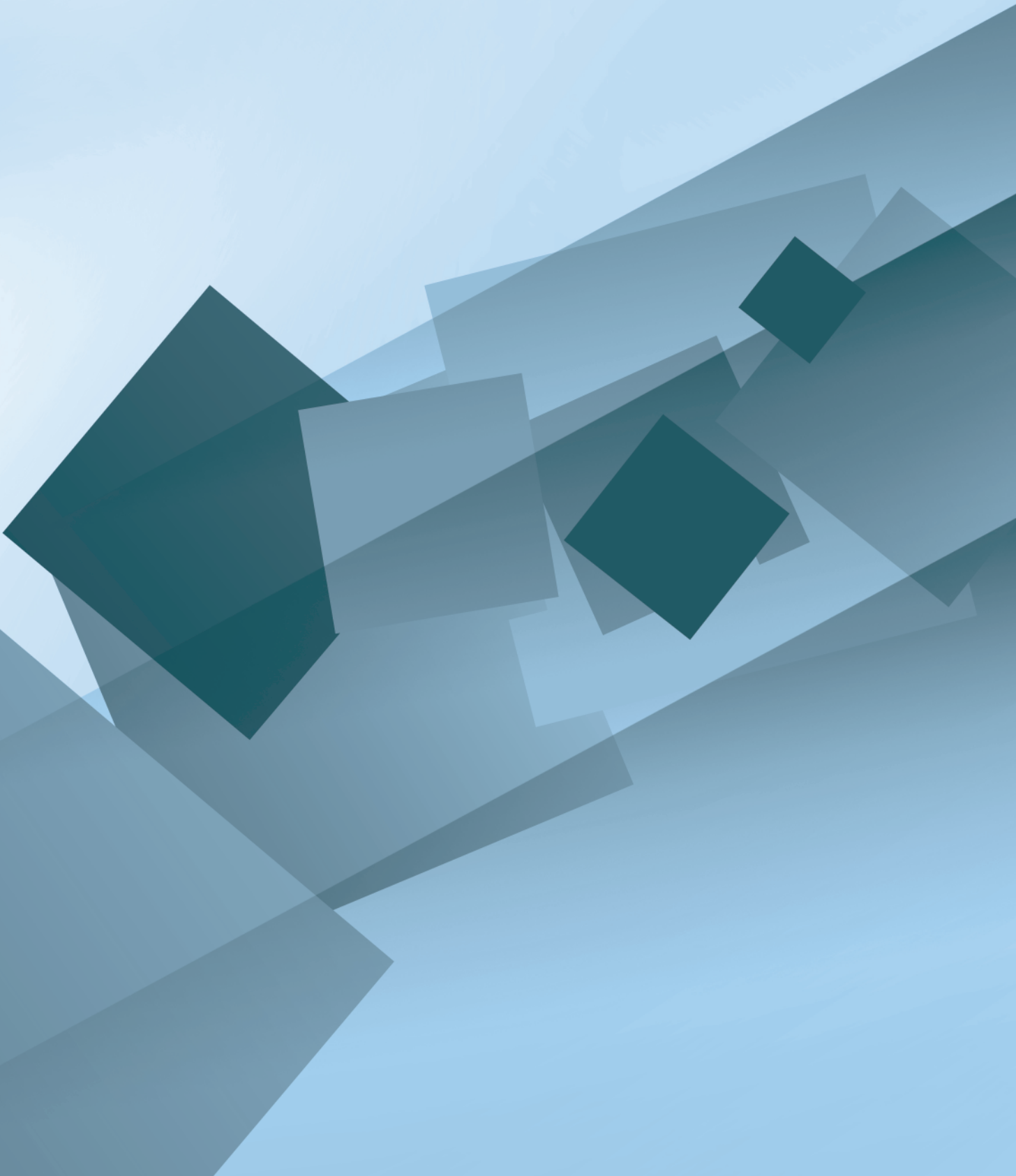




BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre III
2009



BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre III
2009**

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

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

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

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

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

ISSN: 1988-2025

Índice

I	Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas	9
II	Informes y análisis	71
	Evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en el segundo semestre de 2008	73
	Belén de Anta Montero y Carolina Moral Sánchez	
	Los sistemas retributivos de los consejeros de las sociedades cotizadas	91
	Soledad García Santa y Ángel Domínguez Fernández-Burgos	
	Organización de los mercados de derivados y las cámaras de contrapartida central	115
	Javier González Pueyo	
III	Novedades regulatorias	139
	La revisión de la Directiva sobre abuso de mercado	141
	Cristina Ribó y Rodrigo Buenaventura	
IV	Anexo legislativo	155
V	Anexo estadístico	159

