de operaciones es el mismo, con independencia del DCV de que se trate (clase de valor, número de títulos, efectivo, cuentas de cargo y abono, fecha de valor, etc.). La diferencia entre los DCV es, básicamente, una diferencia de formato de la información, no de contenido de la misma.

Con esta realidad presente, la solución tecnológica elegida realizará esencialmente tres funciones:

- a) encaminamiento (“*routing*”) de las instrucciones de liquidación y mensajes asociados al DCV apropiado;
- b) traducción de las instrucciones al lenguaje de cada uno de los DCV, de manera que todos ellos seguirán trabajando en sus protocolos actuales y, gracias al traductor en tiempo real, serán, sin embargo, capaces de comunicarse eficientemente entre sí, lo que es posible, precisamente, porque el contenido de la información es básicamente el mismo, y
- c) base de datos central de valores y eventos corporativos, para permitir la correcta gestión de los servicios asociados a la custodia y depositaría de valores.

El coste total estimado de la plataforma tecnológica, incluyendo software, hardware y red de comunicaciones, así como los costes de puesta en marcha, es inferior a 10 millones de euros.

El reducido coste de la solución elegida es reflejo de la decisión de utilizar al máximo la capacidad ya instalada, que se demuestra muy eficiente en cada mercado local, y concentrar el esfuerzo en resolver los problemas prácticos de la solución transfronteriza.

### 4.3 Aspectos formales de Link Up Markets

*Link Up Markets* se ha configurado como una sociedad con sede en Madrid, España. La participación de los socios en el capital social es la misma para todos ellos (salvo los DCV que solicitaron tener sólo media participación, lo que los demás socios aceptaron).

Cuenta con un Consejo de Administración en el que están representados todos los DCV y al que asiste el Director General de la Compañía.

Por último, el acceso a *Link Up Markets* está abierto a cualquier DCV que comparta la visión y los objetivos de los socios fundadores. De hecho, un DCV que quisiera sumarse al proyecto podría hacerlo, a su elección, sólo como cliente (accediendo a la plataforma, pero no participando en el capital) o como cliente y accionista.

Este carácter abierto y flexible hacia posibles nuevos participantes es una característica de *Link Up Markets* que define bien la visión compartida por los fundadores de que el avance en Europa puede y debe producirse por la vía de la cooperación y la aceptación de las diferencias mutuas en un entorno común compartido por todos.

### 4.4 Link Up Markets y el avance hacia la integración de los mercados europeos

Como se ha señalado, *Link Up Markets* permitirá a los inversores mantener una única cuenta de valores para acceder a todos los valores registrados en los DCV asociados y, además, el acceso se podrá hacer a través de cualquiera de los siete DCV.

En este sentido, *Link Up Markets* evidentemente proporciona a los inversores un servicio que están reclamando, el acceso simple a cualquier mercado, pero también abre la puerta a la competencia entre los DCV asociados. Ambos aspectos, acceso simple y fomento de la competencia, merecen una breve reflexión adicional.

La posibilidad de un único acceso para todos los servicios de liquidación ha sido abierta por el avance reciente en las telecomunicaciones y en la capacidad de proceso informático. Una vez que fue técnicamente posible, y dado el crecimiento de la demanda en este sentido, era sólo cuestión de tiempo que se hiciera realidad.

Al mismo tiempo, para los DCV permitir un único acceso supone aumentar la competencia entre ellos: en la medida en que los intermediarios puedan elegir, la exigencia de calidad de servicio y eficiencia en costes para cada DCV crecerá de manera exponencial. Creo que es muy significativo que los DCV asociados en *Link Up Markets* hayamos elegido voluntariamente este camino.

Demuestra, primero, que damos prioridad al servicio a nuestros clientes (interconectamos porque nos lo demandan) pero prueba también que creemos en la competencia como la mejor fórmula y que, como no podía ser de otro modo, dado que somos un mercado, estamos convencidos de las virtudes del mercado como mecanismo para la asignación de recursos. Estamos convencidos de que será bueno

para nuestros clientes, pero también para nosotros mismos. Como ha sucedido en otros sectores, la competencia genera empresas más eficientes, mejor servicio a los clientes y supone un gran incentivo para la innovación en productos y en servicios.

## 5 Conclusiones

El sector de la compensación y liquidación está en pleno proceso de cambio en Europa. La década de los noventa comportó la aparición de las infraestructuras centrales de compensación, liquidación y registro, los Depositarios Centrales de Valores (DCV). En su origen, el negocio se basó en un monopolio sobre unos servicios básicos de liquidación y custodia de valores de ámbito doméstico.

La liquidación y custodia en los DCV europeos es reconocida como segura, eficiente y barata. Sin embargo, la aparición del euro y el crecimiento consecuente de la inversión en valores diferentes a los domésticos produjo que clientes y autoridades públicas demandaran soluciones eficientes para la liquidación de transacciones transfronterizas. Los canales de liquidación transfronteriza actuales son más caros e ineficientes que los procedimientos domésticos.

Buena parte de la razón de esta diferencia radica en las barreras Giovannini, en la medida en que los procedimientos, prácticas de mercado, legislaciones y exigencias fiscales son muy diferentes de un país a otro. Esto obliga a que los custodios globales y los locales tengan que hacer fuertes inversiones en recursos humanos y técnicos para acceder a cada uno de los DCV locales en Europa. Lógicamente, no todos los intermediarios financieros pueden permitirse esa presencia global, por lo que se ven obligados a utilizar cadenas de intermediación más largas que las domésticas, con el incremento consecuente de costes y riesgos.

Las autoridades públicas europeas han escogido, mediante el Código de Conducta, el desarrollo de un modelo europeo basado en la interoperabilidad que permita la competencia entre los DCV y con el resto de canales de inversión transfronteriza actualmente existentes.

*Link Up Markets*, creado por siete DCV europeos entre los que se cuenta, con un papel importante, Iberclear, es precisamente la respuesta del sector privado a la demanda de los intermediarios financieros europeos, de sus clientes y de las autoridades públicas.

El proyecto, cuya empresa gestora tiene sede en Madrid, se basa en el concepto de interoperabilidad entre los DCV participantes. Se persigue mantener la seguridad y fiabilidad de los sistemas domésticos a la vez que dar respuesta al problema transfronterizo.

Este pragmatismo se observa claramente en los bajos costes de desarrollo del proyecto y en su horizonte temporal. Con menos de 10 millones de euros de coste de

la Plataforma Central y un plazo de implantación de un año, a mediados de 2009 el nuevo proyecto será una realidad.

En definitiva, los DCV y los participantes en el sector de la post-contratación europea se enfrentan a unos profundos cambios del modelo de su negocio. La próxima década será muy diferente a la actual y mucho más a la anterior. Iberclear es consciente de este profundo cambio que afectará a su negocio y sus servicios. Conscientes de este reto, el DCV español está, como siempre en su corta pero fecunda historia, preparado para moverse a la velocidad de los acontecimientos y entregado a la máxima del mejor servicio posible a nuestros clientes.

# Panorama de la titulización en Europa

Elías López Blanco (\*)

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



# 1 Introducción

La titulización de activos o, de forma más general, la titulización de derechos de crédito es una fórmula de desintermediación financiera que ha cobrado una considerable relevancia durante los últimos años. Gracias a la titulización, las entidades financieras disponen de un mecanismo que les permite movilizar sus carteras crediticias, facilitando la financiación de sus actividades y la gestión del riesgo de sus carteras. Pero la titulización se ha probado también útil para las empresas no financieras, que pueden obtener financiación mediante la movilización de sus carteras de créditos comerciales o incluso mediante la movilización de derechos de crédito futuro, como peajes de autopista o facturas generadas por los contratos de larga duración de suministro de servicios. La crisis financiera iniciada en agosto del 2007 ha suscitado dudas razonables sobre algunas prácticas en materia de titulización, fundamentalmente en el sistema bancario de Estados Unidos. Sin embargo, las circunstancias actuales no deberían hacer olvidar que esta actividad tiene un indudable potencial positivo para las empresas y la economía en su conjunto.

El artículo presenta un panorama actualizado de la titulización en Europa, incluyendo en el mismo tanto características y magnitudes de la actividad titulizadora, como aspectos relevantes de la regulación en los países europeos de mayor peso. El artículo se centra en la titulización fuera de balance. A efectos de tipificar los distintos activos o derechos de crédito que pueden servir como garantía en las emisiones de titulización, se sigue la pauta consolidada en el mercado de distinguir entre (i) emisiones de ABS (*asset backed securities*) en sentido estricto (créditos a empresas, cartera de créditos comerciales, tarjetas de crédito, créditos a estudiantes, créditos para la adquisición de automóviles, derechos futuros de crédito, etc.), (ii) emisiones garantizadas por deuda, denominadas también emisiones de CDO (*collateralised debt obligations*), (iii) emisiones de titulización garantizadas por créditos hipotecarios residenciales (*residential mortgage backed securities* –RMBS), (iv) emisiones garantizadas por créditos hipotecarios no residenciales (*commercial mortgage backed securities* –CMBS) y (v) emisiones respaldadas por los flujos de caja esperados de un proyecto o negocio (*whole business backed securities* –WBS). Dentro de las modalidades de titulización fuera de balance, se contempla también la denominada titulización sintética, donde el vehículo de propósito especial (*special purpose vehicle* –SPV) constituido al efecto adquiere el riesgo de crédito de determinados activos y emite valores para constituir un depósito de liquidez que, en su caso, garantice sus obligaciones frente al cedente.

## 2 Datos relevantes

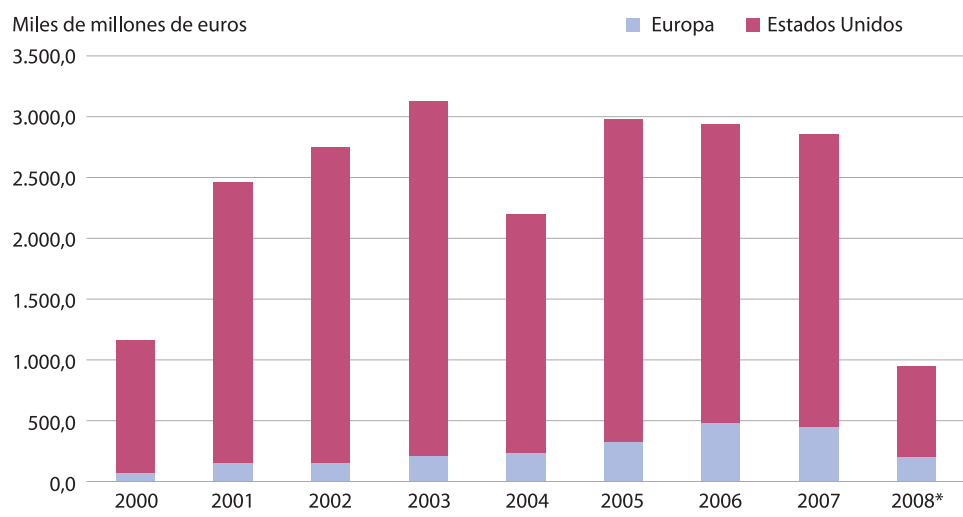
Las emisiones europeas de bonos de titulización han experimentado un fuerte crecimiento desde el inicio del presente siglo. Entre 2000 y 2006, las colocaciones

aumentaron de manera continua, con una tasa de variación anual media del 38%. En 2007, a pesar del impacto negativo de la crisis hipotecaria *subprime* norteamericana, las transacciones de mercado primario alcanzaron un importe cercano a los 454 mil millones de euros, casi seis veces más que en el año 2000. Los datos más recientes, correspondientes al primer semestre de 2008, evidencian la continuidad de las condiciones adversas del mercado, registrándose un descenso de las colocaciones algo superior al 25% respecto al mismo período del año anterior. El crecimiento de las actividades de titulización en Europa se aprecia, asimismo, en la evolución de las colocaciones de pagarés de titulización (*asset backed commercial paper -ABCP*), cuyo importe en 2007 se aproximó también a los 454 mil millones de euros. Como en el caso de los bonos de titulización, el segmento de pagarés se ha visto significativamente afectado por el empeoramiento de las condiciones financieras, experimentando las colocaciones un descenso del 33% en el primer semestre de 2008 respecto al mismo período del año anterior.

A pesar de su fuerte crecimiento, el mercado europeo de titulizaciones sigue siendo considerablemente inferior en tamaño al norteamericano, como puede apreciarse en el gráfico 1. Las colocaciones de bonos de titulización norteamericanos alcanzaron en 2007 un importe de 2,4 billones de euros, unas cinco veces y media más que en Europa. Los datos del primer semestre de 2008 sugieren que el impacto de la crisis financiera sobre las emisiones está siendo más intenso en Estados Unidos que en Europa; a pesar de ello, las colocaciones norteamericanas durante dicho período alcanzaron un importe de 740 mil millones de euros, tres veces y media más que las europeas. La diferencia entre ambos mercados es aún más pronunciada si se toma como referencia el saldo vivo de los bonos de titulización. En junio de 2008, dicho saldo ascendía a 1,4 billones de euros en Europa y a 6,6 billones en Estados Unidos.

### Colocaciones de bonos de titulización

GRÁFICO 1



Fuente: European Securitisation Forum.

\* Primer semestre.

Como se puede apreciar en el gráfico 2, el Reino Unido, que concentraba el 36% de los saldos vivos de los bonos de titulización garantizados por activos europeos en

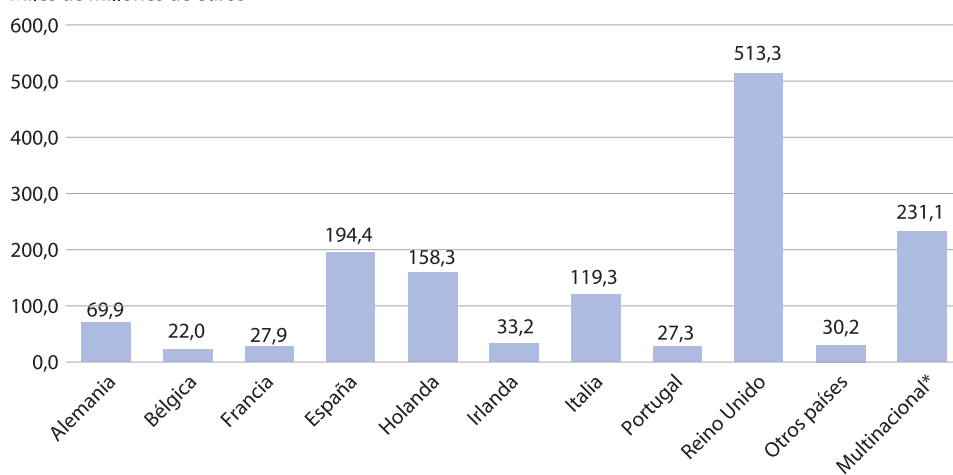
junio de 2008, mantiene una clara posición de liderazgo en la actividad emisora europea. España y Holanda ocupan la segunda y tercera posición, con el 13,6% y el 11,1% de dichos saldos, respectivamente. Conviene destacar que una parte significativa de las emisiones europeas de bonos de titulización son multinacionales respecto a los activos de garantía, esto es, están garantizadas por agrupaciones (*pools*) de activos originados en más de una jurisdicción. Las emisiones multinacionales suponían el 16,2% de los saldos vivos europeos.

### Saldo vivo de las emisiones de titulización en Europa por país del activo de garantía

GRÁFICO 2

Junio de 2008

Miles de millones de euros



Fuente: European Securitisation Forum.

\* Activos de garantía originados en más de un país.

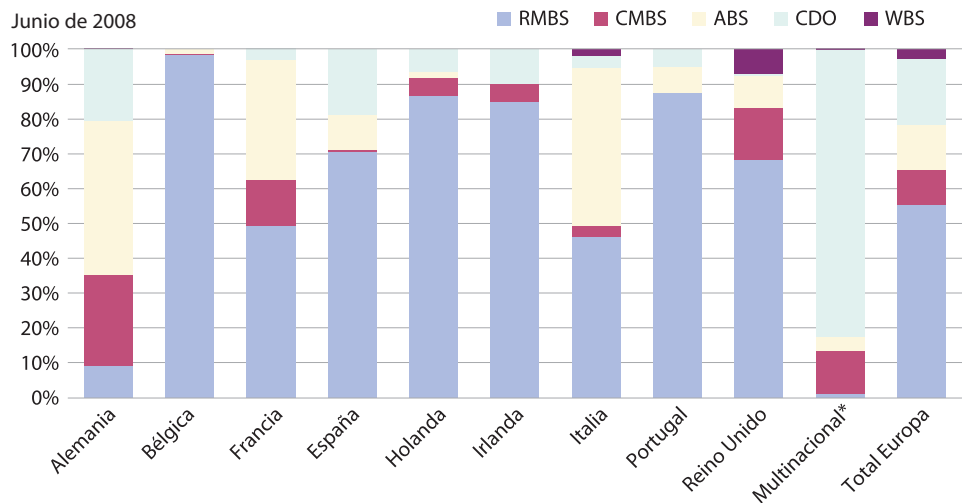
El mercado europeo de titulizaciones descansa fundamentalmente, como el norteamericano, en las emisiones respaldadas por activos con garantía hipotecaria. El peso de dichas emisiones sobre el saldo vivo total era, en junio de 2008, del 65,2%, mientras que en Estados Unidos dicho porcentaje ascendía al 72,4%. Dentro de la titulización hipotecaria europea, cabe destacar especialmente las emisiones de RMBS, esto es, las respaldadas por créditos hipotecarios destinados a la adquisición de viviendas, que suponían el 55,3% de los saldos vivos totales. El resto de la titulización hipotecaria corresponde a emisiones de CMBS (créditos hipotecarios destinados a la adquisición de oficinas, locales comerciales, naves, etc.). El 79,2% del saldo vivo total europeo en emisiones de titulización hipotecaria corresponde a emisiones de Reino Unido, España y Holanda, países cuyo mercado inmobiliario ha experimentado un fuerte crecimiento durante los últimos años.

Respecto a la titulización no hipotecaria, el segmento de emisión más importante en cuanto a su peso en el saldo vivo total europeo es el segmento CDO, cuyas emisiones suponían el 19,1% de aquél, mientras que las emisiones de ABS, garantizadas por créditos para la adquisición de automóviles, tarjetas de crédito y créditos a consumidores y estudiantes, entre otros activos, suponían el 12,9%. En cuanto a las emisiones garantizadas por flujos de caja futuros derivados de negocios o proyectos de inversión (bonos WBS), su peso es todavía reducido, pues suponen el 2,8% del saldo vivo total. Dentro de estos tipos de titulización, cabe destacar que las emi-

siones multinacionales suponen el 69,7% de las emisiones europeas de CDO, que el 82,4% de las emisiones de ABS tienen su origen en Italia, Reino Unido, Alemania y España (por este orden) y que el 91,7% de las emisiones WBS corresponden al Reino Unido.

Las emisiones de titulización con garantía hipotecaria mantienen una posición preponderante en la mayoría de los países europeos, aunque se observan algunas diferencias apreciables entre ellos. El peso de este tipo de emisiones en los respectivos saldos vivos nacionales es particularmente elevado en Reino Unido y Holanda, donde suponen más del 80% del total. En España y Francia, su peso se sitúa en el 71,2% y el 62,4%, respectivamente. Italia tiene un porcentaje menor, pero se aproxima al 50%. La principal excepción entre los grandes países europeos se produce en Alemania, donde las emisiones de titulización hipotecarias sólo suponen el 35,2% del saldo vivo total. Además, en este país, el saldo vivo de las emisiones de CMBS es considerablemente mayor que el correspondiente a las emisiones RMBS, una situación que no se observa en ningún otro país europeo.

**Distribución del saldo vivo de las emisiones de titulización en Europa por país y activo de garantía** GRÁFICO 3



Fuente: European Securitisation Forum.

\* Activos de garantía originados en más de un país.

El empeoramiento de las condiciones financieras ha dado lugar a una amplia revisión a la baja de las calificaciones otorgadas a los bonos de titulización por parte de las agencias especializadas a partir de agosto de 2007. Como se aprecia en el cuadro 1, la rebaja de las calificaciones crediticias se ha producido con mayor antelación y ha sido más acentuada en Estados Unidos que en Europa, donde el predominio de las rebajas sobre las mejoras no se manifiesta con claridad hasta el primer semestre de 2008. Dentro de las emisiones europeas, las reducciones de calificación han afectado de manera especial a las emisiones de CDO, canalizadas en una parte importante a través de emisiones multinacionales, como ya se ha indicado. Por países, el mayor número de rebajas se ha producido en el Reino Unido.

## Número de modificaciones en la calificación crediticia de las emisiones de titulización

CUADRO 1

(Mejora/empeoramiento)	Moody's		Standard & Poor's		Fitch	
	2007	2008*	2007	2008*	2007	2008*
Francia	0 / 0	0 / 1	3 / 0	1 / 8	3 / 1	0 / 2
Alemania	4 / 0	2 / 7	34 / 5	6 / 19	34 / 21	11 / 18
Italia	1 / 4	0 / 7	20 / 6	11 / 7	37 / 1	2 / 13
Holanda	20 / 0	0 / 0	17 / 0	6 / 0	62 / 0	14 / 0
España	0 / 0	1 / 5	16 / 0	6 / 1	31 / 2	0 / 13
Reino Unido	21 / 11	16 / 89	77 / 22	38 / 159	278 / 188	30 / 48
Multinacional**	236 / 235	70 / 803	215 / 326	47 / 975	36 / 1	12 / 126
Total Europa	282 / 250	89 / 912	382 / 359	115 / 1.169	481 / 214	69 / 220
EE.UU.	1.603 / 9.655	334 / 21.314	1.531 / 6.537	322 / 13.786	1.758 / 6.016	500 / 10.664

Fuente: European Securitisation Forum.

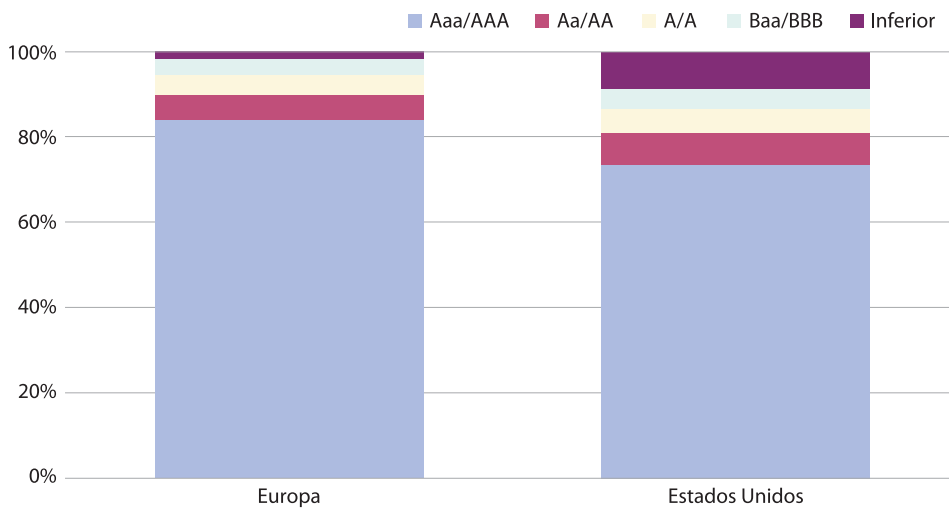
\* Primer semestre.

\*\*Activos de garantía originados en más de un país.

A pesar del aumento reciente de las modificaciones a la baja, el grueso de las emisiones de titulización europeas goza de una elevada calificación, como se aprecia en el cuadro 2. En junio de 2008, casi un 95% del saldo vivo europeo correspondía a emisiones que disfrutaban de una calificación actualizada A o superior según la escala de Moody's. En particular, las emisiones con calificación Aaa o superior suponían el 84,13% del saldo vivo total. La calidad crediticia de las emisiones europeas se compara con una cierta ventaja respecto a las norteamericanas, cuyas emisiones con calificación Aaa/AAA suponían el 73,7% del saldo vivo total en dicho país.

## Distribución del saldo vivo de las emisiones de titulización en Europa según la calificación de Moody's

GRÁFICO 4



Fuente: European Securitisation Forum.

### 3 Regulación y características de la actividad en España y en otros países europeos

Algunos países europeos, como España, Francia, Italia, Noruega, Bélgica y Luxemburgo han desarrollado una legislación específica para regular las actividades de titulización. Otros mercados destacados, como Alemania y el Reino Unido han optado por no acometer tal regulación, por lo que, desde un punto de vista legal, sólo las normas societarias y mercantiles de carácter general restringen la actividad titulizadora. En este apartado se presenta un resumen de las características más relevantes del marco regulatorio y del propio mercado en España, Francia, Italia, Alemania y Reino Unido.

#### España

El mercado hipotecario fue el primer motor de la normativa española en materia de titulización. En efecto, el primer texto legal, la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria (FTH), contemplaba exclusivamente las operaciones garantizadas por activos hipotecarios y configuraba un marco operativo notablemente restrictivo. Hubo que esperar hasta 1998 para que, a través del Real Decreto 926 del mismo año, la regulación posibilitase la extensión de la titulización a otros activos o derechos de crédito, incluidos los derechos de crédito futuros, y contemplase la constitución de vehículos de propósito especial más apropiados en el nuevo contexto, como los fondos de titulización de activos (FTA). Otras normas posteriores han ido plasmando una progresiva flexibilización de la regulación, al admitir la titulización sintética (2003) y clarificar las condiciones bajo las que es posible titular derechos de crédito futuros (2005).

La titulización española se canaliza a través de SPV que revisten la forma de patrimonios sin personalidad jurídica, denominados fondos de titulización hipotecarios (FTH), para la titulización de activos hipotecarios conforme a la Ley de 1992, y fondos de titulización de activos (FTA), para las operaciones de titulización más amplias en cuanto a los activos o derechos de crédito de garantía contemplados por el Real Decreto 926/1998. La financiación típica de los fondos de titulización españoles, destinada a la adquisición de los activos integrados en su patrimonio, consiste en emisiones de deuda, que pueden revestir distinto grado de subordinación. Los FTH son fondos cerrados, esto es, asociados exclusivamente a una operación de titulización. Los FTA pueden ser fondos abiertos, aunque, en la práctica, casi todos los promotores han elegido fórmulas cerradas. Los fondos de titulización deben estar necesariameante gestionados por una sociedad que tenga, en exclusiva, esa finalidad. La normativa exige unos requisitos mínimos de capital de 901.000 euros y la disponibilidad de una estructura organizativa y medios humanos y materiales adecuados, incluídos los sistemas de control.

El grueso de la actividad en el mercado español de titulizaciones se apoya en los bonos garantizados por activos hipotecarios, que en 2007 concentraron el 63% de las emisiones de de bonos de titulización. Conviene señalar que la mayor parte de las emisiones de bonos hipotecarios se canaliza mediante emisiones de los FTA,

que ofrecen una mayor flexibilidad en la estructuración de las operaciones que los FTH de la Ley de 1992. Una parte significativa de las emisiones de los FTA respaldadas, en última instancia, por una garantía hipotecaria, se formalizan mediante emisiones de CDO, dado que la garantía en poder del fondo está materializada en cédulas hipotecarias singulares. A pesar del predominio de la titulización hipotecaria, durante los últimos años han aumentado de modo notable las emisiones de ABS en sentido estricto, especialmente las respaldadas por créditos a pequeñas y medianas empresas, en parte gracias a la existencia de programas de apoyo de las Administraciones Públicas. En conjunto, las emisiones respaldadas por créditos bancarios destinados a cualquier tipo de empresas supusieron, en 2007, el 21% del importe emitido en bonos de titulización.

## Francia

Francia reguló, por primera vez en Europa, la actividad titulizadora a través de la Ley de Titulización de 1988, modificada posteriormente en diversas ocasiones. Esta norma se halla en la actualidad codificada dentro del Código Monetario y Financiero, que regula el sistema financiero francés en su conjunto. Como en otros países europeos, el impulso inicial de la regulación francesa en materia de titulización vino dado por el deseo de facilitar la movilización de las carteras de créditos hipotecarios de las entidades bancarias y, por tanto, la financiación de la actividad hipotecaria y la gestión del capital regulatorio por parte de dichas entidades. Posteriormente, ante el desarrollo de la titulización en otros países, fundamentalmente en los anglosajones, la regulación francesa se ha ido modificando para dar cabida a un mayor número de activos de garantía, extender la actividad a empresas no financieras y facilitar su localización en el territorio nacional.

Como en el caso español, los SPV reconocidos por la regulación francesa son meros patrimonios sin personalidad jurídica que, en este caso, reciben el nombre de fondos comunes de deuda (*fonds commun de créances* –FCC). Hasta el año 2003, estos fondos sólo podían financiar la adquisición de los derechos de crédito que integraban su patrimonio mediante la emisión de participaciones, al estilo de los fondos de inversión típicos de la industria de inversión colectiva. Esta peculiar restricción suponía un serio obstáculo para captar recursos, especialmente entre inversores institucionales de otros países, debido a que las participaciones eran contempladas como instrumentos de renta variable y, por tanto, con un elevado riesgo crediticio. En el año indicado, un cambio de la regulación permitió que los FCC pudieran financiarse, además, mediante la emisión de instrumentos de deuda (*titres de créances*) o papel comercial (*titres de créances négociables*). La flexibilización ha supuesto, en la práctica, una distinción de las fórmulas de financiación basada en la prelación frente a una situación de insolvencia: mientras que los instrumentos de deuda pueden ser contemplados como notas *senior*, las participaciones forman parte del tramo *junior* de la estructura de financiación.

Los FCC pueden ser fondos abiertos, esto es, no necesariamente vinculados a una única operación de titulización. Además, pueden constituirse como fondos paraguas, esto es, pueden estar formados por distintos compartimentos, cada uno de ellos financiados con emisiones de participaciones o deuda diferenciados para la adquisición, en exclusiva, de los activos o derechos de crédito que forman parte del mismo. Los compartimentos deben mantener cuentas separadas entre sí.

Los FCC deben estar gestionados por una sociedad de gestión autorizada por el regulador de valores, en este caso la Autorité des Marchés Financiers (AMF). Las sociedades de gestión de los FCC deben tener como único objeto esta actividad. Los fondos también deben contar con una entidad que actúe como depositario de los activos que forman parte de su patrimonio.

En cuanto a los activos o, en general, los derechos de crédito, que pueden ser objeto de titulización, las sucesivas reformas de la normativa francesa han abierto una amplia gama de posibilidades, incluyendo deuda (emisiones de CDO), la titulización sintética y la titulización de derechos de crédito futuros.

### Italia

La ley italiana de titulización data de 1999. También en este caso, uno de los principales motores de la regulación fue el deseo de localizar en territorio nacional las operaciones de titulización basadas en activos italianos. Este tipo de operaciones no eran posibles con anterioridad a la aprobación de la Ley debido, por una parte, al límite general de endeudamiento (no mayor que el capital) que imponía la ley mercantil para las compañías y, por otra parte, a la ausencia de una legislación específica sobre vehículos de propósito especial.

A diferencia de las regulaciones francesa y española, la italiana contempla la posibilidad de que el SPV pueda ser una sociedad (anónima o de responsabilidad limitada) o un fondo sin personalidad jurídica, aunque, en la práctica, la totalidad de las operaciones de titulización realizadas hasta el momento han utilizado el primer tipo de vehículo. Otro rasgo distintivo, también interesante, de la regulación italiana es la posibilidad de que la compañía que adquiere de la entidad cedente los activos a titular y el emisor de los valores respaldados por los mismos sean distintos. En cualquier caso, ambas compañías deben estar registradas como entidades financieras ante el Banco de Italia, entidad a la que corresponde su supervisión. Ambas compañías están sujetas a requisitos mínimos de capital relativamente pequeños y se les permite endeudarse, con la garantía de los activos adquiridos, por encima de su capital. El emisor debe notificar con cierta antelación (20 días) sus planes de emisión al Banco de Italia, que puede demorar o, incluso, prohibir la emisión si estima que la misma puede perturbar el normal funcionamiento de los mercados financieros italianos. Tanto los administradores de la compañía adquirente como de los del emisor están sujetos a requisitos de competencia profesional y honorabilidad, en línea con la regulación de las entidades financieras. Los accionistas de estas compañías con una participación superior al 5% también están sujetos a requisitos de idoneidad.

La regulación italiana sobre titulización no excluye de esta posibilidad a ningún tipo específico de activo o derecho de crédito, incluidos los de carácter futuro, siempre que éstos puedan ser claramente identificados. Sin embargo, la titulización se limita a activos plenamente comprados (*true sale*), excluyendo, por tanto, la titulización sintética. Debe señalarse que, en el mercado italiano, las emisiones ABS, y, dentro de estas, las emisiones garantizadas por derechos de crédito futuros basados en facturas emitidas por compañías de servicio público, han adquirido un notable peso.



Las emisiones de titulización italiana pueden ser cotizadas en un mercado regulado, pero raramente están cotizadas en un mercado italiano. La mayoría de los emisores suele elegir la Bolsa de Luxemburgo.

Finalmente, conviene reseñar que la última reforma de la ley de titulización italiana, que data de 2005, incorpora, por primera vez en aquel país, la regulación de las emisiones de bonos garantizados (*covered bonds*), un instrumento típico de las instituciones financieras. Una característica que llama la atención respecto a la misma, es la posibilidad de que la cartera global de créditos que garantizan la emisión no permanezca en el balance de la entidad financiera que los originó, sino que se hallen en manos de un SPV.

## Alemania

A diferencia de España, Francia e Italia, en Alemania no existe una ley de titulización, aunque hay algunas disposiciones legales que afectan, por lo menos parcialmente, a esta actividad en diversas leyes, como la Ley Bancaria, la Ley de Bancos Hipotecarios y algunas normas en materia de impuestos. Consecuentemente, desde un punto de vista legal, la atención de los participantes en este mercado se centra en las disposiciones de los grandes códigos alemanes con impacto potencial en los contratos sobre los que se sustenta la actividad, como el Código Civil, el Código Mercantil o la Ley de Insolvencia.

Aunque las primeras titulizaciones alemanas se produjeron a principios de la década iniciada en 1990, el despegue de la actividad en cuanto al número y volumen de las transacciones no se produjo hasta la primera mitad de la década iniciada en el año 2000. Conviene señalar que, hasta ese momento, la titulización bancaria estuvo claramente dominada por las operaciones sintéticas y que el despegue de la titulización *true-sale*, responsable del crecimiento reciente de la actividad, se produjo gracias al impulso del banco público Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) y 12 doce entidades bancarias privadas que, en 2003, crearon la denominada *True Sale Initiative*. Como resultado de este iniciativa, se modificó de forma favorable la fiscalidad de las operaciones y se agilizó y dotó de mayor seguridad a la transferencia de los activos de garantía. Asimismo, los promotores de la iniciativa pusieron a disposición del mercado plataformas que facilitaban la constitución de vehículos de propósito especial y, en general, el diseño y estructuración de las operaciones.

Los datos recientes del mercado alemán ponen de manifiesto el predominio de las emisiones no hipotecarias sobre las hipotecarias. Dentro de las primeras cabe destacar, sobre todo, las emisiones de ABS y, dentro de éstas, la titulización de créditos bancarios otorgados a pequeñas y medianas empresas, un segmento especialmente alentado por los bancos participantes en la *True Sale Initiative*. También tienen un peso notable las emisiones de CDO.

## Reino Unido

El Reino Unido ha sido calificado, en alguna ocasión, como un laboratorio de ideas en materia de titulización. La ausencia de regulación en esta ámbito, la influencia del mercado norteamericano y la propia tradición innovadora de su industria financiera han impulsado un mayor desarrollo de las técnicas de titulización en este país

que en cualquier otro de Europa. Aún cuando el grueso de las titulaciones británicas sigue apoyándose en las garantías hipotecarias, otras fórmulas escasamente utilizadas en el resto de Europa, como las emisiones de WBS, tienen en el Reino Unido una presencia significativa.

La inexistencia de regulación legal concede a los promotores gran flexibilidad a la hora de constituir vehículos de propósito especial. El fondo de titulación al estilo francés o español es muy poco frecuente, de modo que en su inmensa mayoría los SPV británicos son sociedades. Una parte notable de las promovidas por los cedentes de los activos se constituyen como “subsidiarias huérfanas”, fórmula que se caracteriza por la interposición de una fundación o entidad sin ánimo de lucro, que posee una participación decisiva en el capital del SPV y que, a su vez, se halla bajo el control del cedente. La elección de este tipo de vehículos se explica por razones fiscales, generalmente para evitar la consolidación contable. Conviene destacar igualmente que numerosos vehículos se han constituido en territorios que gozan de una considerable autonomía tanto en el ámbito fiscal como en el regulatorio, fundamentalmente en las Islas del Canal.

## 4 Conclusiones

Las actividades de titulación europeas se han desarrollado de un modo considerable desde el inicio del presente siglo, aunque el mercado europeo sigue a gran distancia del norteamericano, mucho mayor. Como en el caso norteamericano, el grueso de las garantías en las emisiones de titulación está constituido por activos hipotecarios, predominando las emisiones tipo RMBS. No obstante, se aprecia un significativo aumento de la titulación en otros activos, principalmente créditos a empresas y deuda. Una parte significativa de las emisiones europeas de titulación están garantizadas por activos originados en más de una jurisdicción (emisiones multinacionales), principalmente a través de la fórmula CDO.

La crisis financiera iniciada en agosto del 2007 ha afectado de manera significativa a las emisiones de titulación europeas. El impacto, que se aprecia especialmente en las emisiones del primer semestre de 2008, es, sin embargo, más atenuado que en Estados Unidos. El empeoramiento de las condiciones financieras también ha comportado un aumento de las rebajas en la calificación crediticia, pero ésta sigue siendo muy elevada para el grueso de las emisiones en vigor. El peso de las emisiones de baja calificación en el saldo vivo en vigor es menor en Europa que en Estados Unidos.

No todos los países europeos han optado por establecer una regulación específica en materia de titulación. Entre los cinco países de mayor peso en la Unión Europea, han optado por esta vía España, Francia e Italia, mientras que Alemania y el Reino Unido carecen de regulación. Dentro de los países con legislación específica, Italia contempla la posibilidad de constituir SPV tanto a través de patrimonios sin personalidad jurídica como a través de sociedades por acciones, aunque, en la práctica, sólo se utiliza la segunda posibilidad. La legislaciones de Francia e Italia sólo contemplan el primer caso.

### III Novedades regulatorias

# Agencias de *Rating*: el debate sobre la futura legislación europea

Raquel García Alcubilla y Francisco Javier Ruiz del Pozo (\*)

(\*) Raquel García Alcubilla 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 y es Director de Información Financiera de CESR.

# 1 Introducción

La atención sobre las agencias de calificación crediticia (agencias de *rating*) y su papel en los mercados financieros se ha visto incrementada en los últimos años a raíz de importantes casos de bancarrota de empresas que tenían una calificación crediticia (*rating*) elevada (i.e. Enron, Parmalat, etc.). En algunos de estos casos la actuación de las agencias de *rating* fue muy criticada, por no haber sido capaces de anticipar las dificultades financieras de estas empresas hasta un momento muy cercano a su colapso.

La preocupación sobre la actuación de las agencias de *rating* llevó a los supervisores internacionales a estudiar en profundidad su actividad, dada la falta de información sobre el funcionamiento de estas entidades. En el anexo se citan las principales iniciativas de los supervisores internacionales en este contexto.

La crisis hipotecaria, que comenzó en el mercado estadounidense a principios del 2007 (conocida como crisis *subprime*), ha supuesto un nuevo golpe para este sector. Conforme caían en picado los precios de los activos hipotecarios, las tres agencias más activas en la calificación de titulaciones (Fitch Ratings, Moody's Investors Service y Standard & Poor's Rating Services) comenzaron una igualmente espectacular revisión a la baja de las calificaciones.

La dudosa actuación de las agencias en esta última crisis ha sido el elemento determinante para que los supervisores se hayan decidido a incrementar el control sobre estas entidades. En Europa, esto va significar muy probablemente la adopción de una regulación comunitaria de este sector, como la que ya existe en Estados Unidos.

En Estados Unidos se ha intensificado la regulación en los últimos años. El Congreso estadounidense aprobó una ley en septiembre de 2006 modificando el sistema de registro de las agencias que quisieran obtener el estatus de NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) con el fin de aclarar los requisitos necesarios para obtener dicho estatus y los poderes de supervisión de la Securities and Exchange Commission (SEC). La SEC publicó en junio de 2007 las reglas de desarrollo de la nueva ley.

Tras un periodo de análisis del funcionamiento práctico de las normas, y teniendo en cuenta los nuevos problemas identificados en el área de productos estructurados a raíz de la crisis *subprime*, la SEC ha publicado este verano para consulta pública sus propuestas de modificación de la normativa con objeto de intensificar el control de las agencias.

En la Unión Europea, las deficiencias detectadas en el funcionamiento de las agencias en el mercado hipotecario han sido el elemento definitivo que ha convencido a ciertos reguladores, como al miembro de la Comisión Europea a cargo de la Direc-

ción General para el Mercado Interior, Charlie McCreevy, de la necesidad de regular la actividad de las agencias de *rating*.

En concreto, la Comisión Europea ha publicado el 31 de julio de 2008 dos documentos para consulta<sup>1</sup> hasta el 5 de septiembre. El primero propone una Directiva o Reglamento estableciendo una regulación de las agencias. El segundo solicita comentarios sobre cómo abordar el excesivo valor que se da a los *ratings* en la legislación europea.

El objetivo de este artículo es exponer las posibles respuestas a las principales preguntas que los legisladores europeos deberán resolver cuando comience la discusión en el Parlamento y en el Consejo de la propuesta legislativa de la Comisión Europea.

En un primer apartado se expondrán las ventajas e inconvenientes de la decisión de la Comisión Europea de introducir una legislación europea de las agencias de *rating*. A continuación se analizarán las principales cuestiones que se plantean en relación a la futura legislación: ¿quiénes serían los sujetos?, ¿cuáles deberían ser los principios inspiradores?, ¿qué aspectos de la actividad de las agencias deberían regularse?, ¿qué actuación realizaría el supervisor?, ¿quién se encargaría de la supervisión? y ¿cuál es el modelo de supervisión más apropiado para Europa?. Finalmente, la última parte del artículo incluye la conclusión.

## 2 ¿Cuáles son las ventajas e inconvenientes de introducir una legislación en Europa para las agencias de *rating*?

La propuesta de legislar la actividad de las agencias de *rating* en la Unión Europea no está exenta de controversia. Existe un cierto consenso entre los participantes de los mercados de valores y los supervisores sobre cuáles son las deficiencias en la actuación de las agencias; sin embargo, las divergencias comienzan al debatir cuál es la solución más apropiada para los problemas. No ha sido sólo el grupo de presión compuesto por agencias y bancos de inversión el que se ha manifestado repetidamente en contra de cualquier iniciativa legislativa. Los inversores profesionales tampoco han mostrado ningún entusiasmo por la opción regulatoria.

Los principales argumentos esgrimidos para no introducir una regulación de las agencias de *rating* son los siguientes:

- La legislación comunitaria podría inducir a los participantes del mercado a tener una confianza excesiva en los *ratings*, puesto que la existencia de una supervisión pública podría dar la apariencia de que el supervisor garantiza en

---

<sup>1</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2008/securities\\_agencies\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2008/securities_agencies_en.htm)

cierta medida su calidad. Adicionalmente, la referencia a los *ratings* en la legislación ya ha sido identificada como un posible incentivo a la confianza excesiva en ellos. Precisamente la Comisión Europea, junto con su propuesta de legislación, ha publicado el papel mencionado anteriormente sobre cómo abordar el problema de la excesiva confianza en los *ratings*. Incluso menciona que la mayor demanda y confianza en los *ratings* por parte de los inversores ha podido ser el resultado del incremento de las referencias a los *ratings* en la legislación. Asimismo, el Foro de Estabilidad Financiera recomienda a las autoridades que se aseguren de que las funciones que han atribuido a los *ratings* en su normativa no provocan una excesiva confianza en los mismos; según el Foro de Estabilidad Financiera, los *ratings* no deberían sustituir al análisis independiente de los riesgos de los valores que deben realizar los inversores.

- Existe el riesgo de que el régimen legal sea inflexible y perjudique la innovación.
- La legislación podría limitar la ya escasa competencia en el sector, al crear barreras para el crecimiento de las agencias de tamaño pequeño o mediano o para la creación de otras nuevas.