Abreviaturas

AAPP	Administraciones Públicas
ABS	Asset Backed Securities
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
ANCV	Agencia Nacional de Codificación de valores
ASCRI	Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo
AV	Agencia de valores
BCE	Banco Central Europeo
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BTA	Bonos de titulización de activos
BTH	Bonos de titulización hipotecaria
CADE	Central de Anotaciones de Deuda del Estado
CCAA	Comunidades autónomas
CDS	Credit Default Swaps
CE	Comisión Europea
CEBS	Comité de Supervisores Bancarios Europeos
CEIOPS	Comité Europeo de Supervisores de Seguros y de Pensiones de Jubilación
CESFI	Comité de Estabilidad Financiera
CESR	Comité Europeo de Reguladores de Valores / Committee of European Securities Regulators
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSD	Depositario central de valores
EAFI	Empresa de asesoramiento financiero
ECA	Entidades de crédito y ahorro
ECR	Entidad de capital-riesgo
ETF	Fondo de inversión cotizado / Exchange traded fund
ESI	Empresa de servicios de inversión
FI	Fondo de inversión de carácter financiero
FII	Fondo de inversión inmobiliaria
FIICIL	Fondo de instituciones de inversión colectiva de inversión libre
FIL	Fondo de inversión libre
FIM	Fondo de inversión mobiliaria
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
IAASB	International Auditing and Assurance Standards Board
IASB	International Accounting Standards Board
IIC	Instituciones de inversión colectiva
IICIL	Instituciones de inversión colectiva de inversión libre
IIMV	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores / International Organization of Securities Commissions
ISIN	Código internacional de valores / International Securities Identification Number
LATIBEX	Mercado de Valores Latinoamericanos
LMV	Ley del mercado de valores
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MEFF	Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros
MiFID	Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros / Markets in Financial Instruments Directive
MFAO	Mercado de Futuros del Aceite de Oliva
MTS	Market for Treasury Securities
MOU	Acuerdo de colaboración/ Memorandum of Understanding

NIC	Normas internacionales de contabilidad
NIIF	Normas internacionales de información financiera
NPGC	Nuevo Plan General de Contabilidad
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OICVM/UCITS	Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios / Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	Over the counter
PER	Price earnings ratio
RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efectos Invernadero
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores
SCR	Sociedades de capital-riesgo
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SEPBLAC	Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias
SGC	Sociedad gestora de cartera
SGIIC	Sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva
SGFT	Sociedad gestora de fondos de titulización
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedad de inversión de carácter financiero
SII	Sociedad de inversión inmobiliaria
SIL	Sociedad de Inversión Libre
SON	Sistema organizado de negociación
SV	Sociedad de valores
TER	Gastos operativos de un fondo / total expense ratio
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria (zona euro)
UVM	Unidad de Vigilancia de Mercados de la CNMV

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

Índice

1	Resumen ejecutivo	13
2	Entorno macro-financiero	16
2.1	La evolución económica y financiera internacional	16
2.2	La evolución económica y financiera nacional	25
2.3	Perspectivas	35
3	La evolución de los mercados nacionales	35
3.1	Los mercados bursátiles	35
3.2	Los mercados de renta fija	41
4	Los agentes de los mercados	46
4.1	Vehículos de inversión	46
4.2	Empresas de servicios de inversión	54
4.3	Sociedades gestoras de IIC	58
4.4	Otros intermediarios: capital riesgo	60
5	Iniciativas recientes sobre la regulación de las ventas en corto	62
5.1	Introducción	62
5.2	Iniciativas en el seno de IOSCO	63
5.3	Iniciativas en el seno de CESR	63
5.4	Últimas decisiones adoptadas por los supervisores de valores	67
5.5	Conclusiones: el futuro de la regulación de las ventas en corto	68

Índice de recuadros

Recuadro 1: Pérdidas de las entidades financieras como consecuencia de la crisis y efecto del concepto contable de valor razonable	18
Recuadro 2: La nueva arquitectura de la supervisión financiera europea	20
Recuadro 3: La regulación de las agencias de <i>rating</i> en el ámbito europeo	32
Recuadro 4: Cambios recientes en los contratos y en la convención de las primas de riesgo de crédito (CDS)	44
Recuadro 5: Una comparativa entre la propuesta de Directiva europea sobre los gestores de fondos de inversión alternativa, los principios para la regulación de <i>hedge funds</i> de IOSCO y la regulación española al respecto	52