No obstante lo anterior, las deficiencias identificadas en los últimos años en la actuación de las agencias ha puesto de manifiesto las carencias del sistema de autorregulación existente hasta el momento en Europa. Por ello, los supervisores europeos han considerado que es necesario establecer una supervisión pública efectiva de las agencias que solucione los fallos de mercado detectados. La coordinación internacional de dicha supervisión a corto plazo resulta complicada, por lo que la Comisión Europea ha decidido proponer la introducción de una legislación de las agencias en la Unión Europea. Las ventajas de esta opción son básicamente las siguientes:

- Una autoridad encargada de la supervisión comprobaría que las agencias cumplen con las normas. La principal debilidad del Código de IOSCO es la ausencia de un sistema adecuado de supervisión del cumplimiento de sus principios por parte de las agencias.
- La legislación podría incentivar a las agencias para ser más diligentes y evitar en el futuro fallos sustanciales en el proceso de elaboración de los *ratings*.
- Algunos Estados miembros atribuyen ciertos efectos legales a los *ratings* en sus legislaciones nacionales. Un régimen comunitario introduciría una mayor coherencia en el tratamiento de los *ratings* en la Unión Europea.

### 3 ¿Quiénes serían los sujetos de la legislación?

La determinación de los sujetos de la regulación es una cuestión compleja. A pesar de que el mercado está dominado por las tres grandes agencias que hemos citado anteriormente, existen también en la Unión Europea múltiples agencias pequeñas

que operan sólo localmente y que también podrían quedar comprendidas en el ámbito de aplicación de la legislación. Estas agencias pueden obtener ingresos de los emisores, de los inversores o de otros participantes del mercado. También pueden existir distintas formas de producir los *ratings*: las agencias pueden utilizar modelos cualitativos, cuantitativos o combinaciones de ambos.

Asimismo, la tipología de los usuarios de los *ratings* es muy variada. Bancos y compañías de seguros utilizan los *ratings* para determinar el capital exigido por la legislación prudencial. Los emisores necesitan los *ratings* para poder colocar los valores que emiten o para obtener mejores precios. Los inversores valoran los *ratings* en su proceso de toma de decisiones de inversión y, en algunos casos, los inversores institucionales incluso los necesitan imperativamente para comprar determinados productos.

A continuación se describen brevemente las principales alternativas que pueden utilizarse para determinar el ámbito de aplicación de la regulación sobre los *ratings*, en función del alcance más amplio o más limitado que se busque.

### 3.1 Las agencias como sujetos directos de la legislación

Una opción sería establecer una regulación que afectase a todas las agencias, de manera que cualquier entidad que encajase en la definición proporcionada por la legislación debería cumplir con la normativa comunitaria, con independencia del uso que los participantes del mercado hagan de sus *ratings*. Esta opción, que podría parecer a primera vista la más sencilla, daría lugar a importantes dificultades prácticas, puesto que la determinación de qué entidades estarían sometidas a la legislación dependería exclusivamente de las definiciones de agencia de *rating* y de *rating*. Una definición amplia podría dar lugar a una multitud de entidades sujetas a la regulación con distintos tamaños y modelos de negocio.

Adicionalmente, resultaría complicado aplicar un criterio territorial para determinar las agencias sujetas a la regulación europea; las agencias que dominan el mercado tienen su gestión y su principal centro de negocios fuera de la Unión Europea y, además, existen múltiples agencias de *rating* de tamaño mediano o pequeño también operando fuera de la Unión Europea que emiten *ratings* que pueden ser utilizados por inversores europeos.

Dichas dificultades podrían llevar a considerar como sujeto de la regulación a los usuarios de los *ratings*, en vez de a las agencias de manera directa.

### 3.2 Las agencias como sujetos indirectos de la legislación

Por lo tanto, una segunda opción sería regular el uso que hacen de los *ratings* los participantes del mercado. En este supuesto las agencias serían indirectamente objeto de la regulación, en tanto que deberían cumplir con los requisitos establecidos en la normativa para que sus *ratings* pudieran ser utilizados por los participantes del mercado. Este es el sistema por el que optó el legislador estadounidense, dado el extenso uso que en distintas normativas americanas se hace de los *ratings*, y también es el previsto en la Directiva de Adecuación de Capital.



En principio, en esta opción, el ámbito de aplicación sería más restringido que en la opción anterior, puesto que sería necesario que los *ratings* se utilizasen con alguno de los fines previstos en la propia legislación. No obstante, el ámbito dependería de qué usos quedasen comprendidos en la norma.

- a) Un ejemplo de ámbito de aplicación limitado es el propuesto por la Comisión Europea en el borrador de legislación que ha publicado para consulta en agosto, que regularía únicamente la utilización de los *ratings* por entidades reguladas (bancos, compañías de seguros, etc.) con objeto de cumplir con las obligaciones establecidas por su regulación comunitaria sectorial.

Esto implicaría que los bancos y las compañías de seguros únicamente podrían utilizar *ratings* de agencias reguladas a esos efectos. Por lo tanto, la regulación propuesta por la Comisión Europea presupone que la legislación comunitaria (al menos la Directiva de Adecuación de Capital) va a continuar atribuyendo determinadas funciones a los *ratings*.

Esta opción daría lugar, probablemente, a un número de agencias supervisadas bastante limitado, puesto que el número de entidades que emiten *ratings* utilizados por entidades reguladas para cumplir con los requerimientos legales actualmente es muy reducido.

- b) Una segunda opción consistiría en añadir el uso de los *ratings* que realizan los emisores de valores con objeto de poder colocar sus emisiones en el mercado (por ejemplo, los Fondos de Titulización de Activos). El objeto de incluir esta actividad en la legislación es proteger a los inversores que adquieren los valores teniendo en cuenta la información adicional que les proporciona el *rating*. Sin embargo, en el caso de *ratings* no solicitados por los emisores, su uso por los inversores no daría lugar a ninguna obligación para la agencia de *rating*, puesto que no estarían sujetos a la regulación.

Una cuestión clave en este modelo es determinar quiénes son los emisores cuya solicitud de *rating* determina que una agencia quede sometida a la regulación europea. Parece que lo más razonable, dado que el objetivo de la regulación es proteger a los inversores europeos, sería tener en cuenta sólo a aquellos que ofrezcan sus valores a personas domiciliadas en la Unión Europea (con independencia del país donde esté domiciliado el emisor).

Esta opción daría lugar, probablemente, a un número de agencias supervisadas superior a la opción anterior, puesto que las agencias pequeñas de dimensión local previsiblemente también solicitarían su registro en la Unión Europea con objeto de que los emisores pudieran solicitar sus *ratings* para colocar los valores.

- c) Un ámbito más extenso sería regular el uso de los *ratings* no sólo por las entidades reguladas o por los emisores que colocan sus valores, sino también, en general, por los inversores. Este ámbito de aplicación incluiría los *ratings* no solicitados por el emisor (por ejemplo, aquellos que la agencia vende a los inversores que se han suscrito a sus servicios). Esto equivaldría

a la opción citada anteriormente, consistente en regular a las agencias como tales, con independencia del uso que se haga de sus *ratings*. Este sistema es el seguido por la Directiva 2003/125/CE<sup>2</sup> al regular las recomendaciones de inversión.

## 4 ¿Cuáles serían los principios que deberían inspirar la legislación?

Parece que existe un cierto consenso alrededor de una serie de principios que deberían inspirar la normativa:

### *a) Regulación basada en principios generales.*

Aunque el sector está concentrado básicamente en tres grandes agencias, existen, a nivel local, numerosas agencias de tamaño reducido y con modelos de negocio diferentes que también se verán previsiblemente sometidas a la legislación. Una legislación basada en principios permitiría una mejor adaptación de los requerimientos a las características propias de cada agencia.

Esta filosofía también facilitaría la armonización internacional de las normas, como se ha demostrado en la elaboración del Código de IOSCO. Una legislación europea basada en principios daría lugar a menos tensiones con la legislación de terceros países que una normativa más detallada.

Además, la mayor adaptabilidad a los cambios en los mercados de las normas basadas en principios es un argumento adicional para defender este tipo de regulación. En caso de ser necesario un cierto desarrollo de los principios generales podría utilizarse legislación de nivel inferior, más fácilmente modificable, tal y como prevé el sistema Lamfalussy que divide la legislación de valores europea en dos niveles: principios generales en el nivel 1 y normativa de desarrollo más detallada en el nivel 2.

### *b) Regulación neutral en cuanto a la competencia en el sector.*

El carácter oligopolístico de este sector es uno de sus principales problemas. Por ello, los participantes del mercado han insistido mucho en la necesidad de que cualquier iniciativa legislativa sea neutra respecto a la competencia en el sector.

El medio más apuntado para no perjudicar la competencia en el sector sería establecer unas normas proporcionales al tamaño de la agencia, de forma que una agencia pequeña pueda cumplir con los objetivos de la legislación utilizando medios diferentes de los que resulten apropiados para las grandes.

---

<sup>2</sup> Directiva 2003/125/CE sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión e información sobre los conflictos de intereses.

*c) Regulación neutral respecto a los modelos de negocio.*

Si bien las grandes agencias tienen un modelo de negocio basado en la solicitud del *rating* por parte del emisor, que proporciona información no pública a la agencia y paga el *rating*, hay otros modelos de negocio; existen múltiples agencias de tamaño medio o pequeño que no obtienen sus ingresos de los emisores, sino de los inversores, que pagan una cuota por tener acceso a los informes y *ratings* emitidos por la agencia y que no han sido solicitados por los emisores. Estos *ratings* no solicitados están basados normalmente en información pública que las agencias introducen en sus modelos típicamente cuantitativos.

En principio es positiva la coexistencia de ambos modelos, por lo que la legislación no debería favorecer a uno en detrimento del otro.

*d) Regulación neutral respecto a las metodologías.*

La regulación no debería interferir en las metodologías que utilizan las agencias. Se considera que sería un error prescribir los métodos para determinar los *ratings*, puesto que se desincentivaría la innovación y, por lo tanto, podría deteriorarse la calidad de los *ratings*. Además, aún en el supuesto de que los supervisores estuviesen cualificados para juzgar los modelos, elegir los más apropiados supondría un considerable riesgo.

*e) Regulación centrada en los procedimientos que deben implementar las agencias.*

La legislación debería centrarse en asegurar que las agencias disponen y aplican procedimientos necesarios para asegurar la calidad e integridad de los *ratings*. De acuerdo con este principio, la actuación del supervisor debería consistir en comprobar que la agencia hace públicos dichos procedimientos y que los aplica en la práctica sin juzgar en ningún caso si los *rating* individuales son correctos o no.

## **5 ¿Qué aspectos de la actividad de las agencias de rating deberían regularse?**

Existe un cierto consenso sobre las áreas dónde se han detectado problemas en la actuación de las agencias. La legislación sustantiva debería establecer las medidas que ayuden a solucionar las deficiencias identificadas. Obviamente, el alcance de dichas medidas dependerá de los principios inspiradores de la legislación (se podrá exigir a las agencias un resultado o únicamente establecer un procedimiento que conduzca a ese resultado; que hagan o no hagan ciertas cosas o únicamente que informen sobre lo que hacen).

A pesar de que el debate se ha centrado recientemente en el sector de las titulaciones, los aspectos citados a continuación son, en general, comunes a todas las áreas de negocio de las agencias, con independencia de que el desarrollo de estos

puntos contemple las particularidades específicas de los *ratings* de los productos estructurados.

- Gestores de la agencia. La legislación podría exigir en términos generales a los gestores que tengan la integridad y experiencia necesarias para dirigir el negocio.
- Recursos de la agencia. Para obtener la autorización, la agencia debería demostrar que tiene los recursos financieros y humanos suficientes para producir los *ratings* de acuerdo con las metodologías que haga públicas y para cumplir con los procedimientos exigidos por la legislación.
- Conflictos de interés. La agencia debería contar con procedimientos adecuados para identificar y evitar o gestionar posibles conflictos de interés de manera que no afecten a la integridad de los *ratings*.
- Principios relativos a la transparencia de las metodologías. La agencia debería publicar las metodologías y procedimientos que aplica para la determinación de los *ratings*.
- Cambios en las metodologías y su impacto sobre los *ratings* ya emitidos. La agencia debería informar sobre si los cambios en las metodologías se aplican retroactivamente a *ratings* ya emitidos.
- Transparencia de los *ratings* y su presentación. La legislación podría contener requerimientos relativos a la publicación de los *ratings* (por ejemplo, que todos los *ratings* solicitados y pagados por el emisor se publiquen) y a las categorías utilizadas para clasificarlos.
- Seguimiento de las calificaciones con objeto de cambiar los *ratings* cuando las circunstancias lo requieran. La agencia debería publicar información sobre la frecuencia de sus revisiones de los *ratings* y sobre los modelos y criterios que aplica para realizar dichas revisiones.
- Uso de información no pública. La agencia deberá contar con procedimientos que eviten el uso inadecuado de dicha información.
- Información proporcionada por terceros que las agencias utilizan para determinar los *ratings*. La agencia debería publicar información sobre si realiza alguna comprobación de la calidad e integridad de los datos proporcionados por los originadores acerca de activos titulizados y cómo afecta esa posible comprobación a la determinación del *rating*.
- Mantenimiento de archivos. La agencia deberá documentar sus procedimientos con objeto de que la autoridad supervisora pueda comprobar si los *ratings* se determinan en la práctica de acuerdo con dichos procedimientos.

## 6 ¿Qué actuación realizaría el supervisor?

Como en cualquier ámbito de la regulación financiera, la actuación del supervisor comprendería las fases que se describen a continuación.

### 6.1 Autorización/registro de las agencias

Siguiendo el modelo establecido por la legislación estadounidense, el registro típicamente comprendería: una solicitud por parte de la agencia aportando la documentación requerida por la legislación (identificando el carácter público o confidencial de los documentos), la actualización de esa información cuando se han producido cambios respecto a la situación inicial y una certificación periódica (por ejemplo, anual) del mantenimiento de los requisitos. Asimismo, la legislación debería determinar un procedimiento para que la agencia pueda voluntariamente decidir darse de baja en el registro.

La documentación que la agencia debería aportar acompañando su solicitud debería comprender los siguientes aspectos:

- Descripción del negocio de la agencia.
- Estructura del grupo de la agencia (matriz, filiales, compañías asociadas), estructura interna (departamentos o áreas de negocio) y un organigrama de los gestores de la agencia.
- Información sobre el número y experiencia de los analistas e importe agregado de sus retribuciones.
- Estados financieros.
- Información estadística sobre los *ratings* emitidos por la agencia que permitan evaluar su actuación (*default and downgrade rates*).
- Procedimientos y metodologías para determinar los *ratings*.
- Procedimientos para evitar el uso inadecuado de información no pública.
- Conflictos de intereses que pueden originarse por el modelo de negocio y por la organización de la agencia y procedimientos para evitarlos o gestionarlos.
- Código de conducta de la agencia.

### 6.2 Supervisión del cumplimiento de los requisitos legales

Se está debatiendo en Europa cuál debe ser el alcance de la supervisión de la actividad de las agencias de *rating*, dado que es un sector nuevo que hasta ahora no ha sido supervisado por ninguna autoridad en Europa. Además, esta cuestión se abor-

da con mucha cautela, puesto que los posibles supervisores quieren evitar que la supervisión de las agencias sea percibida por el público como una garantía de que los *ratings* emitidos por las agencias supervisadas son correctos.

La intensidad de la supervisión podría variar entre una supervisión tradicional de entidades reguladas (como, por ejemplo, la de bancos o entidades de servicios de inversión) o una supervisión voluntaria e informal como la que hasta ahora ha hecho CESR del cumplimiento por las agencias del Código de IOSCO.

Del borrador de propuesta de Directiva/Reglamento de la Comisión Europea se deduce que se trataría de una supervisión tradicional, puesto que se otorgan extensos poderes a la autoridad competente, incluyendo la posibilidad de requerir todo tipo de documentación y de realizar inspecciones in situ para verificar el cumplimiento de los requisitos legales.

Este modelo es coherente con el principal problema que la regulación trata de solucionar, que es la ausencia de supervisión efectiva del cumplimiento por parte de las agencias de los principios internacionalmente acordados en el Código de IOSCO. Hasta ahora, CESR verificaba anualmente que los códigos de las agencias recogían los principios contenidos en el Código de IOSCO o bien proporcionaban explicaciones sobre el motivo de las desviaciones, pero esta “supervisión” se limitaba a examinar lo que las agencias habían incluido en sus códigos sin verificar el cumplimiento real de dichos códigos en la práctica.

### 6.3 Sanción en caso de incumplimiento

Como en cualquier otro sector regulado, la legislación tiene que atribuir a los supervisores la capacidad de sancionar las infracciones.

Entre el catálogo de sanciones debe figurar la posibilidad de publicar los incumplimientos (con el consecuente efecto negativo para la reputación de la entidad), la capacidad de imponer multas y, en caso de infracciones muy graves, la prohibición de realizar determinadas actividades o, en último extremo, la retirada de la autorización.

## 7 ¿Quién realizaría esta supervisión?

El debate en Europa sobre quién debería ejercer la supervisión de las agencias es especialmente complejo por el gran número de reguladores que tienen un interés directo en la actividad de las agencias y que, por lo tanto, pueden legítimamente reclamar estar involucrados en dicha supervisión.

Dentro de Europa, la actividad de las agencias de *rating* afecta no sólo a los supervisores de valores, sino también a los supervisores de banca y seguros. Por lo tanto, estos se plantean cuál puede ser el efecto de una regulación en el ámbito de sus competencias y están interesados en participar en el modelo de supervisión.

Desde el punto de vista puramente de la supervisión de los mercados de valores, la actividad de las agencias de *rating* afecta a inversores y emisores de todos los mercados de valores europeos. Por lo tanto, las autoridades competentes de cada uno de los Estados miembros tienen interés en la supervisión de las agencias.

Esta diversidad de intereses hace que sea difícil acordar un modelo que resulte satisfactorio para todos los supervisores, por lo que se ha generado un intenso debate sobre este tema.

A continuación se describen a grandes rasgos los tres modelos que se están debatiendo, si bien existen múltiples variantes intermedias.

### **7.1 Estado de origen - Estado de acogida (modelo de *lead supervisor*)**

Según este modelo, se designaría a una autoridad nacional para realizar las funciones de autorización, supervisión y sanción de la agencia. Los criterios para designar a la autoridad de origen deberían estar claramente establecidos en la legislación. Como criterios posibles se han apuntado los siguientes: el lugar de domicilio de la principal oficina o de los gestores de la agencia o la jurisdicción donde se lleve a cabo la mayor parte de la actividad (por ejemplo, donde se generen la mayor parte de los ingresos de la agencia). La propuesta de la Comisión Europea prevé en este sistema que la designación formal la lleve a cabo CESR. Sin embargo, una alternativa preferible sería que la elección efectiva de la autoridad competente de acuerdo con los criterios prefijados en la norma se realizase directamente por la agencia (tal como está previsto, por ejemplo, en la Directiva de folletos), evitando el paso intermedio de CESR.

Una vez designada la autoridad competente, esta se encargaría de realizar las funciones de autorización, supervisión y sanción descritas anteriormente. No obstante, sería aconsejable articular mecanismos de posible participación de las autoridades de acogida:

- i) Autorización: la agencia debería presentar una única solicitud ante la autoridad de origen y la autorización sería responsabilidad exclusiva de esta autoridad. Sin embargo, esta autorización tendría efectos paneuropeos, por lo que parece aconsejable que, antes de adoptar la decisión formal de autorización, dicha autoridad consulte con el resto de supervisores, incluso aunque la agencia que haya presentado la solicitud no tenga gran presencia internacional.
- ii) Supervisión: sería también la autoridad de origen la responsable de comprobar que la agencia cumple con la legislación y la que debería informar con carácter periódico al resto de autoridades de las conclusiones más relevantes de dicha supervisión. Ello sin perjuicio de que las autoridades de acogida puedan plantear al supervisor de origen cuestiones que surjan en sus mercados. En el caso de que los problemas sean exclusivamente locales, parece razonable prever que el supervisor de acogida pueda cooperar con el supervisor de origen en la investigación.

La legislación debería imponer a las autoridades de acogida la obligación de informar a las autoridades de origen acerca de cualquier incumplimiento de la agencia en su territorio del que tengan conocimiento. Asimismo, en ausencia de medidas por parte de la autoridad de origen, o cuando esas medidas resulten inapropiadas, el Estado de acogida debería tener la capacidad de adoptar las medidas que sean necesarias para proteger a los inversores.

- iii) Sanción: sería responsabilidad de la autoridad de origen imponer las sanciones adecuadas de conformidad con su legislación. No obstante lo anterior, sería conveniente que la legislación impusiese a la autoridad de origen la obligación de informar al resto de supervisores de los incumplimientos detectados y de las sanciones impuestas a la agencia.

## 7.2 Supervisión coordinada por CESR

Una segunda opción esbozada en la propuesta inicial de la Comisión Europea atribuiría un papel central a CESR, especialmente en las fases de autorización y supervisión de las agencias. A continuación se mencionan las opciones que se están debatiendo sobre la función que tendría CESR.

- i) Autorización: existirían diversas alternativas para articular este proceso, pero lo común a todas ellas sería que el análisis de la solicitud remitida por la agencia se haría por CESR, si bien el registro formal de la agencia se llevaría a cabo en cada una de las autoridades competentes. Esto es inevitable con la actual configuración jurídica de CESR puesto que no tiene personalidad jurídica y, por lo tanto, no puede adoptar decisiones con efectos para terceros. Por este mismo motivo, la solicitud de la agencia debería presentarse individualmente ante todas las autoridades competentes.

Lo que diferenciaría las distintas alternativas sería el grado de automatismo de la decisión de las autoridades, que podría variar desde asumir el resultado del análisis de CESR sin ninguna modificación, hasta reservarse cierta discrecionalidad para añadir requisitos adicionales.

Asimismo, cabría la posibilidad de establecer distintos grados de participación de los diferentes miembros de CESR en el análisis de la solicitud de autorización, en función de la presencia de la agencia en los distintos mercados. Por ejemplo, sería lógico que la autoridad portuguesa participara en dicho análisis si la agencia examinada tuviera actividad exclusivamente en Portugal.

- ii) Supervisión: las conclusiones de dicha supervisión serían acordadas por los miembros de CESR. La labor efectiva de supervisión continuada de la actividad de la agencia podría articularse a través de un grupo de miembros de CESR (por ejemplo, las autoridades de los Estados donde la agencia tenga más actividad) que posteriormente presentarían sus propuestas a todos los miembros del Comité.



- iii) Sanción: las sanciones se impondrían por las autoridades nacionales, si bien sería adecuado articular un procedimiento de intercambio de información para evitar la duplicación de sanciones.

### 7.3 Agencia Europea

Otra de las opciones planteadas en el debate actual es la creación de un organismo con personalidad jurídica propia a nivel europeo (Agencia Europea) al que la legislación atribuiría las funciones de autorización, supervisión y sanción. En este modelo, los supervisores de valores (y en su caso de banca y seguros) no tendrían encomendada directamente ninguna función, si bien podrían dirigirse a la Agencia Europea para plantear cuestiones o informar de los problemas que pudieran surgir en sus jurisdicciones. Asimismo, las autoridades nacionales podrían colaborar con la Agencia Europea en el desarrollo de las funciones de supervisión si fuera necesario. Adicionalmente, se podría establecer un mecanismo que atribuyese a los supervisores europeos, a través de CESR, el papel de controlar que la Agencia Europea cumple adecuadamente con sus objetivos.

## 8 ¿Cuál es el modelo de supervisión más apropiado para Europa?

Para valorar las ventajas e inconvenientes de los posibles modelos de supervisión es fundamental tener en cuenta las siguientes peculiaridades de este sector:

1. La naturaleza global del sector de los *ratings*.

Como se ha comentado anteriormente, se trata de un sector donde las grandes agencias que acaparan la mayor parte del negocio tienen un carácter claramente internacional. Por ello es necesario plantear una solución armonizada a nivel europeo y, a ser posible, a nivel mundial. Las grandes agencias de *rating* tienen como objetivo producir *ratings* que sean comparables en todo el mundo y para ello sus procesos deberían estar organizados de forma global. Además, desde el punto de vista de la protección de los inversores, resulta complicado circunscribir las actuaciones de las agencias de *rating* a un único país, puesto que una inadecuada actuación de las agencias de *rating* tiene efectos negativos significativos más allá de una jurisdicción concreta.

2. En la actualidad, ninguna legislación nacional en Europa establece un mecanismo específico para la supervisión de las agencias.

Las conclusiones de los cuestionarios que CESR ha realizado entre sus miembros<sup>3</sup> para identificar la normativa sobre agencias de *rating* que existe actual-

---

<sup>3</sup> CESR/08-277 y CESR 05/139b Anexo C

mente en cada país ponen de manifiesto una práctica ausencia de regulación en este ámbito. En el campo de la supervisión del mercado de valores, con carácter general, no se exige la inscripción de las agencias en un determinado registro ni se otorga a ninguna autoridad una competencia general para supervisar la industria de los *ratings*. Tan sólo cuando la normativa de valores requiere el uso obligatorio de los *ratings*, como puede ser el caso en la legislación relativa a las ofertas públicas o titulizaciones de determinados Estados, en algunas ocasiones se otorga a la autoridad supervisora del mercado de valores una cierta competencia de supervisión de las agencias y únicamente para el ámbito concreto donde el *rating* es obligatorio.

Esto supone que, al contrario de lo que ocurre en otros ámbitos normativos del mercado de valores donde la legislación comunitaria tuvo que tener en cuenta el marco regulatorio nacional previo, se trate de un sector donde apenas existe regulación nacional. Esta situación podría facilitar el acuerdo para crear un único organismo a nivel europeo encargado de la autorización, supervisión y sanción de las agencias de *rating*, puesto que los Estados no tendrían que renunciar a ninguna competencia ni modificar su legislación.

Teniendo en cuenta lo anterior, la creación de una Agencia Europea parece el modelo más apropiado, puesto que tendría las siguientes ventajas respecto de los otros dos modelos:

- Establece, al igual que el modelo Estado de origen - Estado de acogida, una única autoridad encargada y responsable de la autorización, supervisión y sanción de las agencias de *rating*, frente al sistema de supervisión coordinada por CESR donde la intervención de múltiples autoridades complica y ralentiza todos los procesos. La Agencia Europea tiene como ventaja frente al modelo Estado de origen - Estado de acogida el hecho de que se evita tener que articular mecanismos de intervención de las autoridades de acogida.
- El carácter europeo de la Agencia, frente al sistema del Estado de origen - Estado de acogida donde se asigna la competencia a una autoridad local, asegura una supervisión más sensible a las preocupaciones y problemas que surjan en todos los países de la Unión Europea. La naturaleza europea de este modelo también se ve reflejada en el sistema de supervisión coordinada por CESR, si bien el establecimiento de la Agencia Europea tiene la ventaja de su mayor simplicidad. La existencia de un único organismo autónomo y de carácter ejecutivo permite una toma de decisiones y un funcionamiento mucho más efectivo.
- En términos de costes, si bien la creación de una Agencia Europea supone la constitución de un nuevo organismo con los consiguientes costes, la unificación de la supervisión evitaría la necesidad de que en cada una de las 27 autoridades competentes europeas se dedicasen recursos específicos a la supervisión de las agencias de *rating*. Incluso en el modelo Estado de origen - Estado de acogida, todas las autoridades deberían contar con personal destinado a la supervisión de la industria de *ratings*, puesto que todas pueden potencialmente ser designadas autoridades de origen y, en todo caso, retienen como autoridades de acogida la capacidad de intervenir en supuestos concretos.

- El modelo de Agencia Europea crearía un único punto de entrada para todas las agencias de *rating* que quieran ser reconocidas en Europa. El modelo Estado de origen - Estado de acogida puede implicar la existencia de múltiples autoridades de origen, de forma que cada agencia de *rating* puede estar sometida a la supervisión de una autoridad distinta, con el posible riesgo de que se realicen supervisiones no homogéneas. Para evitar las diferencias en supervisión, sería necesario establecer mecanismos de cooperación y de intercambio de información, con la consiguiente complicación en los procesos. El modelo Estado de origen - Estado de acogida podría conllevar que la supervisión de las tres grandes agencias se atribuyese exclusivamente a la autoridad del Estado en el que concentren su gestión y mayor volumen de operaciones en Europa. Asimismo, existirían otras autoridades competentes que supervisarían las agencias pequeñas que principalmente operasen en sus mercados (agencias alemanas, checas, portuguesas, etc.).
- Finalmente, la Agencia Europea facilitaría enormemente la necesaria coordinación a nivel internacional con otros supervisores de agencias de *ratings*, puesto que sería la Agencia Europea la encargada de transmitir la posición de la Unión Europea en los foros internacionales. Ello facilitaría que el peso de la posición europea en materia de agencias de *rating* fuera mayor en las discusiones internacionales.

## 9 Consideraciones finales

Como se ha comentado anteriormente, un sistema global de supervisión resultaría difícil de implementar, al menos en el corto plazo. Por ello, la iniciativa de la Comisión Europea de regular el sector parece la respuesta adecuada ante la ausencia de control efectivo de las actividades de las agencias en Europa.

En los próximos meses los legisladores comunitarios tendrán que definir el modelo concreto de supervisión más conveniente para Europa. En este artículo se han expuesto las consideraciones técnicas que llevarían a optar por la creación de una Agencia Europea como el sistema más eficiente para la supervisión de las agencias de *rating*. Dichas consideraciones han sido también expuestas por la CNMV en su carta de respuesta a la consulta de la Comisión Europea.

## ANEXO: Principales iniciativas de los supervisores internacionales de los mercados financieros sobre agencias de *rating*

### Iniciativas en el ámbito de la estabilidad financiera

Por encargo de los supervisores internacionales, se han elaborado recientemente varios trabajos analizando el papel de las agencias de *rating* que han servido para alimentar el debate. Entre ellos destaca el informe publicado en abril de 2008 por el **Foro de Estabilidad Financiera**<sup>4</sup> a petición de los Ministros y Gobernadores de los Bancos Centrales del G7, que contiene una serie de recomendaciones relativas a las agencias de *rating*. Asimismo, en julio de este año el **Comité sobre el Sistema Financiero Global** ha publicado un documento<sup>5</sup> que actualiza, a petición del Foro de Estabilidad Financiera, un informe elaborado en enero de 2005<sup>6</sup> sobre la función de los *ratings* en la financiación estructurada. En su informe de julio, el Comité sobre el Sistema Financiero Global proporcionó un análisis de las debilidades detectadas en los *ratings* de productos estructurados y emitió una serie de recomendaciones para solucionar estas debilidades e incrementar la confianza de los inversores en los *ratings*.

### IOSCO

En diciembre de 2004, IOSCO publicó un código de conducta para las agencias de *rating* (Código de IOSCO), incluyendo unas medidas específicas que concretaban los “Principios sobre la actividad de las agencias de *rating*” publicados en septiembre de 2003. Las medidas del Código, que es de carácter voluntario y que está basado en el principio de “cumplir o explicar” (*comply or explain*), pretenden promover la calidad e integridad del proceso de *rating*, evitar los conflictos de intereses y clarificar las responsabilidades de las agencias frente a los inversores y emisores de valores.

En febrero de 2007, IOSCO publicó una revisión del grado de cumplimiento del Código por las agencias, concluyendo que estas cumplían en su mayor parte el Código.

En abril de 2007, a raíz de las dificultades experimentadas en el mercado de titulación americano (la anteriormente citada “crisis *subprime*”), IOSCO decidió analizar la actuación de las agencias de *rating* en el sector de las titulaciones. Como resultado de este trabajo, IOSCO decidió reformar el Código. La versión revisada del mismo se publicó en febrero de 2008.

En septiembre de 2008, IOSCO ha anunciado que está estudiando la adopción de medidas que podrían mejorar la supervisión internacional de las agencias. Entre

4 Report of the Financial Stability Forum on “Enhancing Market and Institutional Resilience”. April 2008.

5 Report of the CGFS on “Ratings in structured finance: what went wrong and what can be done to address shortcomings?”. July 2008.

6 Report of the CGFS on “The role of ratings in structured finance: issues and implications”. January 2005.

ellas, IOSCO considerará la posibilidad de desarrollar mecanismos de coordinación de la supervisión que llevan a cabo las autoridades nacionales, así como la creación de un organismo internacional de supervisión que discuta cuestiones con las agencias (similar al organismo internacional de supervisión de principios de auditoría, el Public Interest Oversight Board).

## CESR

En marzo de 2005, a petición de la Comisión Europea, CESR publicó su asesoramiento (Ref. CESR/05-139b) relativo a las posibles opciones para regular la actividad de las agencias de *rating*. En aquel documento, CESR propuso no regular las agencias de *rating* a nivel europeo y adoptar, por el momento, un sistema de “*self-regulation*”, proponiendo un seguimiento del grado en que las agencias de *rating* aplicaban las normas de conducta voluntarias recogidas en el Código de IOSCO.

En enero de 2006, la Comisión Europea, siguiendo el asesoramiento de CESR, publicó una comunicación informando de su intención de no proponer medidas legislativas para las agencias de *rating* por el momento y encargando a CESR un informe anual sobre el grado de cumplimiento de las agencias del Código de IOSCO.

Consecuentemente, CESR estableció un marco voluntario por el que las agencias de *rating* que quisieran adherirse al proceso informarían anualmente a CESR de su grado de cumplimiento del Código explicando, en su caso, los motivos de las posibles desviaciones. Moody's, Standard & Poors, DBRS y Fitch Ratings decidieron adherirse a la propuesta de CESR.

En enero de 2007, CESR publicó su primer informe para la Comisión Europea (Ref. CESR/06-545), concluyendo que las agencias cumplían en gran medida con el Código de IOSCO pero indicando también determinadas áreas donde existían desviaciones relevantes comunes a las cuatro agencias revisadas. Además, se identificaba la necesidad de analizar la actuación de las agencias en el área de las titulaciones.

En mayo de 2007, la Comisión Europea solicitó a CESR su segundo informe sobre el grado de cumplimiento del Código de IOSCO y en septiembre amplió el alcance de su solicitud para pedir a CESR una investigación de la actividad de las agencias en el área de las titulaciones, preguntando si los recientes acontecimientos en los mercados financieros aconsejaban modificar la decisión europea adoptada en 2006 de no regular a las agencias de *rating*.

En mayo de 2008, CESR publicó su asesoramiento a la Comisión Europea (CESR/08-277). La propuesta de CESR consistió en reforzar el sistema de autorregulación mediante la creación de un organismo internacional compuesto por participantes del mercado designados por los reguladores, que tendría una doble función: establecer una serie de principios de conducta en línea con los recogidos en el Código de IOSCO y supervisar su cumplimiento. CESR propuso que la creación de dicho organismo fuese coordinada con los reguladores de otros mercados internacionales. Para el supuesto de que esta propuesta global plantease dificultades insalvables en el corto plazo, CESR recomendaba que esta solución fuese adoptada en el ámbito de la Unión Europea.

## **Los deberes de información en materia de participaciones significativas: obligaciones de notificación derivadas del nuevo Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre**

**Inés Tomás García (\*)**

(\*) Inés Tomás García pertenece a la Dirección de Informes Financieros y Contables de la CNMV.

# 1 Introducción

*“El público debe ser informado de los cambios en las participaciones importantes de emisores cuyas acciones se negocian en un mercado regulado situado o que opera en la Comunidad”.* Este considerando de la Directiva de Transparencia<sup>1</sup> de 2004 implica un impulso, desde la Unión Europea, para el desarrollo de un sistema que mejore el conocimiento por parte de los inversores de la estructura del capital de las sociedades objeto de sus inversiones, realizadas o potenciales.

De esta manera, la Directiva de Transparencia definió los principios generales para el desarrollo de un régimen de información pública relativa a los emisores de valores (“información regulada”) y que afecta, por un lado, a la información que debe ser difundida con carácter periódico (por ejemplo, informes anuales y semestrales) y, por otro, a la información que debe estar a disposición del público y ser difundida de forma continuada: hechos relevantes, identificación de accionistas significativos y operaciones de autocartera.

Como ya ha ocurrido en el desarrollo de otras Directivas comunitarias, y tras la aplicación de lo que a partir del informe Lamfalussy se denominó “proceso de comitología”<sup>2</sup>, en junio de 2004 el Comité de Reguladores Europeos (CESR) recibió un mandato de la Comisión Europea para la elaboración de un documento de asesoramiento técnico, con el objetivo de lograr una mayor convergencia comunitaria en la transposición de la Directiva de Transparencia.

En junio de 2005, CESR presentó sus propuestas técnicas a la Comisión Europea, la cual, a su vez, las tomó como referencia para el desarrollo posterior de la Directiva 2007/14/CE de la Comisión, de 8 de marzo de 2007, de nivel 2, en la que se establecieron una serie de disposiciones de aplicación para la armonización de los requisitos de información regulada.

En España, el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, que desarrolla la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de información regulada relativos a la información de los emisores (en adelante, Real Decreto de información regulada), es el marco de referencia para todos los requisitos de difusión de información sobre emisores para los inversores de los mercados de valores españoles. Este Real Decreto entró en vigor el 20 de diciembre de 2007 pero su origen se encuentra en el Plan de Acción para los Servicios Financieros de la Unión Europea de 1999, que perseguía la consecución de un mercado único de servicios financieros que parte del convencimiento de que la existencia de mercados

---

1 Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre armonización de los requisitos de información regulada relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.

2 Véase el «proceso Lamfalussy», aprobado por el Parlamento Europeo en 2001 y su posterior revisión en la Comunicación de las Comunidades Europeas de 20-11-2007.

de valores eficientes, transparentes e integrados contribuye a la consecución de un mercado único y que, entre otras directivas, dio lugar a la Directiva de Transparencia.

En el Real Decreto de información regulada se definen los elementos que integran dicha información y se establecen una serie de obligaciones de difusión por parte del emisor. Este debe publicar y difundir dicha información y, además, debe registrarla simultáneamente en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que se convierte en “mecanismo central y oficial de almacenamiento” de la información regulada de los emisores. En consecuencia, para difundir la información el emisor podrá optar entre hacerlo directamente o encomendar esa función a un tercero que, en el caso español, puede ser la Comisión Nacional del Mercado de Valores u otros medios, como las bolsas de valores o los medios de comunicación.

Con carácter general, la información regulada incluye lo siguiente:

- La información periódica, principalmente de carácter financiero, regulada en los artículos 35 y 35 bis de la Ley del Mercado de Valores;
- la información relativa a las participaciones significativas y a las operaciones de los emisores sobre sus propias acciones, en los términos de los artículos 53 y 53 bis; y al número total de derechos de voto y de capital, como resultado de los cambios del número total de derechos de voto a los que se refiere el segundo párrafo del apartado 1 del artículo 53 de la LMV, y
- la información relevante regulada en el artículo 82 de dicha Ley.

Este artículo se va a centrar en la información relativa a las participaciones significativas y a las operaciones de los emisores sobre sus propias acciones. En el siguiente apartado se describen los aspectos más novedosos del Real Decreto de información regulada. En el apartado tres se identifican los sujetos obligados y los plazos de notificación. Los apartados cuatro y cinco se centran, respectivamente, en las excepciones a la obligación de notificar y las notificaciones y exenciones en caso de grupos de entidades.

## **2 Real Decreto 1362/2007. Información continua. Aspectos más novedosos**

El Título II del Real Decreto de información regulada desarrolla las obligaciones de información sobre participaciones significativas y autocartera, destacándose a continuación sus aspectos más novedosos:

- Base de cálculo para determinar si se ha alcanzado alguno de los umbrales sujetos a notificación.



El número total de derechos de voto atribuidos a la totalidad de las acciones del emisor, incluso en los supuestos en que el ejercicio de tales derechos esté suspendido, ha sustituido al importe del capital social como base de cálculo. En consecuencia, hay que destacar que los derechos de voto atribuidos a las acciones que el emisor tiene en autocartera no deben minorarse para calcular el número total de derechos de voto del emisor, aunque estén en suspenso, de acuerdo con el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

El emisor deberá notificar a la Comisión Nacional cualquier incremento o disminución en el número de derechos de voto y de capital<sup>3</sup> que haya sido inscrito en el Registro Mercantil. El plazo máximo de notificación será el último día hábil bursátil del mes en que se haya producido la modificación.

El porcentaje de las participaciones de los sujetos obligados remitidas con anterioridad a la entrada en vigor de este Real Decreto no se ha visto modificado como consecuencia del cambio de la base de cálculo. Esto se debe a que en la legislación anterior se debía considerar el capital integrado por cualesquiera de las acciones del emisor, estuvieran o no admitidas a cotización, con excepción de las acciones sin voto.

- Reducción del umbral mínimo de notificación.

El primer umbral de notificación de los accionistas significativos se fija en un 3%, desde el mínimo del 5% que estaba establecido en la Directiva de Transparencia<sup>4</sup> y que también se aplicaba en España hasta 2007; se mantiene la obligación especial de los residentes en paraísos fiscales (umbral del 1%) que se aplicaba en la normativa española anterior.

- Notificación de variaciones sobrevenidas por aumentos o reducciones de capital.

Esto significa que un accionista significativo que no acuda a una ampliación de capital y, por tanto, no haya realizado ninguna operación, puede verse obligado a notificar si, al diluirse su participación como consecuencia de la ampliación, esta se sitúa por debajo de uno de los umbrales de notificación establecidos. Igualmente sucede en el caso de reducción de capital.

- Comunicación de instrumentos financieros.

La legislación anterior sólo obligaba a los consejeros a notificar las operaciones realizadas con derivados. El Real Decreto 1362/2007 extiende la obligación a aquellas personas, físicas o jurídicas, que, sin la condición de conseje-

---

3 No está previsto en la legislación actualmente vigente que ni las ampliaciones de capital liberadas, ni las reducciones de capital tengan la obligación de publicar un folleto informativo.

4 La Directiva de Información regulada es de mínimos, por lo que el Estado miembro de origen podrá someter a los emisores a unos requisitos más estrictos. Así está recogido en su artículo 3.

ro, tengan formalizados instrumentos financieros que confieran el derecho a adquirir, exclusivamente por iniciativa propia, acciones que tengan derechos de voto atribuidos, siempre y cuando esta posición alcance o supere un umbral de notificación.

Con esta nueva obligación se pretende que el mercado tenga conocimiento de que en un futuro, más o menos cercano pero cierto, se va a producir la entrada de un nuevo accionista en el capital de un emisor.

Es importante subrayar que, para que se tengan que notificar dichos instrumentos, las acciones subyacentes deben estar admitidas a negociación en el momento de su formalización.

En ningún caso deberá agregarse la posición de derechos de voto a la de los instrumentos financieros para calcular si se ha alcanzado o cruzado un umbral de notificación.

- Derechos de voto en representación.

Uno de los aspectos más novedosos de los supuestos de notificación es el que se refiere a la delegación de los derechos de voto recibidos para una Junta General de Accionistas, siempre que el representante tenga la discrecionalidad para decidir el sentido del voto. El representante, para comprobar si ha alcanzado algún umbral de notificación, deberá agregar a los derechos de voto que poseyera con anterioridad los derechos de voto recibidos en representación. Igualmente, el que otorga la representación, si esto le hace descender de algún umbral de notificación, también deberá notificarlo.

Al objeto de evitar una doble notificación, una en el momento en el que se recibe la representación y otra cuando esta termina al día siguiente de la celebración de la Junta General, se permite que esta información se facilite en la misma notificación. Lo mismo ocurre con el que ha otorgado la representación.

- Acciones concertadas.

La forma de notificación de una acción concertada cambia. Aunque la definición de acción concertada es prácticamente igual a la de la legislación anteriormente aplicable (*“la celebración de un acuerdo con un tercero que les obligue a adoptar, mediante el ejercicio concertado de los derechos de voto de que dispongan, una política común duradera en lo que se refiere a la gestión de la sociedad o que tenga por objeto influir de manera relevante en la misma”*), el modo de notificarla es distinto.

Hasta ahora la acción concertada se imputaba a la parte celebrante del concierto que previamente tuviese el mayor número de derechos de voto. Sin embargo, ahora se agrega en una única notificación toda la participación sin imputársela a ninguno de los partícipes, debiendo identificarse a cada uno de ellos y la participación individual que poseen.

- Plazos de notificación.

Algunos plazos de comunicación de los sujetos obligados se reducen, como es el caso de los accionistas significativos, que ahora tienen cuatro días para notificar frente a los siete del régimen anterior. El cómputo de los días para calcular estos plazos ahora considera los “días hábiles bursátiles” en sustitución de los “días hábiles administrativos”. En caso de que el emisor cotice en varios países, el calendario de los días bursátiles que se aplicará corresponderá al Estado Miembro de origen del emisor objeto de la notificación.