1 Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico y financiero internacional ha mostrado algunos síntomas de estabilización a lo largo de los últimos meses. El ritmo de deterioro del crecimiento se ha atenuado e, incluso, algunas economías ya han mostrado tasas positivas en el segundo trimestre de 2009, lo que ha dado lugar a una revisión al alza en las expectativas de crecimiento para 2009 y 2010, especialmente en Europa, en Japón y en las economías emergentes asiáticas. Las políticas monetarias y fiscales han mantenido tonos ampliamente expansivos. También han proseguido los trabajos relativos a la reforma de los sistemas financieros a ambos lados del Atlántico y, en particular, las tendentes a reforzar la regulación y favorecer la coordinación entre supervisores.
- En este marco, los mercados financieros internacionales han mostrado un comportamiento mucho más estable que en 2008. En los mercados de renta variable se han producido recuperaciones notables de las cotizaciones, acompañadas de descensos de la volatilidad, mientras que los de renta fija han registrado caídas sustanciales de las primas de riesgo de crédito. En los mercados interbancarios se han observado nuevos descensos de los *spreads* de tipos de interés entre las operaciones depo y repo.
- En el ámbito nacional, los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral correspondientes al segundo trimestre de 2009 confirmaron que el retroceso del PIB fue menos pronunciado que en el trimestre anterior. Esto fue consecuencia fundamentalmente de la mayor contribución de la demanda exterior. Los componentes de la demanda interna mostraron aún descensos pronunciados y algunos de ellos (los asociados a la inversión no pública) exhibieron una debilidad pronunciada. Se mantiene el deterioro del mercado de trabajo (tanto en número de ocupados como de desempleados), aunque a un ritmo menor, y la ausencia de presiones inflacionistas. Las últimas previsiones de la Comisión Europea indican que el PIB español podría caer un 3,7% en 2009 y un 1% en 2010 (otras estimaciones apuntan a descensos superiores).
- Las entidades depósito continúan operando en un entorno complejo, en el que el incremento del desempleo sigue repercutiendo negativamente sobre las tasas de morosidad. Las condiciones de financiación de estas entidades han mejorado respecto a trimestres anteriores como consecuencia de la reducción de las primas de riesgo, de los planes de apoyo al sistema financiero y de las diferentes posibilidades de financiación que ofrece el Eurosistema. Los beneficios de las entidades de crédito han descendido en 2009 como consecuencia del empeoramiento del resultado procedente de las operaciones financieras y, sobre todo, del incremento de las pérdidas por deterioro de activos. Los ratios de solvencia permanecen ampliamente por encima de los mínimos regulatorios exigidos, pero algunas entidades se están viendo especialmente afectadas por el deterioro del entorno macroeconómico y financiero. La creación del Fondo de Reestructura-

ción y Reordenación Bancaria (FROB) supone, en todo caso, una forma adecuada de hacer frente a estos riesgos.

- Las empresas no financieras cotizadas mostraron un nuevo descenso en sus beneficios en el primer semestre de 2009 (11% en términos anuales), producto del ajuste del crecimiento, si bien persisten diferencias notables entre sectores. El apalancamiento de estas entidades mostró un ligero incremento en este periodo (desde 1,6 veces su patrimonio en 2008 hasta 1,7) y mejoraron los indicadores de la carga financiera que soportan las entidades. Por su parte, los hogares, que disponen de menos recursos para invertir en activos a pesar del aumento de su tasa de ahorro, mantienen un sesgo conservador en su cartera de activos financieros. Se percibe, no obstante, un cierto cambio de tendencia caracterizado por desinversiones menos voluminosas en instrumentos de mayor riesgo.
- Las previsiones de las principales instituciones apuntan hacia una recuperación del crecimiento mundial, aunque modesta, desde la segunda mitad de 2009, si bien la posible reversión o suspensión de las diferentes políticas expansivas introduce una elevada dosis de incertidumbre. Los riesgos a la baja sobre las previsiones son numerosos. Entre ellos, destaca la posibilidad de que se produzca una atonía prolongada en el mercado laboral. En el ámbito nacional, las previsiones indican que la recuperación será algo más lenta que en otras áreas geográficas y sus riesgos están asociados principalmente al deterioro más profundo del mercado laboral y/o de las finanzas públicas.
- Los mercados nacionales de renta variable han mostrado, desde marzo, alzas significativas en sus cotizaciones, descensos en la volatilidad y mejoras de la liquidez, que han sido notables en las empresas financieras y en las relacionadas con la construcción. Desde los mínimos alcanzados en los primeros meses del año, el Ibex 35 ha recuperado un 32% de su valor, aunque éste aún permanece cerca de un 22% por debajo del que tenía antes del inicio de la crisis. Excepto dos valores, todos los componentes del Ibex 35 siguen cotizando por debajo de los niveles anteriores al inicio de la crisis, aunque algunos han experimentado recuperaciones notables en los últimos meses. La ratio precio-beneficios de las acciones españolas se vio impulsada por el repunte de las cotizaciones, con mayor intensidad que en la mayoría de referencias internacionales. La contratación, que había descendido sustancialmente en los primeros meses del año, se recuperó desde el segundo trimestre del mismo (aunque retrocede en términos interanuales). La sostenibilidad de la recuperación del mercado nacional de renta variable está sometida a un grado elevado de incertidumbre y permanece condicionada a la mejoría de la evolución de los indicadores de actividad real y de los resultados de las sociedades.
- Los tipos de interés a corto plazo continuaron su evolución descendente en línea con el tono expansivo de la política monetaria del BCE, aunque el margen de caída es cada vez más reducido. Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo descendieron en el segundo y tercer trimestre de 2009, debido principalmente a la disminución de la percepción de riesgo de crédito sobre la economía española. Las primas de riesgo de los CDS de los emisores españoles, tanto financieros como no financieros, mostraron una tendencia a la baja, similar a la experimentada en otros países. El volumen de emisiones de renta fija en el transcurso de 2009 ha permanecido relativamente estable en tasa interanual, aunque su composición ha variado sustancialmente. El peso relativo de los pagarés y los