Otros aspectos destacables son los relativos a los supuestos exceptuados de notificación y al tratamiento de las comunicaciones de sujetos obligados integrados en grupos de entidades, ambos objeto de desarrollo más detallado en apartados posteriores de este artículo.

### **3 Supuestos de notificación. Sujetos obligados y plazos de notificación**

Como se ha señalado anteriormente, la Directiva de Transparencia regula los supuestos de notificación de las participaciones significativas, pero no introduce obligaciones adicionales para los consejeros y directivos de los emisores. Las obligaciones de información regulada sobre operaciones de los administradores de un emisor ya habían sido abordadas en otras Directivas relacionadas con la prevención del abuso de mercado, transpuestas a nuestro ordenamiento jurídico en el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre. En particular, el artículo 9 de este Real Decreto establece que los consejeros y directivos de un emisor están obligados a informar sobre las operaciones realizadas sobre acciones admitidas a negociación o sobre derivados cuyo subyacente sean las acciones del emisor, no obligando a informar sobre la posesión final después de las operaciones realizadas.

Sin embargo, el ahora derogado Real Decreto 377/ 1991 recogía la obligación de los consejeros a informar sobre las operaciones realizadas con acciones y con derechos de opción, además de informar sobre la posición final con independencia de su cuantía, por lo que en España se quiso mantener este nivel de información regulada de los administradores en el nuevo régimen.

Por lo anterior, el nuevo Real Decreto de información regulada ha sido la pieza legislativa que incorpora la obligación de los consejeros de informar de la posición final de derechos de voto e instrumentos financieros, con independencia de su cuantía, es decir, en este caso no se aplican los umbrales previstos para los accionistas significativos.

Es muy importante destacar que este régimen de información regulada establece que son sujetos obligados a notificar tanto la persona titular directa de las acciones que tienen derechos de voto atribuidos como aquellas que, sin ser titulares de acciones, tienen la discrecionalidad para decidir el sentido de los derechos de voto. Esta

obligación también se aplicaría para operaciones realizadas con instrumentos financieros cuyo subyacente sean las acciones y tengan derechos de voto atribuidos.

Dadas las especificidades de los sujetos obligados, dependiendo de si tienen la condición de consejero o de directivo del emisor de las acciones, a continuación se ha realizado una clasificación de dichos sujetos, señalando los umbrales que se les aplican.

### 3.1 Accionistas Significativos

Tienen la consideración de accionistas significativos aquellas personas, físicas o jurídicas, que, sin ser consejeros, han alcanzado alguno de los umbrales de notificación que se indican a continuación:

- Un primer umbral de notificación del 3% de los derechos de voto del emisor. El siguiente umbral es el 5% y sus sucesivos múltiplos hasta el 50%. A partir de este porcentaje los umbrales de notificación son el 60%, 70%, 75%, 80% y 90%.
- Si las participaciones corresponden a emisores afectados por una oferta pública de adquisición, los accionistas notificarán cuando alcancen los umbrales del 1% y el 2% de los derechos de voto. Los accionistas que ya tuvieran un 3% de los derechos de voto deberán notificar cualquier operación que les haga variar dicho porcentaje.
- Si los accionistas significativos tienen su residencia en un paraíso fiscal, el umbral mínimo a notificar es del 1%. A partir de este umbral notificarán sus sucesivos múltiplos.

Los supuestos de notificación son aquellos que afectan a:

- El porcentaje de derechos de voto que quede en su poder después de realizar una operación sobre acciones que les haga alcanzar o cruzar un umbral de notificación o cuando, sin ser titulares directos de las acciones, adquieran, transmitan o tengan la posibilidad de ejercer los derechos de voto atribuidos a las acciones de las que no son titulares directos.
- Las operaciones realizadas con instrumentos financieros, considerando sólo aquellos que les den derecho a adquirir acciones que tengan derechos de voto atribuidos y la decisión última de ejercer el instrumento financiero sea del tenedor de dicho instrumento financiero.
- La posición, tanto de derechos de voto como de instrumentos financieros, en el momento de la primera admisión del emisor o cuando se produzca una variación sobrevenida en el umbral como consecuencia de una modificación en el número de derechos de voto del emisor.

Como se ha señalado anteriormente, para calcular si ha alcanzado alguno de los umbrales de notificación en ningún caso se deben agregar las operaciones realiza-

das con acciones (derechos de voto) a las resultantes de operaciones con instrumentos financieros.

Las notificaciones deberán remitirse a la CNMV y al emisor en el plazo máximo de cuatro días hábiles bursátiles, contados a partir del día siguiente a la fecha en la que se haya ejecutado la operación. Si las operaciones se deben a la compraventa en un mercado secundario oficial español, o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea, el plazo de cuatro días empezará a contar no más tarde de los dos días hábiles bursátiles siguientes al de la transacción. Para las restantes operaciones, el plazo contará desde el día hábil bursátil siguiente a la fecha en que surta efecto la operación.

### 3.2 Consejeros

Los consejeros tienen obligaciones específicas por su condición especial en el emisor, debiendo notificar las siguientes operaciones:

- La posición de derechos de voto en el momento de su nombramiento como consejero, su cese y la primera admisión a cotización del emisor.
- Todas las operaciones que realicen sobre acciones o derechos de voto atribuidos a las acciones del emisor en el que ocupan el cargo, tanto de las que son titulares directos como de las que realicen a través de un vínculo estrecho, de acuerdo con la definición establecida en el artículo 9 del Real Decreto sobre abuso de mercado.
- Todas las operaciones realizadas con instrumentos financieros ligados a las acciones del emisor en el que ocupan el cargo de consejero. Se deben incluir todos los instrumentos financieros que den derecho u obligación a adquirir o transmitir acciones e incluso aquellos que se liquiden por diferencias, incluidos los recibidos como consecuencia de la aprobación de un sistema retributivo ligado a acciones. Notificarán tanto las operaciones de los instrumentos financieros de los que son titulares directos como las que realicen a través de un vínculo estrecho.

Como posesión final, indicarán el porcentaje que representan los derechos de voto atribuidos a las acciones que adquirirían o transmitirían en caso de ejercicio del instrumento financiero.

Deberán remitir la notificación a la CNMV y al emisor en los cinco días hábiles bursátiles siguientes a aquel en el que tiene lugar la transacción, independientemente de que la operación se realice en un mercado o responda a otro concepto de los anteriormente señalados.

### 3.3 Directivos

La obligación de notificación de los directivos está regulada en el artículo 9 del Real Decreto de Abuso de Mercado. En su caso deben notificarse todas las operaciones

sobre acciones admitidas a cotización o sobre derivados o instrumentos financieros ligados a dichas acciones. Los directivos deben informar sólo de las operaciones realizadas, sin indicar la posesión final que queden en su poder después de las operaciones realizadas.

El período de notificación es de cinco días hábiles bursátiles a contar desde el siguiente al que tuvo lugar la transacción.

En el Real Decreto de información regulada se recoge la obligación de los directivos a notificar sobre cualquier sistema retributivo del que sean beneficiarios, aunque normalmente es el propio emisor el que realiza la notificación, que además la remite como Hecho Relevante.

### **3.4 Emisores. Operaciones sobre acciones propias**

Los emisores de valores deben notificar las operaciones realizadas con sus propias acciones cuando los derechos de voto atribuidos a las adquisiciones, sin deducir las ventas, alcancen o sobrepasen el umbral del 1%.

El plazo de notificación es de cuatro días hábiles bursátiles contados a partir de la fecha en que las adquisiciones alcanzan el 1%.

El emisor deberá agregar las operaciones realizadas en nombre propio a las realizadas a través de una sociedad dominada o a través de persona interpuesta. En relación con las personas interpuestas, hay que tener en cuenta que muchos emisores formalizan operaciones de permuta financiera *-equity swap-* sobre sus propias acciones para financiarse durante un período determinado, de tal forma que al vencimiento fijado reciben estas acciones. Dependiendo de la forma en la que se instrumente, la contraparte de la operación podría ser considerada como persona interpuesta del emisor, al considerarse que aquella queda a cubierto de los riesgos inherentes de la operación de permuta. Al objeto de que la casuística no quede tan abierta, el Real Decreto ha establecido que no tendrán la consideración de persona interpuesta aquellas entidades que, actuando como contraparte del emisor, realicen operaciones que tengan como finalidad específica la cobertura del riesgo de mercado de un plan de opciones sobre acciones, concedido por el emisor a sus administradores o empleados y que se formalice mediante instrumentos financieros que se liquiden únicamente por diferencias. En caso contrario, hay que analizar las condiciones establecidas en los contratos de permuta financiera para determinar si la contraparte actúa como persona interpuesta.

## **4 Excepciones a la obligación de notificar participaciones significativas**

El Real Decreto de información regulada no sólo identifica a las personas físicas o jurídicas que están obligadas a notificar, sino que también establece supuestos en

los que se exime de la obligación de notificar siempre que se cumplan determinadas condiciones. A continuación se indican los supuestos a los que se aplican las excepciones y sus principales condiciones:

- A las acciones adquiridas exclusivamente a efectos de compensación y liquidación, siempre que se realicen dentro del ciclo corto de liquidación habitual que, a estos efectos, se ha establecido en un máximo de tres días hábiles bursátiles. Estos casos no precisan de solicitud previa de exención.
- A los que posean acciones en su condición de intermediarios financieros que presten el servicio de administración y custodia de valores (custodios o *nominees*), siempre que sólo puedan ejercer los derechos de voto inherentes a dichas acciones con instrucciones formuladas por escrito.

Un intermediario financiero que presta el servicio de administración y custodia de valores adquiere acciones en nombre propio por cuenta de terceros (*beneficial owners*), pero también puede adquirir acciones por cuenta propia. Sólo están exceptuados de notificación los derechos de voto atribuidos a las acciones de las que son titulares por cuenta de terceros, y siempre que se dé la condición anteriormente señalada.

Los custodios no tienen que solicitar la exención, simplemente deben notificar que desean acogerse a ella. Durante 2008 se han recibido escritos de cinco custodios solicitando la baja de los registros de esta Comisión de las participaciones significativas que afectaban a varios emisores, notificadas con el antiguo régimen. Por su parte, la CNMV podrá solicitar a los custodios que identifiquen a los clientes que han formulado las instrucciones de voto.

- A los creadores de mercado, siempre que tengan la correspondiente autorización y no intervengan en la gestión del emisor, ni ejerzan influencia alguna en el emisor ni en el precio de la acción de ninguna otra forma. La exención de notificación sólo se aplicará para el umbral del 3% o del 5%. Los que deseen acogerse a esta exención deben solicitarlo a la CNMV no más tarde de los cuatro días siguientes a aquel en el que alcanzaron el primer umbral de notificación. A la fecha de elaboración del presente artículo no se ha recibido ninguna solicitud de exención por parte de creadores de mercado.

## 5 Notificaciones y exenciones en caso de grupos de entidades

El Real Decreto de información regulada dedica especial atención a las notificaciones por parte de sociedades integradas en grupos. En estos casos, la dominante del grupo debe notificar agregando todos los derechos de voto poseídos, tanto de forma directa como indirecta a través de sociedades controladas, permitiendo que las sociedades dominadas no notifiquen salvo en el caso de que tengan la condición de consejero. En caso de reestructuración de la participación dentro del grupo, la

dominante está obligada a notificar siempre que alguna de las dominadas haya cruzado algún umbral de notificación, aunque el porcentaje de participación total de la dominante no se haya visto modificado.

Esta medida simplifica el registro oficial de participaciones significativas que está a disposición del público en la página *web* de la CNMV y hace que la información difundida sea más clara. No obstante, aunque muchas dominadas han solicitado la baja de las comunicaciones remitidas con anterioridad a la entrada en vigor del nuevo Real Decreto, todavía quedan muchas solicitudes pendientes y el proceso de simplificación no ha culminado. A la fecha de elaboración de este artículo se han recibido 35 escritos solicitando la baja de los registros de las participaciones mantenidas por entidades dominadas.

Lo señalado anteriormente también se aplicaría en el caso de operaciones realizadas con instrumentos financieros por parte de la dominante de un grupo y sus dominadas.

Por otro lado, la dominante de un grupo tampoco debe agregar los derechos de voto de sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) y empresas de servicios de inversión (ESI), siempre que ejerzan los derechos de voto independientemente de la entidad dominante. En el caso de las ESI, también se requiere que estén sujetas a autorización previa.

Por su parte, la sociedad dominante del grupo que desee acogerse a la exención para la no agregación deberá notificar sin demora a la CNMV:

- Una lista identificando a las SGIIC y ESI que formen parte del grupo, así como a la autoridad competente que las supervisa.
- Una declaración indicando que cumple con las condiciones establecidas, es decir, que no interfiere dando instrucciones para el ejercicio de los derechos de voto, y que las SGIIC y las ESI están en condiciones de ejercerlos independientemente de la sociedad dominante.

A la fecha de elaboración de este artículo, 25 sociedades dominantes de grupos de entidades habían remitido sendos escritos solicitando acogerse a la exención de agregación de participaciones.

## 6 Conclusiones

El proceso de transición para adecuarse al Real Decreto 1362/2007 se ha desarrollado satisfactoriamente. Ello ha supuesto un esfuerzo importante por parte de todos los agentes intervinientes, fundamentalmente debido a las implicaciones de los cambios tanto de contenidos como de modelos de notificación, así como una serie de mejoras sustantivas en los procesos electrónicos de notificación, registro y difusión.



El resultado implica una mejora sustancial en la cantidad y la calidad de la información que se difunde al mercado. Sin embargo, la mayor parte de las notificaciones todavía se siguen recibiendo en el registro de forma física y no por la vía telemática habilitada por la CNMV. Se espera que en el futuro la mayor parte de las notificaciones se presenten por esta vía, lo cual acortaría los plazos de difusión de la información.

De todos modos, aunque a nivel doméstico se han dado pasos importantes y el proceso está muy avanzado, todavía queda camino por recorrer en materia de convergencia a nivel comunitario. En CESR, un grupo ad-hoc de expertos trabaja desde principios de 2008 en los desarrollos de nivel 3 de la Directiva de Transparencia. Se ha empezado con la elaboración de un estudio comparativo sobre la transposición que cada Estado miembro de la Unión Europea ha realizado de la Directiva. Este estudio finalizará el último trimestre de 2008 y servirá de referencia para que el mercado, y fundamentalmente los reguladores, identifiquen los ámbitos en los que es más necesario continuar trabajando en materia de convergencia o interpretación.

Por último, queda también un importante camino por recorrer para lograr acuerdos de reconocimiento de equivalencia con terceros países que han solicitado que sus emisores puedan acceder al mercado europeo evitando una duplicidad de requisitos, en ocasiones quizás innecesarios.

## V Anexo estadístico

# 1 Mercados

## 1.1 Renta variable

### Emisiones y OPV<sup>1</sup>

CUADRO 1.1

	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
<b>IMPORTES EFECTIVOS<sup>3</sup></b> (millones de euros)	2.960,5	5.021,7	23.757,9	4.337,2	7.398,7	9,5	356,6	40,8
Ampliaciones de capital	2.803,4	2.562,9	21.689,5	4.273,8	6.823,1	0,0	356,6	40,8
De ellas, mediante OPS	0,0	644,9	8.502,7	3.485,2	4.683,3	0,0	292,0	0,0
Tramo nacional	0,0	303,0	4.821,4	2.449,6	2.037,6	0,0	292,0	0,0
Tramo internacional	0,0	342,0	3.681,4	1.035,6	2.645,8	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	157,1	2.458,8	2.068,5	63,4	575,6	9,5	0,0	0,0
Tramo nacional	54,7	1.568,1	1.517,1	63,4	432,4	9,5	0,0	0,0
Tramo internacional	102,5	890,7	551,4	0,0	143,3	0,0	0,0	0,0
<b>NÚMERO DE EXPEDIENTES<sup>4</sup></b>	27	30	35	6	12	1	4	2
Ampliaciones de capital	25	21	26	5	7	0	4	2
De ellas, mediante OPS	0	8	8	2	4	0	2	0
De ellas, liberadas	6	0	0	0	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	14	12	1	7	1	1	0
<b>NÚMERO DE EMISORES<sup>4</sup></b>	24	23	29	6	10	1	4	2
Ampliaciones de capital	23	18	24	5	7	0	4	2
De ellas, mediante OPS	0	6	6	2	4	0	2	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	10	8	1	5	1	1	0

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

2 Datos disponibles: agosto 2008.

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

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

### Ofertas públicas de venta y suscripción de acciones. Tramos por suscriptor

CUADRO 1.2

Millones de euros	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>OFERTAS PUBLICAS DE SUSCRIPCION</b>	0,0	644,9	8.502,7	3.485,2	4.683,3	0,0	292,0	0,0
Mercado nacional	0,0	303,0	4.646,2	2.277,0	2.035,0	0,0	282,0	0,0
Suscriptores minoristas	0,0	8,7	2.841,0	1.898,5	830,5	0,0	191,5	0,0
Suscriptores institucionales	0,0	294,3	1.805,2	378,5	1.204,5	0,0	90,5	0,0
Mercado internacional	0,0	342,0	3.681,4	1.035,6	2.645,8	0,0	0,0	0,0
Empleados	0,0	0,0	175,2	172,6	2,6	0,0	10,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>OFERTAS PUBLICAS DE VENTA</b>	157,1	2.458,8	2.068,5	63,4	575,6	9,5	0,0	0,0
Mercado nacional	54,7	1.565,0	1.505,7	63,4	430,8	9,5	0,0	0,0
Suscriptores minoristas	27,3	390,0	393,9	0,0	88,4	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	27,3	1.175,0	1.111,8	63,4	342,4	9,5	0,0	0,0
Mercado internacional	102,5	890,7	551,4	0,0	143,3	0,0	0,0	0,0
Empleados	0,0	3,1	11,4	0,0	1,6	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: agosto 2008.

### Admisión a bolsa. Expedientes registrados en la CNMV

CUADRO 1.3

	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>IMPORTES NOMINALES</b> (millones de euros)								
Con folleto de emisión	498,0	963,4	5.894,3	171,8	5.562,1	13,3	25,5	124,2
Ampliaciones de capital	494,0	575,9	5.687,2	171,8	5.439,6	13,3	25,5	124,2
De las cuales OPS	0,0	145,3	5.424,4	0,0	5.419,8	0,0	0,0	100,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4,0	387,5	207,1	0,0	122,5	0,0	0,0	0,0
Sin folleto de emisión	167,3	564,7	8.366,1	440,9	6.438,4	274,7	448,1	46,6
<b>NÚMERO DE EXPEDIENTES</b>								
Con folleto de emisión	26	18	22	4	8	2	1	3
Ampliaciones de capital	25	13	18	4	6	2	1	3
De las cuales OPS	0	5	6	0	4	0	0	1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	9	7	0	4	0	0	0
Sin folleto de emisión	27	61	72	20	16	9	12	5

1 Datos disponibles: agosto 2008.

## Sociedades admitidas a cotización<sup>1</sup>

CUADRO 1.4

	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	126	135	143	136	143	141	139	140
Sin Nuevo mercado	115	124	142	126	142	141	139	140
Nuevo mercado	11	11	1	10	1	0	0	0
Empresas extranjeras	5	6	5	6	5	5	5	5
Segundo Mercado	14	12	11	11	11	10	9	8
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	10	9	9	9	9	8	7	6
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	2	1	0	0	0	0	0	0
Corros ex SICAV	47	38	31	32	31	29	29	29
Madrid	22	16	13	14	13	13	13	13
Barcelona	28	24	20	20	20	19	19	19
Bilbao	14	10	9	9	9	8	8	8
Valencia	18	13	9	10	9	7	7	7
Corros SICAV	3.111	744	8	9	8	5	4	4
MAB	-	2.405	3.287	3.241	3.287	3.322	3.362	3.360
Latibex	32	34	34	34	34	34	35	35

1 Datos a final de período.

2 Datos disponibles: agosto 2008.

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

## Capitalización<sup>1</sup>

CUADRO 1.5

Millones de euros	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	616.659,5	813.765,1	892.053,8	840.333,3	892.053,8	780.720,1	739.386,7	706.747,4
Sin Nuevo mercado	607.167,8	800.148,0	891.875,7	829.721,5	891.875,7	780.720,1	739.386,7	706.747,4
Nuevo mercado	9.491,8	13.617,1	178,1	10.611,9	178,1	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras <sup>4</sup>	64.312,7	105.600,9	134.768,6	104.807,9	134.768,6	120.418,7	133.614,0	124.744,9
Ibex 35	411.712,5	512.828,0	524.651,0	527.210,1	524.651,0	455.694,3	412.258,4	399.484,6
Segundo Mercado	444,2	392,7	286,8	295,7	286,8	217,1	167,1	123,5
Madrid	9,2	18,9	27,8	24,6	27,8	23,2	25,9	23,7
Barcelona	291,2	184,2	259,0	271,1	259,0	193,9	141,1	99,8
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	143,8	189,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	6.874,8	7.905,3	7.444,9	8.890,0	7.444,9	7.228,8	6.672,3	6.038,1
Madrid	3.486,7	2.698,1	1.840,6	2.796,4	1.840,6	1.810,9	1.562,0	1.477,5
Barcelona	3.129,2	4.966,3	4.627,8	5.247,4	4.627,8	4.963,8	4.698,4	4.144,6
Bilbao	405,9	59,5	108,2	137,1	108,2	107,3	27,0	27,0
Valencia	836,1	741,9	1.206,5	1.145,5	1.206,5	994,2	971,7	893,2
Corros SICAV	33.171,1	9.284,1	245,4	990,1	245,4	200,2	184,2	177,8
MAB	0,0	29.866,3	41.659,8	41.259,2	41.659,8	39.298,0	39.001,1	38.900,6
Latibex	216.111,3	271.641,8	427.773,6	387.064,2	427.773,6	389.629,9	712.179,3	634.859,1

1 Datos a final de período.

2 Datos disponibles: agosto 2008.

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

4 La capitalización de las sociedades extranjeras está calculada considerando la totalidad de sus acciones, estén o no depositadas en España.