bonos de titulización ha disminuido a favor de los bonos simples y las cédulas hipotecarias, impulsados por las diversas medidas de apoyo procedentes del Estado y las posibilidades de financiación que ofrece el Eurosistema.

- El patrimonio de los fondos de inversión (FI) descendió en el primer semestre del año un 5% respecto a los valores de diciembre de 2008, hasta alcanzar los 167 mil millones de euros. Esta variación es de mucha menor cuantía que en trimestres anteriores, como consecuencia de la moderación del volumen de los reembolsos efectuados por los partícipes y de una ligera revalorización de la cartera. El seguimiento de la liquidez de la cartera de los fondos efectuado por la CNMV se ha basado en tres tipos de actuaciones: la cuantificación del volumen de activos de liquidez reducida, cuya importancia relativa (8,7% del patrimonio total de los FI) no ha mostrado grandes variaciones en el último semestre; la verificación de la idoneidad de la información que las gestoras ofrecen a sus partícipes; y el aseguramiento de la adecuación de las estructuras subyacentes en los fondos garantizados a las condiciones existentes en los mercados.
- El elevado volumen de reembolsos sigue complicando la actividad de las IIC inmobiliarias. Algunas de ellas han tenido que modificar sus regímenes de reembolsos y otras han obtenido el respaldo de las entidades financieras matrices de las sociedades gestoras. Las perspectivas para este conjunto de IIC siguen condicionadas por la duración e intensidad del proceso de ajuste del mercado inmobiliario nacional. En el caso de las instituciones de inversión libre, y tras el intenso crecimiento de este sector desde su creación a finales de 2006, la industria inició una etapa de retroceso en el tercer trimestre de 2008, aunque con diferencias notables entre las IIC de IIC de IL y las IIC de IL. Las primeras han sufrido con más intensidad el comportamiento negativo de algunas IIC extranjeras en las que habían invertido y, además, han soportado reembolsos de elevada magnitud (de hecho, más de la mitad de estas instituciones está en proceso de disolución). El retroceso de las IIC de IL en términos de patrimonio y número de partícipes, que ha sido mucho menor, podría estar llegando a su fin, a la vista de las suscripciones netas positivas del segundo trimestre.
- El deterioro de las cuentas de resultados de las empresas de servicios de inversión (ESI) continuó en el primer semestre de 2009, a pesar de que éstas operan en un entorno algo menos complejo que en trimestres anteriores. Sí se observa un descenso menor en algunas de las comisiones más importantes que obtienen. Los beneficios agregados antes de impuestos obtenidos por las sociedades de valores hasta junio de 2009 (176 millones de euros) fueron un 42% menores que los del año precedente, como consecuencia de la moderación de las comisiones percibidas y los menores resultados por inversiones financieras. El deterioro de la cuenta de resultados de las agencias de valores fue aún mayor, ya que la magnitud de la caída de los ingresos hizo que estos apenas cubrieran los gastos de explotación de estas entidades en el periodo de referencia. El retroceso de la actividad de prestación de servicios de inversión ha dado lugar a un descenso sustancial de las rentabilidades de las ESI y a un incremento del número de entidades en pérdidas desde diciembre de 2007. A pesar de ello, la posición de solvencia de las entidades del sector continúa siendo, en general, muy holgada. En todo caso, como se ha señalado en informes anteriores, se percibe una situación de exceso de capacidad en el sector que deberá corregirse a través de las oportunas decisiones estratégicas.

- Algo similar puede apuntarse para las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) en cuyas cuentas de resultados se aprecian los efectos del descenso en el patrimonio gestionado, con una caída cercana al 50% en los beneficios agregados (anualizados) y aproximadamente un tercio de las entidades en pérdidas. Como en el caso de las ESI, no es descartable que la consolidación del exceso de capacidad que ello parece indicar, unida a decisiones estratégicas de sus matrices, se traduzca en los próximos ejercicios en una reestructuración del sector.
- A lo largo del último semestre se han producido diversas iniciativas sobre la regulación de las ventas en corto, tanto en el ámbito internacional como en el europeo. En el ámbito europeo, y después de que los supervisores de valores adoptaran a finales de 2008 diferentes medidas que restringían la actividad de las ventas en corto, se produjo un acuerdo en el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) en mayo de 2009 para la adopción de un régimen común de transparencia de posiciones cortas. El futuro de la regulación de la operativa de ventas en corto es algo incierto ya que si bien existe un cierto consenso sobre los beneficios de dicha actividad y se acepta la capacidad de los supervisores para restringirla si ésta amenaza la estabilidad financiera o la integridad del mercado, no existe una posición unánime respecto al grado de tolerancia que debe aplicarse a la modalidad de ventas en corto descubiertas.

2 Entorno macro-financiero

2.1 La evolución económica y financiera internacional

El entorno macroeconómico y financiero ha dado algunos síntomas de estabilización a lo largo de los últimos meses. El ritmo de deterioro del crecimiento se ha atenuado e, incluso, algunas economías ya han mostrado crecimientos positivos en el segundo trimestre de 2009,...

...lo que ha propiciado una revisión al alza en las expectativas de crecimiento para 2009 y 2010, especialmente en Europa, Japón y las economías emergentes asiáticas.

Desde la última publicación de “Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas”, en el Boletín Trimestral de la CNMV correspondiente al primer trimestre de 2009, el entorno macroeconómico y financiero ha dado algunos síntomas de estabilización. Así se pone de manifiesto en la mejoría experimentada por algunos indicadores que sugieren una clara ralentización en la caída de las tasas de crecimiento en diversas regiones. Diversos analistas e instituciones internacionales apuntan, incluso, la posibilidad de que la recesión mundial haya llegado a su fin en los meses centrales del año. Algunas de las economías de mayor tamaño como Alemania, Francia o Japón han confirmado crecimientos trimestrales positivos de sus productos en el segundo trimestre del año, superando las expectativas del mercado, como consecuencia de una cierta mejora del consumo, de la inversión pública y de las exportaciones.

Con todo, las previsiones de los principales organismos internacionales indican que el descenso del PIB mundial en 2009 podría ser cercano al 1,4%. Se espera que, en el segundo semestre del año, la obtención de crecimientos trimestrales positivos se extienda a la mayoría de economías industrializadas y que, posteriormente, se produzca una aceleración gradual del crecimiento del PIB. No obstante, el crecimiento previsto para 2010 (2,5%) por el FMI se debería, en gran medida, al dinamismo de la actividad en EEUU, Japón y las economías emergentes, mientras que la actividad en la zona del euro se mantendría relativamente débil.

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

Fuente: FMI, OCDE e INE.

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

Una gran parte de la mejoría observada en la situación económica viene explicada por la adopción de medidas expansivas por parte de los diferentes gobiernos que, en muchos casos, han agotado ya el margen de maniobra de sus políticas fiscales. Por ello, las previsiones están sometidas a la incertidumbre asociada a la sostenibilidad de la recuperación una vez que las diferentes medidas de impulso finalicen o se reviertan.

Las presiones inflacionistas continúan siendo prácticamente inexistentes. Las tasas de inflación anuales de las economías desarrolladas han caído por debajo de cero en los últimos meses por el efecto base del precio del petróleo. Las tasas de inflación subyacentes se encuentran entre el 1% y el 2%. Las previsiones indican que en los próximos meses se producirá una cierta recuperación de las tasas de inflación. En este marco, las políticas monetarias han mantenido un tono marcadamente expansivo. En los últimos seis meses, los tipos de interés oficiales de referencia en EEUU, Japón y Reino Unido han permanecido estables en tasas cercanas a cero. En la zona euro, el BCE ha efectuado dos rebajas de 25 puntos básicos, hasta dejar los tipos en el 1,0%. En este periodo de tiempo, los bancos centrales han dado protagonismo a un determinado conjunto de medidas de política monetaria no convencionales que, fundamentalmente, han consistido en la concesión de préstamos a plazos más largos de los habituales y a la compra de determinados activos financieros en los mercados secundarios con el fin de favorecer la reanudación del ciclo de crédito por parte de las entidades financieras y de reducir el coste de financiación de empresas y familias.