## Contratación efectiva

CUADRO 1.6

Millones de euros	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>2</sup>	847.652,2	1.144.562,9	1.653.354,8	438.830,9	369.572,5	430.021,7	377.897,7	211.778,7
Sin Nuevo mercado	818.653,2	1.118.546,1	1.627.369,5	433.444,8	364.309,6	425.558,0	377.886,2	211.778,7
Nuevo mercado	28.999,0	26.016,8	25.985,3	5.386,2	5.262,9	4.463,7	11,4	0,0
Empresas extranjeras	15.115,1	11.550,3	7.499,3	1.313,2	939,4	1.018,2	552,1	260,6
Segundo Mercado	25,9	49,3	192,9	21,4	37,7	11,8	3,2	1,7
Madrid	1,8	7,2	8,9	2,4	0,9	0,8	0,5	1,6
Barcelona	22,9	41,6	182,3	18,7	36,0	11,0	2,7	0,2
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	1,3	0,5	1,7	0,3	0,7	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	887,1	737,6	792,7	152,4	65,4	258,6	38,5	17,2
Madrid	198,2	257,9	236,1	55,4	21,3	92,7	17,5	6,4
Barcelona	667,0	297,8	402,8	94,5	40,1	29,1	17,6	10,5
Bilbao	13,4	159,9	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	8,4	22,0	153,8	2,5	3,9	136,7	3,3	0,4
Corros SICAV	5.022,8	4.580,6	361,6	56,4	32,4	15,2	5,9	2,1
MAB	0,0	1.814,2	6.985,2	1.604,9	1.369,1	2.240,4	1.966,1	1.114,9
Latibex	556,7	723,3	868,2	226,5	209,1	215,6	305,9	123,0

1 Datos disponibles: agosto 2008

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

## Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación<sup>1</sup>

CUADRO 1.7

Millones de euros	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
En sesión	798.934,5	1.080.117,5	1.577.249,5	359.745,1	389.841,9	354.712,5	304.979,6	180.676,6
Órdenes	488.416,3	658.839,2	985.087,6	232.805,5	246.015,5	245.239,9	185.997,3	110.426,9
Aplicaciones	82.403,1	105.910,7	155.085,1	34.295,0	38.761,4	34.574,7	29.644,2	14.453,7
Bloques	228.115,1	315.367,7	437.076,8	92.644,6	105.064,9	74.898,0	89.338,1	55.796,0
Fuera de hora	27.863,0	11.651,6	18.301,5	3.563,2	5.902,5	4.260,1	2.425,3	869,8
Autorizadas	4.773,4	4.052,0	4.189,6	304,6	640,3	374,6	533,1	826,2
Op. LMV art. 36.1	1,3	6.439,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opa	6.682,8	18.094,6	26.284,3	1.995,7	20.079,8	14.049,1	3.412,1	0,0
OPV	226,3	3.264,0	11.177,4	0,0	9.237,9	0,0	0,0	292,0
Toma de razón	2.298,9	10.347,9	2.954,4	172,5	233,6	836,3	20,2	33,0
Ejercicio de opciones	5.268,0	8.279,8	10.240,4	2.795,7	3.227,0	2.450,3	2.579,7	338,4
Operaciones de cobertura	1.615,4	2.315,7	2.957,8	995,9	858,8	1.214,7	1.743,7	1.183,4

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2 Datos disponibles: agosto 2008.

## Operaciones de crédito

CUADRO 1.8

Millones de euros	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>CONTRATACIÓN</b>								
Préstamo de valores <sup>2</sup>	393.964,1	550.850,4	835.326,9	179.969,9	213.637,3	159.984,9	175.820,7	103.308,3
Crédito de valores para su venta <sup>3</sup>	152,2	379,9	555,4	166,6	136,3	189,5	135,2	99,9
Crédito para compra de valores <sup>3</sup>	465,0	511,9	411,3	72,5	84,5	52,7	35,1	21,9
<b>SALDO VIVO</b>								
Préstamo de valores <sup>2</sup>	66.737,5	62.058,2	79.532,9	92.265,1	79.532,9	69.068,6	66.326,8	59.396,6
Crédito de valores para su venta <sup>3</sup>	28,5	73,6	112,4	133,7	112,4	97,8	57,8	65,2
Crédito para compra de valores <sup>3</sup>	52,3	70,1	59,4	45,3	59,4	30,7	28,2	29,6

1 Datos disponibles: agosto 2008.

2 Reguladas en la Ley del Mercado de Valores, art. 36.7 y la Orden ECO/764/2004.

3 Operaciones realizadas al amparo de la Orden de 25/03/1991, sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado.

## 1.2 Renta fija

### Emisiones brutas registradas<sup>1</sup> en la CNMV

CUADRO 1.9

	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>	155	159	173	53	75	59	65	43
Cédulas hipotecarias	9	11	10	6	4	7	13	4
Cedulas territoriales	2	5	4	2	1	7	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	49	46	41	16	3	5	13	16
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	4	1	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	53	61	77	16	34	16	26	15
Programas de pagarés	68	68	80	18	35	26	21	10
De titulación	3	3	3	1	0	0	1	0
Resto de pagarés	65	65	77	17	35	26	20	10
Otras emisiones de renta fija	1	0	2	2	0	0	0	0
Participaciones preferentes	6	9	5	2	0	4	1	2
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>	263	335	334	76	84	74	94	56
Cédulas hipotecarias	21	37	32	9	5	11	20	6
Cedulas territoriales	3	6	8	4	1	7	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	93	115	79	20	3	7	22	18
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	4	1	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	54	82	101	19	40	18	30	20
Programas de pagarés	80	83	106	20	35	27	21	10
De titulación	3	3	3	1	0	0	1	0
Resto de pagarés	77	80	103	19	35	27	20	10
Otras emisiones de renta fija	1	0	3	2	0	0	0	0
Participaciones preferentes	7	11	5	2	0	4	1	2
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>	414.253,9	523.131,4	648.757,0	163.782,9	154.568,4	117.526,8	134.468,4	69.172,4
Cédulas hipotecarias	35.560,0	44.250,0	24.695,5	6.525,0	2.525,0	1.250,0	10.120,0	1.610,0
Cedulas territoriales	1.775,0	5.150,0	5.060,0	2.000,0	110,0	1.020,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	41.907,1	46.687,5	27.416,0	7.750,0	257,0	604,1	3.743,6	4.215,1
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	162,8	68,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	69.044,3	91.607,7	141.627,0	17.898,3	52.819,0	28.657,0	34.386,4	14.336,1
Tramo nacional	63.908,3	85.099,9	141.627,0	17.898,3	52.819,0	28.657,0	34.386,4	14.336,1
Tramo internacional	5.136,0	6.507,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	264.359,5	334.457,0	442.433,5	122.464,6	98.857,4	85.899,6	86.118,5	48.961,2
De titulación	2.767,5	1.992,7	464,8	85,0	85,0	133,0	48,0	48,0
Resto de pagarés	261.592,0	332.464,3	441.968,7	122.379,6	98.772,4	85.766,6	86.070,5	48.913,2
Otras emisiones de renta fija	89,3	0,0	7.300,0	7.075,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	1.356,0	911,0	225,0	70,0	0,0	96,0	100,0	50,0
<b>Pro memoria:</b>								
Emisiones subordinadas	11.078,5	27.361,5	47.158,3	12.702,1	16.196,9	2.312,5	1.944,9	943,0
Emisiones aseguradas	94.368,0	92.213,5	121.608,5	17.898,3	32.701,5	6.533,5	7.573,4	1.114,5

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

2 Datos disponibles: agosto 2008.

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

### Admisión al mercado AIAF

CUADRO 1.10

Importes nominales en millones de euros	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>Total</b>	425.137,4	507.525,3	640.096,2	172.663,4	144.959,2	121.675,6	131.470,5	78.100,0
Pagarés	263.728,9	332.328,4	439.787,3	120.587,0	98.821,1	89.157,4	85.450,1	50.683,6
Bonos y obligaciones	56.771,5	45.155,4	30.006,9	9.375,0	2.704,9	507,0	3.164,6	4.578,2
Cédulas hipotecarias	31.600,0	43.720,0	27.195,5	8.575,0	2.575,0	1.225,0	8.145,0	3.250,0
Cédulas territoriales	1.775,0	2.650,0	7.450,0	3.500,0	0,0	930,0	200,0	0,0
Bonos de titulación	67.480,5	83.042,5	135.149,5	30.556,5	40.858,1	29.760,2	34.410,8	19.538,3
Participaciones preferentes	3.781,5	629,0	507,0	70,0	0,0	96,0	100,0	50,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: agosto 2008.

**AIAF. Emisores, emisiones y saldo vivo**

CUADRO 1.11

	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>	384	438	492	472	492	509	526	542
Pagarés	66	69	73	71	73	74	73	73
Bonos y obligaciones	82	80	92	92	92	91	91	93
Cédulas hipotecarias	12	14	14	14	14	17	22	23
Cédulas territoriales	3	5	7	7	7	11	11	11
Bonos de titulación	211	257	316	297	316	333	352	367
Participaciones preferentes	42	46	50	50	50	52	52	52
Bonos matador	20	20	15	16	15	15	14	14
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>	2.836	3.681	4.314	4.293	4.314	4.410	4.693	4.794
Pagarés	1.724	2.242	2.493	2.552	2.493	2.480	2.669	2.683
Bonos y obligaciones	329	398	445	452	445	442	452	465
Cédulas hipotecarias	54	83	111	106	111	121	140	144
Cédulas territoriales	8	11	19	19	19	25	26	26
Bonos de titulación	631	856	1.157	1.074	1.157	1.249	1.314	1.382
Participaciones preferentes	58	65	71	71	71	75	76	78
Bonos matador	32	26	18	19	18	18	16	16
<b>SALDO VIVO<sup>2</sup> (millones de euros)</b>	448.679,3	588.942,3	758.559,8	729.774,6	758.559,8	772.385,6	809.241,1	826.682,8
Pagarés	57.719,4	70.778,6	98.467,6	97.795,9	98.467,6	96.152,7	101.545,3	99.020,4
Bonos y obligaciones	103.250,7	131.107,8	139.586,3	142.655,3	139.586,3	132.397,1	131.568,3	134.975,6
Cédulas hipotecarias	90.550,0	129.710,0	150.905,5	151.330,5	150.905,5	152.130,5	160.275,5	163.525,5
Cédulas territoriales	7.575,0	9.525,0	16.375,0	16.375,0	16.375,0	16.305,0	16.505,0	16.505,0
Bonos de titulación	164.810,0	222.866,1	328.924,6	297.196,9	328.924,6	351.003,4	374.939,4	388.198,7
Participaciones preferentes	22.486,6	23.115,6	23.062,6	23.062,6	23.062,6	23.158,6	23.258,6	23.308,6
Bonos matador	2.287,6	1.839,2	1.238,2	1.358,4	1.238,2	1.238,2	1.148,9	1.148,9

1 Datos disponibles: agosto 2008.

2 Importes nominales.

**AIAF. Contratación**

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>POR TIPO DE ACTIVO</b>	877.812,1	910.493,9	1.127.477,7	287.044,2	291.041,6	338.568,2	594.085,2	434.215,5
Pagarés	408.185,0	489.069,5	568.009,6	148.715,3	124.955,9	130.792,9	134.918,8	105.952,6
Bonos y obligaciones	86.585,7	82.421,1	87.035,7	19.214,4	15.580,9	19.036,9	23.289,2	15.088,2
Cédulas hipotecarias	60.060,9	70.113,5	80.811,2	16.042,3	24.196,7	17.036,8	42.302,2	40.673,2
Cédulas territoriales	2.740,1	3.659,1	7.749,8	4.315,0	1.649,6	4.669,9	1.276,3	123,3
Bonos de titulación	313.778,5	257.628,9	378.005,2	97.548,2	123.504,1	166.049,8	391.436,8	271.804,3
Participaciones preferentes	4.046,2	4.647,8	4.492,4	897,7	1.153,4	976,0	860,0	573,5
Bonos matador	2.415,7	2.954,1	1.373,8	311,4	0,9	6,0	1,9	0,4
<b>POR TIPO DE OPERACIÓN</b>	877.812,1	910.493,9	1.127.477,7	287.044,2	291.041,6	338.568,2	594.085,2	434.215,5
Simple	322.819,1	386.368,8	416.477,9	104.013,7	97.807,4	99.070,8	102.383,8	57.542,3
Repo	284.520,0	330.839,9	441.362,7	109.684,9	94.131,8	84.487,7	87.594,2	74.716,3
Simultánea	270.473,0	193.285,1	269.637,1	73.345,6	99.102,3	155.009,7	404.107,3	301.956,8

1 Datos disponibles: agosto 2008.

**AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador**

CUADRO 1.13

Importes nominales en millones de euros	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>Total</b>	591.837,2	702.608,8	837.308,5	209.271,8	184.318,1	178.672,7	182.988,0	129.918,1
Sociedades no financieras	218.139,5	260.108,1	364.490,6	91.476,3	82.132,5	73.182,6	74.341,5	51.196,6
Instituciones financieras	218.381,1	247.876,4	282.816,9	73.910,0	69.024,8	71.161,5	76.965,1	60.317,0
Entidades de crédito	71.118,9	83.999,1	99.492,0	26.507,9	26.550,0	25.715,4	31.458,1	22.808,6
IIC, seguros y fondos de pensiones	138.580,4	145.911,5	152.429,2	39.606,4	34.195,3	39.714,3	40.498,2	25.103,5
Otras entidades financieras	8.681,8	17.965,8	30.895,6	7.795,7	8.279,5	5.731,7	5.008,8	12.404,9
Administraciones públicas	5.629,4	7.058,9	7.762,4	1.944,6	1.108,1	1.224,6	1.965,7	571,1
Hogares e ISFLSH <sup>2</sup>	14.433,3	23.675,9	28.534,8	4.047,5	3.749,2	3.656,6	3.609,7	2.093,4
Resto del mundo	135.253,9	163.889,4	153.703,8	37.893,3	28.303,5	29.447,4	26.106,1	15.740,0

1 Datos disponibles: agosto 2008.

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

## Admisión a bolsa. Expedientes registrados en la CNMV

CUADRO 1.14

	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>IMPORTES NOMINALES</b> (millones de euros)	1.234,6	68,1	7.000,0	0,0	7.000,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	1.140,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	94,6	68,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	7.000,0	0,0	7.000,0	0,0	0,0	0,0
<b>NÚMERO DE EXPEDIENTES</b>	6	1	1	0	1	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	3	0	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3	1	0	0	0	0	0	0
Otros	0	0	1	0	1	0	0	0

1 Datos disponibles: agosto 2008.

## Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.15

	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>	56	57	53	50	53	53	52	56
Emisores privados	39	40	40	37	40	40	40	44
Sociedades no financieras	12	10	6	7	6	6	6	6
Instituciones financieras privadas	27	30	34	30	34	34	34	38
Administraciones públicas <sup>3</sup>	17	17	13	13	13	13	12	12
Comunidades autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>	267	264	249	243	249	245	248	265
Emisores privados	122	131	133	120	133	133	133	153
Sociedades no financieras	22	18	12	13	12	10	10	10
Instituciones financieras privadas	100	113	121	107	121	123	123	143
Administraciones públicas <sup>3</sup>	145	133	116	123	116	112	115	112
Comunidades autónomas	92	89	83	89	83	81	84	81
<b>SALDO VIVO<sup>2</sup></b> (millones de euros)	16.323,0	17.105,4	25.654,7	16.918,2	25.654,7	25.583,8	26.027,7	28.295,3
Emisores privados	5.507,3	6.784,3	14.958,1	6.055,4	14.958,1	14.800,1	14.609,4	16.929,0
Sociedades no financieras	835,4	492,1	452,5	454,0	452,5	381,2	381,2	381,2
Instituciones financieras privadas	4.671,9	6.292,2	14.505,6	5.601,4	14.505,6	14.418,9	14.228,2	16.547,8
Administraciones públicas <sup>3</sup>	10.816,1	10.321,1	10.696,6	10.862,8	10.696,6	10.783,7	11.418,3	11.366,2
Comunidades autónomas	8.457,2	8.319,8	8.862,6	8.788,0	8.862,6	9.100,3	9.535,4	9.483,4

1 Datos disponibles: agosto 2008.

2 Importes nominales.

3 No incluye deuda anotada.

## Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.16

	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Importes nominales en millones de euros								
Mercado electrónico	220,0	257,3	444,8	17,8	316,3	537,7	366,0	170,9
Corros	4.538,3	5.009,9	7.154,3	471,1	4.023,6	1.873,2	123,2	4.119,3
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	4.404,2	4.879,6	7.040,1	445,3	3.998,2	1.829,1	87,6	4.100,3
Bilbao	9,2	24,8	7,5	1,7	2,1	1,6	1,0	0,7
Valencia	124,8	105,5	106,7	24,1	23,2	42,6	34,7	18,3
Deuda anotada	36,1	35,6	33,6	6,9	8,7	8,8	11,7	4,5
Deuda comunidades autónomas	83.204,0	84.443,6	84.178,3	20.750,1	21.152,6	16.972,7	19.324,8	11.181,3

1 Datos disponibles: agosto 2008.

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

CUADRO 1.17

	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Importes nominales en millones de euros								
Total	219,6	175,1	95,8	14,1	32,8	27,3	21,2	10,4
Simples	71,0	94,3	58,6	12,0	15,2	19,5	6,1	5,6
Simultáneas	148,5	80,2	37,2	2,0	17,6	7,8	15,1	4,8
Otras operaciones	0,1	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: agosto 2008.



## 1.3 Derivados y otros productos

### 1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

#### Negociación en MEFF

CUADRO 1.18

Número de contratos	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Sobre deuda	46	15	13	4	4	4	4	0
Futuro sobre bono nocial <sup>2</sup>	46	15	13	4	4	4	4	0
Sobre Ibex 35 <sup>3,4</sup>	5.490.958	7.119.853	9.288.909	2.423.272	2.176.326	2.346.726	1.894.015	1.391.958
Futuro sobre Ibex 35 plus	4.935.648	6.408.961	8.435.258	2.211.103	1.931.745	2.042.491	1.654.458	1.196.732
Futuro mini sobre Ibex 35	114.563	159.830	286.574	78.006	75.552	84.643	71.975	51.070
Opción call mini	232.825	288.542	227.535	43.365	82.293	76.766	60.052	66.782
Opción put mini	207.922	262.521	339.542	90.798	86.736	142.826	107.529	77.374
Sobre acciones <sup>5</sup>	29.728.916	33.655.790	34.887.808	8.141.493	13.011.176	12.300.311	19.168.497	9.091.355
Futuros	18.813.689	21.229.811	21.294.315	5.105.492	8.637.161	8.519.578	14.797.445	7.146.608
Opción call	6.803.863	7.664.125	6.775.525	1.398.403	2.097.371	1.585.176	1.571.132	819.568
Opción put	4.111.364	4.761.854	6.817.968	1.637.598	2.276.644	2.195.557	2.799.920	1.125.179
<b>Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex</b>								
Sobre deuda <sup>6</sup>	1.440.370	1.117.956	1.059.113	294.058	219.959	342.976	220.077	74.579
Sobre índices <sup>7</sup>	1.080.801	1.423.441	1.371.250	365.491	265.783	348.341	268.663	139.169

1 Datos disponibles: agosto 2008.

2 Nominal del contrato: 100 mil euros.

3 El número de los contratos mini (multiplicador de 1 euro) se ha homogeneizado al tamaño de los contratos de los futuros sobre Ibex 35 plus (multiplicador de 10 euros).

4 Nominal del contrato: Ibex 35 \* 10 euros.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

6 Futuros sobre Bund, Bobl y Schatz.

7 Futuros sobre Dax 30, DJ EuroStoxx 50 y DJ Stoxx 50.

### 1.3.2 Warrants, contratos de compra / venta de opciones y ETF

#### Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.19

WARRANTS <sup>2</sup>	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Importe de las primas (millones de euros)	1.840,0	5.144,3	8.920,3	2.971,6	2.513,7	3.173,0	3.153,2	2.150,5
Sobre acciones	1.180,8	3.697,6	6.215,1	1.888,6	1.836,7	2.257,1	1.663,2	963,5
Sobre índices	559,9	1.064,9	2.311,2	951,7	529,1	726,8	1.270,1	1.155,1
Otros <sup>3</sup>	99,3	381,8	394,0	131,2	147,8	189,1	219,9	31,9
Número de emisiones	1.720	4.063	7.005	1.808	2.126	2.791	1.928	1.056
Número de emisores	6	8	7	7	7	7	7	4
<b>CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES</b>								
Importes nominales (millones de euros)	112,2	206,8	151,0	25,0	20,0	12,0	45,0	20,0
Sobre acciones	87,8	196,2	145,0	25,0	20,0	12,0	45,0	20,0
Sobre índices	16,4	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros <sup>3</sup>	8,0	10,0	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	13	12	9	1	2	1	2	1
Número de emisores	4	4	3	1	1	1	1	1

1 Datos disponibles: agosto 2008.

2 Incluye emisiones que no requieren un folleto de emisión previo en aplicación de la normativa sobre folletos de emisión.

3 Incluye los siguientes subyacentes: cestas de valores, tipos de cambio, tipos de interés y materias primas.

## Bolsa de valores. Contratación de warrants y ETF

CUADRO 1.20

	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>WARRANTS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	2.142,3	2.907,4	5.129,6	1.429,6	1.206,7	892,9	684,1	433,1
Sobre acciones nacionales	1.431,7	1.803,9	3.200,7	805,4	788,0	521,5	362,8	206,6
Sobre acciones extranjeras	155,8	294,7	474,2	115,1	104,6	47,0	50,4	19,4
Sobre índices	516,8	727,4	1.376,6	489,9	297,7	303,2	231,1	179,4
Otros <sup>2</sup>	38,0	81,4	78,1	19,3	16,5	21,2	39,8	27,6
Número de emisiones <sup>3</sup>	2.520	4.284	7.837	3.848	4.083	4.144	4.214	3.213
Número de emisores <sup>3</sup>	8	9	9	9	9	9	8	8
<b>CERTIFICADOS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	69,8	58,8	57,5	14,67	13,3	5,1	5,0	2,2
Número de emisiones <sup>3</sup>	15	14	18	11	17	17	21	17
Número de emisores <sup>3</sup>	5	5	4	3	4	4	4	4
<b>ETF</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	-	-	4.664,5	844,9	2.059,6	3.037,1	1.357,4	643,1
Número de fondos	-	-	21	12	21	27	32	32
Patrimonio <sup>4</sup> (millones de euros)	-	-	885,8	511,8	885,8	1.994,7	2.212,6	nd

1 Datos disponibles: agosto 2008.

2 Incluye los siguientes subyacentes: cestas de valores, tipos de cambio, tipos de interés y materias primas.

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

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

nd: Dato no disponible.

### 1.3.3 Derivados no financieros

#### Negociación en MFAO<sup>1</sup>

CUADRO 1.21

	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
<b>Número de contratos</b>								
<b>Sobre aceite de oliva</b>								
Futuro sobre aceite virgen lampante <sup>3</sup>	21.145	35.079	46.405	5.832	9.721	13.586	14.610	5.785

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: agosto 2008.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

## 2 Servicios de inversión

### Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>Sociedades de valores</b>								
Entidades nacionales	46	47	46	46	46	49	51	50
Sucursales	96	108	102	100	102	109	80	84
Representantes	6.562	6.610	6.657	6.618	6.657	6.674	6.526	6.557
<b>Agencias de valores</b>								
Entidades nacionales	56	57	53	54	53	50	52	53
Sucursales	11	11	12	12	12	7	10	10
Representantes	516	589	625	647	625	624	625	627
<b>Sociedades gestoras de cartera</b>								
Entidades nacionales	17	15	11	12	11	11	11	10
Sucursales	4	4	4	4	4	4	4	4
Representantes	14	5	6	6	6	5	5	5
<b>Entidades de crédito<sup>2</sup></b>								
Entidades nacionales	206	204	201	202	201	200	200	200

1 Datos disponibles: agosto 2008.

2 Fuente: Banco de España.

## Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Total	1.196	1.321	1.766	1.432	1.766	1.949	2.054	2.117
ESI <sup>2</sup> en el Espacio Económico Europeo	867	973	1.394	1.068	1.394	1.573	1.676	1.723
Con sucursal	18	22	29	26	29	30	33	33
En libre prestación de servicios	849	951	1.365	1.042	1.365	1.543	1.643	1.690
Entidades de crédito <sup>3</sup>	329	348	372	364	372	376	378	394
Comunitarias	320	339	363	355	363	367	369	385
Con sucursal	38	44	52	50	52	55	56	56
En libre prestación de servicios	281	294	310	304	310	311	312	328
Filiales en libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	1	1
Extracomunitarias	9	9	9	9	9	9	9	9
Con sucursal	8	8	8	8	8	8	8	8
En libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	1	1

1 Datos disponibles: agosto 2008.

2 Empresas de Servicios de Inversión.

3 Fuente: Banco de España.

## Intermediación de operaciones al contado

CUADRO 2.3

Millones de euros	II 2007				II 2008			
	Bolsas nacionales	Otros mercados		Total	Bolsas nacionales	Otros mercados		Total
		nacionales	extranjeros			nacionales	extranjeros	
<b>RENTA FIJA</b>								
Total	6.223	2.387.396	386.262	2.779.881	6.874	2.079.778	422.708	2.509.360
Sociedades de valores	5.888	199.685	50.140	255.713	6.197	295.890	50.627	352.714
Agencias de valores	335	2.187.711	336.122	2.524.168	677	1.783.888	372.081	2.156.646
<b>RENTA VARIABLE</b>								
Total	598.498	1.897	33.250	633.645	495.000	1.390	19.052	515.442
Sociedades de valores	561.947	1.016	30.511	593.474	463.258	1.175	17.578	482.011
Agencias de valores	36.551	881	2.739	40.171	31.742	215	1.474	33.431

## Intermediación de operaciones de derivados<sup>1</sup>

CUADRO 2.4

Millones de euros	II 2007				II 2008			
	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total
Sociedades de valores	98.894	339.608	177.805	616.307	179.547	1.595.485	96.850	1.871.882
Agencias de valores	139.241	4.121.210	876.963	5.137.414	18.385	330.780	807.832	1.156.997

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

## Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 2.5

	II 2007			II 2008		
	Total	IIC	Otras <sup>1</sup>	Total	IIC	Otras <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE CARTERAS</b>						
Total	19.737	95	19.642	15.832	125	15.707
Sociedades de valores	11.024	25	10.999	8.847	34	8.813
Agencias de valores	4.090	35	4.055	3.495	42	3.453
Sociedades gestoras de cartera	4.623	35	4.588	3.490	49	3.441
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)</b>						
Total	14.496.725	1.569.471	12.927.254	11.426.977	1.108.012	10.318.965
Sociedades de valores	6.039.778	745.462	5.294.316	5.081.913	276.965	4.804.948
Agencias de valores	3.582.278	526.529	3.055.749	2.602.030	587.346	2.014.684
Sociedades gestoras de cartera	4.874.669	297.480	4.577.189	3.743.034	243.701	3.499.333

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

## Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores

CUADRO 2.6

Miles de euros <sup>1</sup>	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
I. MARGEN FINANCIERO	57.653	17.325	-29.968	-15.840	-29.968	-10.488	22.373	38.338
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	200.360	48.335	-224.173	-214.615	-224.173	78.843	399.526	370.194
III. COMISIONES NETAS	653.273	775.377	893.803	680.927	893.803	195.164	368.472	417.974
Comisiones percibidas	847.524	1.009.089	1.181.772	894.244	1.181.772	270.711	501.817	571.235
Tramitación y ejecución de órdenes	526.241	629.952	775.418	588.741	775.418	186.711	343.910	395.570
Colocación y aseguramiento de emisiones	58.685	73.278	62.145	47.019	62.145	10.560	25.112	26.471
Depósito y anotación de valores	17.593	22.367	25.351	18.665	25.351	5.861	11.477	13.329
Gestión de carteras	20.599	23.883	29.649	20.388	29.649	5.946	9.893	11.221
Diseño y asesoramiento	52.180	55.918	65.083	51.793	65.083	7.729	12.781	14.823
Búsqueda y colocación de paquetes	6	0	9	9	9	7	9	9
Operaciones de crédito al mercado	56	33	23	17	23	5	7	7
Suscripción y reembolso en IIC	118.871	141.312	138.481	105.659	138.481	30.202	55.621	61.892
Otras	53.293	62.346	85.613	61.953	85.613	23.690	43.007	47.913
Comisiones satisfechas	194.251	233.712	287.969	213.317	287.969	75.547	133.345	153.261
IV. MARGEN ORDINARIO	911.286	841.037	639.662	450.472	639.662	263.519	790.371	826.506
V. MARGEN DE EXPLOTACIÓN	498.362	395.105	180.892	113.320	180.892	144.447	553.546	556.895
VI. RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS	266.734	430.651	540.390	674.057	540.390	151.025	301.711	336.485

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

2 Datos disponibles: julio 2008.

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

CUADRO 2.7

Miles de euros <sup>1</sup>	Total		Margen financiero		Cartera de valores		Otras dotaciones	
	II 2007	II 2008	II 2007	II 2008	II 2007	II 2008	II 2007	II 2008
Total	-156.263	405.941	11.025	22.373	-166.565	399.526	-723	-15.958
Activos monetarios y deuda pública	-13.372	-5.258	1.959	4.723	-15.331	-9.981	-	-
Otros valores de renta fija	39.902	38.845	26.446	29.308	13.456	9.537	-	-
Cartera interior	28.378	33.858	23.433	28.324	4.945	5.534	-	-
Cartera exterior	11.524	4.987	3.013	984	8.511	4.003	-	-
Renta variable	189.622	-794.473	64.441	24.317	125.181	-818.790	-	-
Cartera interior	134.855	-251.846	27.559	12.593	107.296	-264.439	-	-
Cartera exterior	54.767	-542.627	36.882	11.724	17.885	-554.351	-	-
Derivados	-280.317	1.233.531	-	-	-280.317	1.233.531	-	-
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-2.546	5.403	-2.546	5.403	-	-	-	-
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	-	-	-	-
Depósito y otras operaciones con intermediarios	-91.887	-67.925	-91.887	-67.925	-	-	-	-
Otras operaciones	2.335	-4.182	12.612	26.547	-9.554	-14.771	-723	-15.958

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

## Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros <sup>1</sup>	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
I. MARGEN FINANCIERO	10.665	12.934	14.395	10.500	14.395	2.434	6.039	6.603
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	3.306	3.906	580	651	580	-939	-1.363	-1.633
III. COMISIONES NETAS	184.113	233.447	237.403	177.379	237.403	41.507	82.530	92.947
Comisiones percibidas	229.752	297.030	310.892	233.859	310.892	48.935	95.111	107.009
Tramitación y ejecución de órdenes	97.948	114.111	131.976	96.183	131.976	19.349	33.728	38.283
Colocación y aseguramiento de emisiones	3.821	3.183	2.501	2.409	2.501	994	3.010	3.261
Depósito y anotación de valores	1.357	1.520	1.680	1.294	1.680	314	394	462
Gestión de carteras	14.868	28.672	27.457	20.239	27.457	5.847	11.966	13.230
Diseño y asesoramiento	2.664	2.360	2.224	1.273	2.224	252	1.550	1.772
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Suscripción y reembolso en IIC	46.171	68.513	74.918	57.090	74.918	9.679	17.156	19.634
Otras	62.923	78.671	70.136	55.371	70.136	12.500	27.307	30.367
Comisiones satisfechas	45.639	63.583	73.489	56.480	73.489	7.428	12.581	14.062
IV. MARGEN ORDINARIO	198.084	250.287	252.378	188.530	252.378	43.002	87.206	97.917
V. MARGEN DE EXPLOTACIÓN	66.420	95.026	98.596	76.858	98.596	9.302	14.001	15.480
VI. RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS	38.264	62.449	86.017	85.525	86.017	9.427	15.919	19.052

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

2 Datos disponibles: julio 2008.

## Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera

CUADRO 2.9

Miles de euros <sup>1</sup>	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
I. MARGEN FINANCIERO	575	895	1.442	1.095	1.442	376	789	930
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	65	6	21	-8	21	-32	-158	-142
III. COMISIONES NETAS	17.164	15.195	15.501	11.313	15.501	3.459	6.583	7.517
Comisiones percibidas	25.508	27.625	27.340	22.411	27.340	6.308	12.392	14.306
Gestión de carteras	18.813	22.068	22.545	19.114	22.545	5.203	10.243	11.883
Diseño y asesoramiento	4.380	4.951	2.614	1.668	2.614	637	1.226	1.372
Suscripción y reembolso en IIC	592	261	1.728	1.281	1.728	368	675	763
Otras	1.723	345	453	348	453	100	248	288
Comisiones satisfechas	8.344	12.430	11.839	11.098	11.839	2.849	5.809	6.789
IV. MARGEN ORDINARIO	17.804	16.096	16.964	12.400	16.964	3.803	7.214	8.305
V. MARGEN DE EXPLOTACIÓN	6.051	6.352	7.226	4.967	7.226	1.041	1.543	1.752
VI. RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS	3.465	4.112	4.837	3.597	4.837	730	1.009	1.176

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

2 Datos disponibles: julio 2008.

## Margen de cobertura de los recursos propios sobre el coeficiente de solvencia<sup>1</sup>

CUADRO 2.10

Miles de euros	Exceso		Número de entidades según porcentaje del exceso									
	Importe total	% <sup>2</sup>	< 50 <sup>3</sup>	<100	<150	<200	<300	<400	<500	<750	<1000	>1000
Total	1.359.458	433,10	10	12	15	8	17	8	11	9	8	16
Sociedades de valores	1.226.038	483,07	3	1	3	2	11	3	7	4	7	10
Agencias de valores	114.159	275,92	5	9	9	5	5	4	4	5	1	5
Sociedades gestoras de cartera	19.261	102,92	2	2	3	1	1	1	0	0	0	1

1 Datos disponibles: junio 2008.

2 El porcentaje medio se obtiene ponderando por los recursos propios exigibles de cada entidad. Es un indicador del número de veces, en términos porcentuales, que el exceso contiene a los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

3 Incluye las entidades dadas de alta que no han remitido información.

## Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos<sup>1</sup>

CUADRO 2.11

Media <sup>2</sup>	Pérdidas	Número de entidades según su rentabilidad anualizada								
		0-5%	6-15%	16-30%	31-45%	46-60%	61-75%	76-100%	>100%	
Total	37,09	29	16	13	24	9	6	3	7	7
Sociedades de valores	39,62	9	8	6	10	5	4	1	4	4
Agencias de valores	20,30	16	6	6	11	3	2	2	3	3
Sociedades gestoras de cartera	5,46	4	2	1	3	1	0	0	0	0

1 Datos disponibles: junio 2008.

2 Media ponderada por fondos propios, en %.

## 3 Instituciones de inversión colectiva\*

### Número, gestoras y depositarias de instituciones de inversión colectiva registradas en la CNMV

CUADRO 3.1

	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Total IIC de carácter financiero	5.841	6.006	6.296	6.245	6.296	6.347	6.395	6.391
Fondos de inversión	2.723	2.850	2.954	2.947	2.954	2.956	2.968	2.961
Sociedades de inversión	3.118	3.149	3.290	3.251	3.290	3.328	3.365	3.364
IIC de IIC de inversión libre	-	2	31	30	31	38	39	41
IIC de inversión libre	-	5	21	17	21	25	23	25
Total IIC inmobiliarias	13	17	18	19	18	17	17	17
Fondos de inversión inmobiliaria	7	9	9	10	9	9	9	9
Sociedades de inversión inmobiliaria	6	8	9	9	9	8	8	8
Total IIC extranjeras comercializadas en España	260	340	440	397	440	465	490	509
Fondos extranjeros comercializados en España	115	164	225	197	225	241	253	268
Sociedades extranjeras comercializadas en España	145	176	215	200	215	224	237	241
SGIIC	112	114	120	121	120	121	120	120
Depositarias IIC	135	132	126	127	126	126	126	126

1 Datos disponibles: agosto 2008.

\* En las referencias a los "Fondos de inversión" de todo el capítulo, no se incluyen los fondos de inversión libre ni los fondos de IIC de inversión libre.

**Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva**

CUADRO 3.2

	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Total IIC de carácter financiero	8.869.084	9.048.207	8.492.282	8.900.911	8.492.282	7.861.369	7.466.954	-
Fondos de inversión	8.450.164	8.637.781	8.053.049	8.467.203	8.053.049	7.420.379	7.023.292	6.820.688
Sociedades de inversión	418.920	410.403	434.156	430.315	434.156	434.167	433.651	-
IIC de IIC de inversión libre <sup>2</sup>	-	2	3.950	3.142	3.950	5.488	8.582	8.033
IIC de inversión libre <sup>2</sup>	-	21	1.127	251	1.127	1.335	1.429	1.456
Total IIC inmobiliarias	119.113	151.053	146.353	152.577	146.353	145.036	141.876	142.235
Fondos de inversión inmobiliaria	118.857	150.304	145.510	151.916	145.510	144.197	141.037	141.296
Sociedades de inversión inmobiliaria	256	749	843	661	843	839	839	939
Total IIC extranjeras comercializadas en España	560.555	779.165	850.931	834.914	850.931	729.321	697.732	-
Fondos extranjeros comercializados en España	104.089	144.139	142.782	158.925	142.782	137.933	124.446	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	456.466	635.026	708.149	675.989	708.149	591.388	573.286	-

1 Datos disponibles: julio 2008. Estos datos son de remisión obligatoria trimestral para Sociedades de inversión y para IIC's extranjeras por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.

2 Datos provisionales para IIC de IIC de inversión libre y para IIC de inversión libre.

**Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva**

CUADRO 3.3

Millones de euros	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Total IIC de carácter financiero	289.810,7	300.584,0	287.968,7	303.306,6	287.968,7	264.775,7	244.660,6	237.196,8
Fondos de inversión <sup>2</sup>	262.200,9	270.406,3	255.040,9	269.907,0	255.040,9	234.043,9	214.251,8	207.152,0
Sociedades de inversión	27.609,8	30.152,7	31.481,5	32.360,1	31.481,5	29.055,9	28.415,3	28.017,9
IIC de IIC de inversión libre <sup>3</sup>	-	0,6	1.000,6	829,2	1.000,6	1.129,6	1.389,6	1.414,0
IIC de inversión libre <sup>3</sup>	-	24,4	445,8	210,2	445,8	546,3	603,9	613,0
Total IIC inmobiliarias	6.690,8	9.052,0	9.121,4	9.409,6	9.121,4	8.912,8	8.753,1	8.791,5
Fondos de inversión inmobiliaria	6.476,9	8.595,9	8.608,5	8.905,3	8.608,5	8.563,8	8.394,0	8.427,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	213,9	456,1	512,9	504,3	512,9	349,0	359,2	364,1
Total IIC extranjeras comercializadas en España	33.668,1	44.102,9	37.092,7	44.847,4	37.092,7	30.184,5	28.581,0	-
Fondos extranjeros comercializados en España	8.267,3	12.099,3	7.010,3	10.530,7	7.010,3	5.004,9	4.313,5	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	25.400,8	32.003,5	30.082,4	34.316,7	30.082,4	25.179,6	24.267,5	-

1 Datos disponibles: julio 2008. Estos datos son de remisión obligatoria trimestral para IIC's extranjeras.

2 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en el segundo trimestre de 2008, del orden de 15.600 millones de euros.

3 Datos provisionales para IIC de IIC de inversión libre y para IIC de inversión libre.

**Distribución del patrimonio de los fondos de inversión de carácter financiero<sup>1,2</sup>**

CUADRO 3.4

Millones de euros	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>3</sup>
Patrimonio	262.200,9	270.406,9	256.040,2	270.736,3	256.040,2	235.173,5	215.618,2	208.565,9
Liquidez	8.207,5	10.462,9	15.485,2	14.698,8	15.485,2	15.768,9	17.710,9	18.406,6
Inversión en cartera	255.273,6	260.002,9	240.110,5	255.694,9	240.110,5	219.010,7	197.728,4	189.838,6
Cartera interior	123.683,6	127.355,4	134.700,7	137.101,4	134.700,7	128.697,2	115.902,8	111.330,9
Acciones	11.602,1	13.806,8	11.600,7	12.619,2	11.600,7	8.137,3	6.802,7	6.328,7
Participaciones en fondos de inversión	17.255,9	17.322,8	18.720,4	19.667,5	18.720,4	17.772,2	15.822,3	14.795,0
Activos monetarios públicos	4.149,4	2.887,7	2.206,6	2.329,6	2.206,6	3.493,5	4.618,6	3.826,1
Otros valores de renta fija pública	10.088,7	9.891,6	8.708,7	9.488,6	8.708,7	6.608,3	6.299,7	6.411,7
Activos monetarios privados	26.850,7	28.483,2	37.486,9	35.565,7	37.486,9	35.309,7	35.514,6	33.672,5
Otra renta fija privada	18.835,6	23.105,3	24.251,5	24.363,4	24.251,5	23.039,2	22.873,3	22.147,8
Warrants y opciones nacionales	483,1	603,3	553,2	569,1	553,2	344,0	414,4	434,4
Adquisición temporal de activos	34.417,8	31.229,4	31.172,4	32.497,9	31.172,4	33.992,7	23.557,0	23.713,9
Cartera no cotizada	0,2	25,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,8
Cartera exterior	131.590,0	132.647,4	105.409,8	118.593,5	105.409,8	90.313,5	81.825,6	78.507,7
Euros	118.871,5	118.664,1	94.205,2	106.110,8	94.205,2	82.742,5	74.569,0	71.879,2
Acciones	8.925,1	11.418,0	10.772,1	12.735,6	10.772,1	6.970,4	5.859,8	5.379,0
Participaciones en fondos de inversión	15.986,0	23.414,2	13.149,1	16.876,9	13.149,1	8.659,6	7.036,7	6.503,6
Renta fija	90.220,7	78.933,4	65.972,8	71.585,9	65.972,8	64.362,8	59.588,6	58.164,2
Warrants y opciones internacionales	3.739,7	4.898,7	4.311,2	4.912,4	4.311,2	2.749,7	2.083,0	1.830,5
Cartera no cotizada	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	1,8
Resto	12.718,5	13.983,3	11.204,6	12.482,7	11.204,6	7.571,0	7.256,6	6.628,5
Acciones	7.019,5	7.343,0	5.964,0	6.893,3	5.964,0	3.972,9	3.823,9	3.583,1
Participaciones en fondos de inversión	4.395,6	5.491,5	4.477,8	4.774,1	4.477,8	3.097,6	3.018,0	2.627,9
Renta fija	1.204,8	1.011,7	631,1	675,9	631,1	413,5	386,2	383,2
Warrants y opciones internacionales	97,2	136,0	130,8	138,4	130,8	86,4	27,7	33,6
Cartera no cotizada	1,4	1,2	0,9	1,1	0,9	0,8	0,8	0,7
Saldo neto (Deudores - Acreedores)	-1.280,3	-58,8	444,5	342,5	444,5	393,9	178,8	320,7

1 No se incluyen los datos de los Fondos de inversión libre por no disponer de los mismos debido a estar regulados por distinta circular contable.