Las políticas fiscales también mantienen tonos ampliamente expansivos. Los déficit y deudas públicas se han deteriorado notablemente en algunas economías por razones cíclicas y también como consecuencia de las medidas de impulso adoptadas. Por ello, resulta previsible que los diferentes Estados preparen planes de ajuste presupuestario, que aseguren la estabilidad de las finanzas públicas a medio plazo.

Las pérdidas declaradas por las entidades financieras hasta la fecha como consecuencia de la crisis¹ ascienden a 1,6 billones de dólares, mientras que el capital captado por las mismas es de 1,3, billones de dólares, la mitad del cual procede del sector

Sin embargo, una parte significativa de la mejoría de la actividad es producto de las medidas expansivas adoptadas por los diferentes gobiernos...

...en un marco caracterizado por la ausencia de presiones inflacionistas, que permite mantener los tipos de interés oficiales en mínimos históricos...

...y por un deterioro notable de las finanzas públicas, por razones cíclicas y como consecuencia de las medidas de impulso adoptadas.

1 Desde el segundo trimestre de 2007 hasta el 14 de septiembre de 2009. Fuente: Bloomberg.

Continúan las medidas de reforma de los sistemas financieros a ambos lados del Atlántico, que afectan tanto a la regulación como a la supervisión de los mismos.

público (véase recuadro 1). En este contexto, las medidas de impulso y reestructuración de los diferentes sistemas financieros han seguido avanzando a lo largo del último semestre. En EEUU, el Gobierno presentó un plan para reformar la regulación del sistema financiero en el que la Reserva Federal aumentaría su capacidad de supervisión y en el que se establecería un control más estricto del riesgo sobre los activos financieros complejos. En el ámbito europeo, la Comisión Europea encargó a un grupo de expertos un informe que delimitara las prioridades del marco futuro de la supervisión y regulación europeas en materia financiera. Entre las recomendaciones más importantes de este informe (conocido como Informe Larosière) destacan la de crear un Consejo Europeo de Riesgos Sistémicos, cuya función será poner en marcha un sistema efectivo de alerta de riesgos, y un Sistema Europeo de Supervisores Financieros, que impulsará la coordinación y armonización de las actuaciones supervisoras en los Estados Miembros (véase recuadro 2). En el ámbito nacional, los ejes fundamentales de las medidas han girado sobre los avales del Estado a las emisiones de deuda de las entidades financieras y a los planes de recapitalización de las mismas.

Recuadro 1: Pérdidas de las entidades financieras como consecuencia de la crisis y efecto del concepto contable de valor razonable

En el último año y medio, diversas instituciones han publicado estimaciones de las pérdidas de las entidades financieras como consecuencia de la actual crisis financiera, que han sido revisadas al alza en diversas ocasiones¹. En concreto, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó en abril de 2009² una estimación de las pérdidas potenciales que las entidades financieras sufrirían en el periodo que comprende desde finales de 2007 hasta 2010 en sus activos sometidos a riesgo de crédito, cuyas principales magnitudes se recogen en el siguiente cuadro³:

PÉRDIDAS POTENCIALES DEL SECTOR FINANCIERO (2007-2010)

(miles de millones de dólares)	Saldo vivo mantenido por las entidades	Pérdidas potenciales entidades financieras	Pérdidas potenciales bancos	Tasa de fallidos
Valores	16.884	1.967	1.199	11,6%
Créditos	40.835	2.087	1.271	5,1%
TOTAL	40.835	4.054	2.470	7,0%

Fuente: FMI.

Dichas pérdidas pueden clasificarse en función de si se originan por fallidos en los créditos, medidos generalmente a coste amortizado, o en los valores, medidos a valor razonable mayoritariamente. Como muestran los datos del FMI, a pesar de que el saldo mantenido en créditos por las entidades es muy superior al mantenido en valores, las pérdidas potenciales son muy similares entre ambas categorías, es decir, la tasa de fallidos en valores es muy superior a la correspondiente a los créditos.

Este hecho, junto con el incremento significativo de las primas de liquidez existentes en los mercados de valores, ha generado dudas sobre la conveniencia, en términos de estabilidad financiera, de la utilización por parte del sector bancario del criterio del valor razonable⁴ para la contabilización de los instrumentos de deuda cotizados en el mercado de valores. El argumento que subyace es que el descenso de los valores de mercado en situaciones de crisis no se corresponde necesariamente con la pérdida crediticia esperada sino que incorpora otros factores, como primas de liquidez, que

no tendrían un efecto real en forma de minusvalías si los títulos se mantuvieran hasta su vencimiento.