2 Datos provisionales para IIC de IIC de inversión libre.

3 Datos disponibles: julio 2008.

**Distribución del patrimonio social de las sociedades de inversión de carácter financiero**

CUADRO 3.5

Millones de euros	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Patrimonio	27.610,0	30.152,7	31.481,5	32.360,1	31.481,5	29.055,9	28.415,2	28.017,9
Liquidez	728,9	802,2	1.182,2	1.021,6	1.182,2	1.457,3	1.938,4	2.251,5
Inversión en cartera	26.884,9	29.294,1	30.037,4	31.105,2	30.037,4	27.440,2	26.306,3	25.541,6
Cartera interior	13.851,1	15.553,8	17.075,3	16.841,4	17.075,3	17.080,2	16.012,2	15.716,9
Acciones	5.906,5	6.727,3	6.173,6	6.528,1	6.173,6	5.073,8	4.372,0	4.052,9
Participaciones en fondos de inversión	941,2	1.095,0	1.362,3	1.392,5	1.362,3	1.370,6	1.311,4	1.266,9
Activos monetarios públicos	128,1	463,4	382,8	434,3	382,8	386,6	348,3	343,2
Otros valores de renta fija pública	897,0	678,2	710,2	755,0	710,2	536,7	523,1	542,4
Activos monetarios privados	359,1	555,4	1.568,6	1.032,2	1.568,6	1.854,6	2.199,0	2.237,0
Otra renta fija privada	397,3	554,8	620,8	548,8	620,8	702,0	930,2	936,4
Warrants y opciones nacionales	15,3	19,7	22,1	25,2	22,1	19,5	12,9	18,2
Adquisición temporal de activos	5.206,2	5.459,1	6.234,1	6.121,4	6.234,1	7.132,6	6.311,6	6.315,8
Cartera no cotizada	0,3	0,8	0,8	4,0	0,8	3,7	3,6	4,1
Cartera exterior	13.033,8	13.740,3	12.962,2	14.263,8	12.962,2	10.360,0	10.294,1	9.824,7
Euros	9.178,6	9.847,7	9.413,7	10.295,1	9.413,7	7.768,0	7.711,5	7.404,4
Acciones	2.885,6	3.379,9	3.367,7	3.928,2	3.367,7	2.319,8	2.083,2	1.887,3
Participaciones en fondos de inversión	3.351,6	4.169,1	3.826,1	4.254,0	3.826,1	3.252,4	3.148,5	2.962,7
Renta fija	2.755,8	2.041,5	2.006,7	1.877,3	2.006,7	2.017,6	2.308,5	2.387,9
Warrants y opciones internacionales	185,7	257,2	213,1	235,7	213,1	178,3	171,2	166,5
Cartera no cotizada	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto	3.855,2	3.892,6	3.548,5	3.968,7	3.548,5	2.592,0	2.582,6	2.420,3
Acciones	2.173,9	2.104,7	1.752,2	1.923,8	1.752,2	1.304,0	1.298,7	1.195,9
Participaciones en fondos de inversión	1.403,7	1.517,7	1.600,6	1.816,5	1.600,6	1.139,2	1.148,1	1.086,0
Renta fija	270,0	234,8	183,2	219,5	183,2	138,9	123,4	126,6
Warrants y opciones internacionales	7,5	11,3	12,5	8,9	12,5	9,9	12,3	11,7
Cartera no cotizada	0,1	24,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Saldo neto (Deudores - Acreedores)	-3,8	56,4	261,8	233,3	261,8	158,5	170,6	224,7

1 Datos disponibles: julio 2008.

**Fondos de inversión de carácter financiero: Número, partícipes y patrimonio por tipo de fondo<sup>1</sup>**

CUADRO 3.6

	2005	2006	2007	2007			2008		
				II	III	IV	I	II	
<b>NÚMERO DE FONDOS</b>									
Total fondos de inversión	2.705	2.822	2.926	2.919	2.920	2.926	2.942	2.950	
Renta fija <sup>2</sup>	624	606	600	606	604	600	609	614	
Renta fija <sup>3</sup>	217	212	204	211	203	204	203	197	
Renta variable mixta <sup>4</sup>	222	222	207	216	216	207	206	205	
Renta variable nacional	116	118	123	118	121	123	123	122	
Renta variable internacional <sup>5</sup>	454	467	481	488	485	481	477	482	
Garantizado renta fija	211	220	251	233	241	251	256	251	
Garantizado renta variable	514	559	590	579	589	590	592	601	
Fondos globales	347	418	470	457	461	470	476	478	
IIC de IIC de inversión libre <sup>6</sup>	-	2	31	22	30	31	38	39	
IIC de inversión libre <sup>6</sup>	-	5	21	9	17	21	25	23	
<b>PARTÍCIPE S</b>									
Total fondos de inversión	8.450.164	8.637.781	8.053.049	8.755.921	8.467.203	8.053.049	7.420.379	7.023.292	
Renta fija <sup>2</sup>	3.071.656	2.960.879	2.763.442	2.881.128	2.869.191	2.763.442	2.620.712	2.498.451	
Renta fija mixta <sup>3</sup>	492.988	524.827	493.786	539.799	511.811	493.786	434.935	359.904	
Renta variable mixta <sup>4</sup>	408.757	357.013	331.214	376.559	359.667	331.214	289.184	263.926	
Renta variable nacional	365.301	317.386	288.210	363.017	343.208	288.210	219.842	204.259	
Renta variable internacional <sup>5</sup>	1.199.460	1.258.426	1.089.868	1.263.619	1.184.871	1.089.868	942.733	907.345	
Garantizado renta fija	455.237	497.540	549.108	541.442	540.637	549.108	552.116	542.500	
Garantizado renta variable	1.849.626	1.783.867	1.715.144	1.766.834	1.754.596	1.715.144	1.639.760	1.575.766	
Fondos globales	607.139	937.843	822.277	1.023.523	903.222	822.277	721.097	671.141	
IIC de IIC de inversión libre <sup>6</sup>	-	2	3.950	1.456	3.142	3.950	5.488	8.582	
IIC de inversión libre <sup>6</sup>	-	21	1.127	183	251	1.127	1.335	1.429	
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>									
Total fondos de inversión	262.200,9	270.406,3	255.040,9	276.600,4	269.907,0	255.040,9	234.043,9	214.251,8	
Renta fija <sup>2</sup>	123.890,7	116.511,9	113.234,1	116.344,7	118.489,4	113.234,1	116.544,0	107.349,4	
Renta fija mixta <sup>3</sup>	14.625,8	15.314,5	13.011,9	15.329,1	14.142,3	13.011,9	10.551,0	8.488,5	
Renta variable mixta <sup>4</sup>	10.005,6	10.149,2	8.848,0	10.289,1	9.753,4	8.848,0	6.811,6	5.990,9	
Renta variable nacional	9.741,7	10.416,4	7.839,4	9.523,4	8.353,3	7.839,4	5.369,9	4.584,1	
Renta variable internacional <sup>5</sup>	20.925,1	24.799,6	22.698,4	29.428,3	26.453,8	22.698,4	14.962,8	13.433,5	
Garantizado renta fija	13.442,0	14.484,8	17.674,4	15.810,4	16.291,2	17.674,4	19.253,8	19.841,0	
Garantizado renta variable	45.839,8	44.796,6	42.042,1	44.140,0	43.365,6	42.042,1	38.521,4	35.633,2	
Fondos globales	23.730,1	33.933,3	29.692,6	35.735,4	33.058,2	29.692,6	22.029,4	18.931,4	
IIC de IIC de inversión libre <sup>6</sup>	-	0,6	1.000,6	600,2	829,2	1.000,6	1.129,6	1.389,6	
IIC de inversión libre <sup>6</sup>	-	24,4	445,8	152,0	210,2	445,8	546,3	603,9	

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 internacional.

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

6 Datos provisionales para IIC de IIC de inversión libre y para IIC de inversión libre

**Fondos de inversión de carácter financiero: Distribución de los partícipes y del patrimonio según la naturaleza de los partícipes**

CUADRO 3.7

	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>PARTÍCIPES</b>	8.450.164	8.637.804	8.058.126	8.470.596	8.058.126	7.427.202	7.033.303	6.830.177
Personas físicas	8.202.638	8.389.315	7.818.701	8.219.220	7.818.701	7.206.815	6.827.129	6.631.297
Residentes	8.101.310	8.292.264	7.725.443	8.123.347	7.725.443	7.116.692	6.740.765	6.546.578
No residentes	101.328	97.051	93.258	95.873	93.258	90.123	86.364	84.719
Personas jurídicas	247.526	248.489	239.425	251.376	239.425	220.387	206.174	198.880
Entidades de crédito	1.634	1.609	2.276	1.715	2.276	1.130	1.192	1.167
Otros agentes residentes	244.223	244.980	235.298	247.752	235.298	217.441	203.254	196.002
Entidades no residentes	1.669	1.900	1.851	1.909	1.851	1.816	1.728	1.711
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>	262.200,9	270.431,3	256.487,3	270.946,4	256.487,3	235.719,8	216.245,3	209.178,9
Personas físicas	193.948,6	201.411,0	190.980,6	200.464,5	190.980,6	175.579,4	162.024,9	157.564,7
Residentes	190.753,2	198.330,5	188.210,0	197.507,1	188.210,0	173.073,0	159.705,6	155.311,7
No residentes	3.195,4	3.080,5	2.770,6	2.957,4	2.770,6	2.506,4	2.319,3	2.253,0
Personas jurídicas	68.252,3	69.020,3	65.506,7	70.481,9	65.506,7	60.140,4	54.220,5	51.614,2
Entidades de crédito	4.253,2	5.318,0	5.920,9	5.116,4	5.920,9	3.700,6	3.552,0	3.750,7
Otros agentes residentes	62.749,8	61.646,6	57.670,6	63.190,9	57.670,6	54.904,4	48.892,1	46.010,6
Entidades no residentes	1.249,4	2.055,7	1.915,2	2.174,7	1.915,2	1.535,4	1.776,4	1.852,8

1 Datos disponibles: julio 2008.

**Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo<sup>1</sup>**

CUADRO 3.8

Millones de euros	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II
<b>SUSCRIPCIONES</b>								
Total fondos de inversión <sup>2</sup>	169.807,0	194.787,4	180.943,6	44.063,4	42.610,5	41.508,2	47.016,2	33.450,6
Renta fija	108.566,1	118.705,9	116.323,9	27.498,6	30.580,5	26.566,0	37.510,5	22.581,5
Renta fija mixta	6.677,3	8.476,6	5.859,4	1.439,3	1.141,7	955,7	620,2	315,9
Renta variable mixta	2.065,2	2.783,6	2.749,8	753,2	635,6	452,2	278,9	606,0
Renta variable nacional	5.588,5	5.590,4	4.402,4	991,9	482,5	943,4	414,5	344,4
Renta variable internacional	14.006,2	17.662,3	16.631,5	4.925,4	3.215,9	2.971,3	1.867,3	1.545,7
Garantizado renta fija	6.923,9	6.126,2	9.161,3	1.915,3	2.191,3	2.981,1	3.286,2	2.983,5
Garantizado renta variable	13.520,7	8.914,1	8.070,6	1.858,3	1.316,4	3.095,7	1.089,4	3.120,4
Fondos globales	12.459,2	26.528,3	17.744,2	4.681,2	3.046,3	3.542,7	1.949,1	1.953,1
Fondos de fondos de inversión libre <sup>4</sup>	-	0,6	1.071,2	614,0	232,8	215,5	200,1	447,3
Fondos de inversión libre <sup>4</sup>	-	24,4	380,8	28,6	62,2	243,0	164,1	77,8
<b>REEMBOLSOS</b>								
Total fondos de inversión <sup>3</sup>	155.304,2	198.600,1	202.827,4	45.164,4	48.647,5	56.448,9	62.032,7	52.061,9
Renta fija	107.150,9	127.469,1	122.178,3	28.502,6	28.982,4	32.605,9	35.049,1	32.357,6
Renta fija mixta	4.339,6	7.048,4	7.809,6	1.664,7	2.049,5	2.128,0	2.861,9	1.891,3
Renta variable mixta	2.602,5	3.644,7	4.023,0	893,9	999,2	1.106,9	1.675,7	1.245,2
Renta variable nacional	5.323,3	7.824,6	6.723,3	1.861,3	1.429,0	1.682,8	1.979,7	733,9
Renta variable internacional	11.390,2	16.490,9	20.073,1	4.010,5	5.242,4	5.833,8	6.456,5	2.735,1
Garantizado renta fija	7.014,0	5.029,3	6.430,6	1.369,5	1.897,1	1.712,0	2.085,8	1.867,5
Garantizado renta variable	8.931,6	11.830,1	11.602,6	2.238,1	2.142,1	4.437,3	3.647,6	5.929,2
Fondos globales	8.552,1	19.263,1	23.986,6	4.623,8	5.905,5	6.942,2	8.276,4	5.302,1
Fondos de fondos de inversión libre <sup>4</sup>	-	0,0	65,9	1,6	11,1	53,2	98,7	234,5
Fondos de inversión libre <sup>4</sup>	-	0,1	2,6	0,1	0,45	2,1	50,9	26,5

1 Datos estimados.

2 El importe de las suscripciones de los fondos de inversión en fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en el segundo trimestre del 2008, del orden de 2.900 millones de euros.

3 El importe de los reembolsos de los fondos de inversión en fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en el segundo trimestre del 2008, del orden de 4.600 millones de euros.

4 Datos provisionales para IIC de inversión libre y para IIC de inversión libre

**Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo: Suscripciones/reembolsos netos y rendimientos netos**

CUADRO 3.9

Millones de euros	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II
<b>SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	14.444,3	-4.524,5	-21.877,7	-1.114,8	-5.995,1	-14.990,5	-14.950,1	-18.602,1
Renta fija	1.445,5	-9.423,4	-5.852,4	-1.009,7	1.601,6	-6.029,3	2.480,0	-9.672,7
Renta fija mixta	2.349,6	1.539,2	-1.942,0	-224,7	-909,6	-1.163,6	-2.238,2	-1.739,2
Renta variable mixta	-546,5	-854,7	-1.277,0	-141,0	-367,8	-655,8	-1.391,2	-648,4
Renta variable nacional	276,0	-2.219,4	-2.314,4	-871,0	-940,2	-745,6	-1.561,2	-412,4
Renta variable internacional	2.652,4	1.133,8	-3.342,6	928,6	-2.007,2	-2.817,5	-4.553,7	-1.156,9
Garantizado renta fija	-354,4	1.018,9	2.714,6	623,8	294,6	1.174,5	1.190,9	1.041,5
Garantizado renta variable	4.693,6	-3.021,1	-3.604,9	-479,7	-802,2	-1.340,2	-2.564,4	-2.830,0
Fondos globales	3.928,2	7.302,1	-6.258,9	58,9	-2.864,3	-3.412,9	-6.312,3	-3.183,9
Fondos de fondos de inversión libre	-	0,6	1.005,5	612,4	221,7	162,6	107,9	215,5
Fondos de inversión libre	-	24,3	164,7	28,5	61,8	241,0	113,3	51,4
<b>RENDIMIENTOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	11.670,2	12.733,7	6.517,0	4.303,9	-696,7	125,6	-6.045,6	-1.188,8
Renta fija	1.837,6	2.260,2	3.073,5	747,3	723,6	771,5	599,0	618,0
Renta fija mixta	620,3	606,6	271,8	145,9	-30,6	15,6	-287,1	-111,9
Renta variable mixta	1.053,4	984,2	261,5	258,2	-120,3	-39,4	-645,2	-172,3
Renta variable nacional	1.623,7	2.882,9	768,3	203,5	-229,8	215,1	-908,3	-373,4
Renta variable internacional	3.507,1	2.736,1	251,5	1.678,4	-942,1	-905,3	-3.191,1	-372,4
Garantizado renta fija	222,8	112,3	334,7	40,7	164,0	42,8	188,7	-11,8
Garantizado renta variable	1.635,5	1.995,2	1.105,8	694,2	25,0	144,6	-1.075,9	-719,8
Fondos globales	1.169,8	1.156,2	450,2	535,8	-286,3	-119,4	-725,7	-45,1
Fondos de fondos de inversión libre	-	0,0	-9,6	2,3	-16,7	4,8	5,5	23,3
Fondos de inversión libre	-	0,1	0,2	3,6	-3,9	-5,3	-12,4	7,0



## Detalle de los rendimientos netos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario <sup>1</sup>	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II
<b>RENDIMIENTOS DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	5,87	5,73	3,45	1,87	0,02	0,32	-2,24	-0,30
Renta fija	2,31	2,51	3,32	0,84	0,79	0,85	0,68	0,71
Renta fija mixta	6,18	5,30	2,98	1,27	0,11	0,44	-2,17	-0,84
Renta variable mixta	12,96	11,31	4,25	2,94	-0,78	-0,01	-8,18	-2,18
Renta variable nacional	20,10	30,10	9,14	2,54	-2,13	3,01	-15,02	-6,58
Renta variable internacional	22,82	13,82	2,78	6,42	-2,95	-3,19	-18,34	-2,00
Garantizado renta fija	2,45	1,67	3,25	0,46	1,22	1,02	1,16	0,09
Garantizado renta variable	5,26	5,86	3,65	1,95	0,44	0,47	-2,32	-1,71
Fondos globales	7,41	4,84	2,57	1,88	-0,52	-0,07	-2,64	0,09
Fondos de fondos de inversión libre	-	ns	-1,36	0,96	-1,83	1,04	0,38	2,86
Fondos de inversión libre	-	ns	0,57	4,50	-1,64	-0,69	-2,38	2,58
<b>GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	1,07	1,04	1,00	0,27	0,25	0,24	0,23	0,22
Renta fija	0,73	0,63	0,61	0,16	0,15	0,15	0,15	0,14
Renta fija mixta	1,24	1,21	1,13	0,30	0,29	0,29	0,29	0,29
Renta variable mixta	1,69	1,63	1,54	0,40	0,39	0,39	0,38	0,38
Renta variable nacional	1,77	1,83	1,59	0,44	0,41	0,42	0,42	0,41
Renta variable internacional	1,80	1,78	1,70	0,48	0,41	0,41	0,42	0,41
Garantizado renta fija	0,77	0,75	0,62	0,17	0,17	0,16	0,14	0,13
Garantizado renta variable	1,38	1,34	1,30	0,33	0,34	0,34	0,34	0,33
Fondos globales	1,41	1,26	1,16	0,35	0,25	0,26	0,28	0,27
Fondos de fondos de inversión libre	-	ns	1,15	0,29	0,42	0,43	0,47	0,42
Fondos de inversión libre	-	ns	1,39	0,99	0,09	0,67	0,56	0,61
<b>GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO<sup>2</sup></b>								
Total fondos de inversión	0,10	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,09	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,11	0,10	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,11	0,11	0,10	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable nacional	0,11	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable internacional	0,11	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,09	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,11	0,11	0,10	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Fondos globales	0,09	0,10	0,10	0,03	0,03	0,03	0,02	0,02
Fondos de fondos de inversión libre	-	ns	0,06	0,01	0,02	0,02	0,02	0,03
Fondos de inversión libre	-	ns	0,33	0,52	0,05	0,05	0,04	0,05

1 En el caso de los fondos de inversión libre, % sobre patrimonio medio mensual.

2 En el caso de los fondos de inversión libre, la cifra que aparece en este apartado son los "gastos de financiación".

ns: Dato no significativo.

## Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por tipo de fondo

CUADRO 3.11

En %	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II
Total fondos de inversión	5,00	5,59	2,73	1,65	-0,15	0,10	-1,96	-0,56
Renta fija	1,53	1,95	2,71	0,65	0,63	0,68	0,54	0,57
Renta fija mixta	5,00	4,18	1,93	0,96	-0,16	0,18	-2,32	-1,29
Renta variable mixta	11,85	10,34	2,69	2,57	-1,17	-0,40	-7,56	-2,91
Renta variable nacional	20,60	33,25	8,02	2,07	-2,42	2,53	-12,01	-7,66
Renta variable internacional	24,18	14,98	2,13	6,38	-2,80	-3,28	-15,06	-2,73
Garantizado renta fija	1,66	0,83	2,78	0,29	1,03	0,84	1,02	-0,01
Garantizado renta variable	3,95	4,66	2,44	1,62	0,13	0,12	-2,56	-1,94
Fondos globales	6,16	4,01	1,47	1,57	-0,70	-0,38	-2,56	-0,29
Fondos de fondos de inversión libre	-	ns	-0,43	1,08	-2,14	1,22	-2,31	2,20
Fondos de inversión libre	-	ns	0,84	3,18	-2,20	-1,31	-1,95	1,48

ns: Dato no significativo.

## SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 3.12

	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE CARTERAS</b>								
Fondos de inversión	2.723	2.850	2.954	2.947	2.954	2.956	2.968	2.965
Sociedades de inversión	2.989	3.049	3.181	3.143	3.181	3.217	3.256	3.257
IIC de IIC de inversión libre	-	2	31	30	31	38	39	41
IIC de inversión libre	-	5	21	17	21	25	23	25
Fondos de inversión inmobiliaria	7	9	9	10	9	9	9	9
Sociedades de inversión inmobiliaria	6	8	9	9	9	8	8	8
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)</b>								
Fondos de inversión	262.200,9	270.406,3	255.040,9	269.907,1	255.040,9	234.043,9	214.251,8	207.152,0
Sociedades de inversión	25.486,0	28.992,7	30.300,0	31.125,9	30.300,0	27.984,8	27.394,2	27.026,6
IIC de IIC de inversión libre	-	0,6	1.000,6	829,2	1.000,6	1.129,6	1.389,6	1.414,0
IIC de inversión libre	-	24,4	445,8	210,2	445,8	546,3	603,9	613,0
Fondos de inversión inmobiliaria	6.476,9	8.595,9	8.608,5	8.905,3	8.608,5	8.563,8	8.394,0	8.427,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	213,9	456,1	512,9	504,3	512,9	349,0	359,2	364,1

1 Datos disponibles: julio 2008.

## IIC extranjeras comercializadas en España

CUADRO 3.13

	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II
<b>VOLUMEN DE INVERSIÓN<sup>1</sup></b> (millones de euros)	33.614,7	44.102,9	37.092,7	50.141,4	44.847,4	37.092,7	30.184,5	28.581,0
Fondos	8.267,2	12.099,3	7.010,3	14.211,5	10.530,7	7.010,3	5.004,9	4.313,5
Sociedades	25.347,4	32.003,5	30.082,4	35.929,9	34.316,7	30.082,4	25.179,6	24.267,5
<b>Nº DE INVERSORES</b>	560.555	779.165	850.931	825.771	834.914	850.931	729.321	697.732
Fondos	104.089	144.139	142.782	176.884	158.925	142.782	137.933	124.446
Sociedades	456.466	635.026	708.149	648.887	675.989	708.149	591.388	573.286
<b>Nº DE INSTITUCIONES</b>	260	340	440	362	397	440	465	490
Fondos	115	164	225	171	197	225	241	253
Sociedades	145	176	215	191	200	215	224	237
<b>ESTADO DE ORIGEN</b>								
Luxemburgo	161	189	229	196	210	229	241	253
Francia	47	83	122	92	105	122	127	138
Irlanda	35	46	52	48	50	52	59	59
Alemania	11	12	15	12	15	15	15	15
Reino Unido	5	6	12	9	11	12	13	13
Holanda	1	1	1	1	1	1	1	1
Austria	-	1	5	1	1	5	5	5
Bélgica	-	1	3	2	3	3	3	5
Malta	-	1	1	1	1	1	1	1

<sup>1</sup> Volumen de inversión: Importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del período, por su valor en euros en dicha fecha.

## Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 3.14

	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>FONDOS</b>								
Número	7	9	9	10	9	9	9	9
Partícipes	118.857	150.304	145.510	151.916	145.510	144.197	141.037	141.296
Patrimonio (millones de euros)	6.476,9	8.595,9	8.608,5	8.905,3	8.608,5	8.563,8	8.394,0	8.427,4
Rentabilidad (%)	5,35	6,12	1,27	1,53	1,27	1,16	0,89	0,13
<b>SOCIEDADES</b>								
Número	6	8	9	9	9	8	8	8
Accionistas	256	749	843	661	843	839	839	939
Patrimonio (millones de euros)	213,9	456,1	512,9	504,3	512,9	349,0	359,2	364,1

<sup>1</sup> Datos disponibles: julio 2008. En este caso, la rentabilidad es mensual.