El análisis de los datos del FMI permite hacer algunas matizaciones al respecto, mediante la estimación de la contribución del concepto de valor razonable a las pérdidas totales del sistema. Para ello, es necesario aproximar el porcentaje de las pérdidas totales esperadas en el sector bancario que corresponde a factores reflejados en el valor razonable de los títulos de deuda cotizados que no son generadores de menores flujos de caja futuros provenientes de los préstamos subyacentes. Dicha estimación se realiza sobre la base de las siguientes hipótesis:

- Todos los instrumentos de deuda cotizados se valoran a valor razonable.
- Los préstamos subyacentes en los títulos de deuda cotizados tienen una tasa de falencia igual a la de los préstamos no cotizados que se llevan a coste amortizado.
- Las tasas de fallidos del sistema financiero y de los bancos son las mismas.

Los resultados para el sector bancario a nivel mundial se resumen en el siguiente cuadro:

Bancos mundo (pérdidas potenciales)	Importe total (millones de dólares)	% (tasa de falencia)	Efecto "Fair value" (miles de millones de dólares)	% (efecto "fair value"/pérdidas)
Pérdidas en valores	1.199	11,6%	671,85	56,0%
Pérdidas en créditos	1.271	5,1%	0	0
TOTAL	2.470	7,0%	671,85	27,2%

Fuente: FMI y elaboración propia.

Aceptando las hipótesis planteadas, el 56% de las pérdidas en valores sería consecuencia de factores de mercado, tales como primas de liquidez, que sería esperable que no se materializaran si los instrumentos se mantuvieran hasta vencimiento. De este modo, aproximadamente un 27,2% de las pérdidas esperadas en los bancos de todo el mundo provienen del denominado efecto *fair value* o valor razonable, al contabilizar factores que influyen en el precio de mercado de los valores de deuda pero que no tendrán reflejo como pérdidas crediticias.

Los resultados deben interpretarse con cautela, pues estos podrían variar si se considera que los cálculos de pérdidas de los créditos son demasiado conservadores y que los precios de los valores están previendo una tasa de falencia superior.

En cualquier caso, si el análisis se centra en los bancos de la zona euro⁵, los resultados son similares. En este caso, los cálculos se realizan incluyendo las pérdidas ya reconocidas por las entidades en mayo de 2009, de forma que se permite observar el grado de realización de las pérdidas potenciales.

Bancos zona euro (pérdidas potenciales)	Importe total (miles de millones de dólares)	% (tasa de falencia)	Efecto "valor razonable"	Efecto "valor razonable"/pérdidas	Pérdidas reconocidas en mayo 2009	Pérdidas Reconocidas / potenciales
Pérdidas en valores	218	12,8%	152,55	70,0%	215	98,6%
Pérdidas en créditos	431	3,3%	---	---	150	34,8%
Total pérdidas potenciales	649	4,4%	152,55	23,5%	365	56,2%

Fuente: BCE, FMI y elaboración propia.

En concreto, haciendo un cálculo similar al anterior se observa que la proporción de las pérdidas esperadas para el periodo 2007-2010 que puede atribuirse al concepto de valor razonable se sitúa próximo al 23%. Esto es, la mayor parte de las pérdidas son consecuencia de la materialización del riesgo de crédito actual y no del deterioro de las condiciones en los mercados de valores. Si no se tuvieran en cuenta los valores originados en Estados Unidos en poder de las entidades europeas, cuya tasa de fallidos es más alta, el efecto del valor razonable en las pérdidas esperadas de los bancos de la zona euro se reduciría al 18,8%.

Asimismo, los datos del BCE permiten obtener conclusiones sobre el momento en que los distintos tipos de pérdidas se materializan en el balance de las entidades. Los datos del primer trimestre de 2009 muestran que las pérdidas aún no reconocidas se concentran de forma casi absoluta en los créditos. Así, puede afirmarse que la contabilización a valor razonable permite un reconocimiento temprano de las pérdidas, correspondiendo a factores diferentes de las futuras pérdidas crediticias a lo sumo un 25% del total de pérdidas –siempre que las tasas proyectadas de falencia para los créditos no sean mayores de lo previsto, en cuyo caso el efecto del valor razonable por factores distintos a las pérdidas crediticias sería menor–.

1 Véase recuadro 1 del Boletín de la CNMV del primer trimestre de 2009.

2 *Global Financial Stability Report, Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk*, April 09

3 Con posterioridad a la fecha de cierre del informe, el FMI ha publicado nuevas estimaciones de pérdidas potenciales de los bancos que no suponen un cambio en el importe total de las mismas pero que dan lugar a una reducción significativa del efecto “valor razonable”.

4 En lugar del criterio de coste amortizado.

5 Según los datos publicados por el Banco Central Europeo en su *Financial Stability Review* de junio de 2009. La tasa de fallidos de los créditos con origen en Estados Unidos, utilizada para calcular el efecto del valor razonable en los valores procedentes de dicho país mantenidos por los bancos europeos, se ha obtenido del *Global Financial Stability Report* del FMI de abril de 2009.

Recuadro 2: La nueva arquitectura de la supervisión financiera europea

La crisis financiera ha puesto de manifiesto importantes deficiencias tanto en el ámbito de la regulación como en el de la supervisión en materia financiera. Para subsanarlas, la comunidad internacional, principalmente bajo el impulso del G-20, ha puesto en marcha diversas iniciativas destinadas, sobre todo, a prevenir el riesgo sistémico y, en su caso, medirlo y gestionarlo de modo correcto. En este contexto, la Comisión Europea encargó un informe a un grupo de expertos, liderado por Jacques de Larosière, cuyas propuestas fueron publicadas en febrero de 2009. El Informe, adoptado en su mayor parte por la Comisión Europea en su comunicado de mayo de 2009, considera que existen deficiencias notables en el ámbito de la regulación y una heterogeneidad excesiva de normas y prácticas supervisoras.

El informe propone un profundo cambio en la estructura de supervisión de la UE que se materializarán en la creación de un Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (ESRC, European Systemic Risk Council) y de un Sistema Europeo de Supervisión Financiera (ESFS, European System of Financial Supervision).

El ESRC se encargará de identificar riesgos sistémicos, así como de dar aviso y recomendaciones de actuación a las autoridades correspondientes. Este organismo

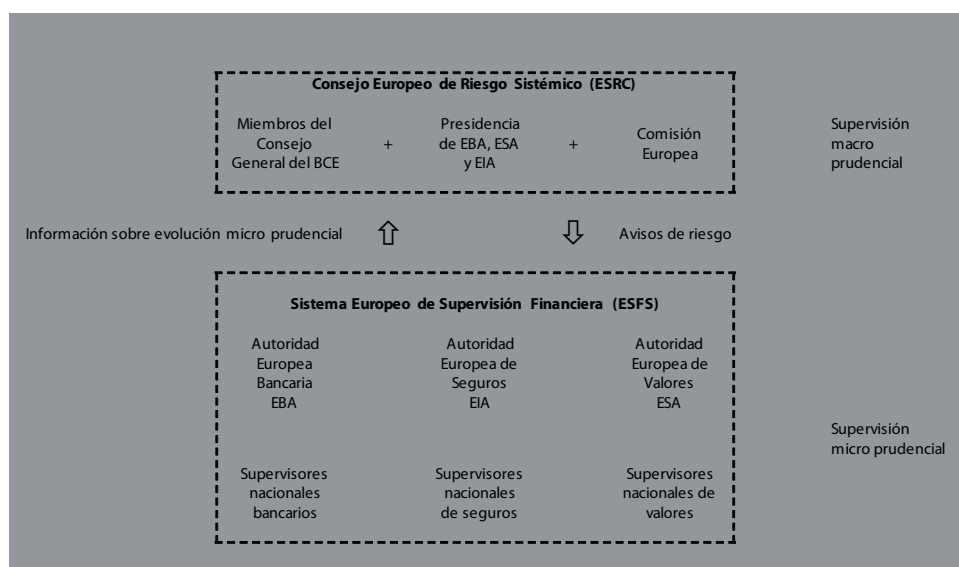
estará presidido por el presidente del BCE y compuesto por los miembros del Consejo General del BCE, los presidentes de los comités supervisores sectoriales (CESR, CEBS y CEIOPS) y un representante de la Comisión Europea.

El ESFS se centrará en la supervisión microprudencial y la protección de los inversores y su diseño tendrá en cuenta las insuficiencias detectadas en las tareas de los comités de nivel 3 de Lamfalussy y las ineficiencias de la estructura legal actual. Este sistema funcionará de forma descentralizada y estará formado por tres nuevas autoridades supervisoras de ámbito europeo (que sustituirán a los actuales comités de nivel 3 de Lamfalussy), las autoridades supervisoras nacionales actualmente existentes (que seguirán encargándose del día a día de la supervisión) y los colegios de supervisores para grandes entidades transfronterizas que ya contempla la Directiva de Requerimientos de Capital.

Las nuevas autoridades supervisoras dispondrán de una capacidad de actuación (dotación de poderes legales para la toma de decisiones vinculantes) de la que carecen los actuales comités de nivel 3, siendo sus principales objetivos el desarrollo de un único conjunto de estándares técnicos comunes, la mejora de la supervisión de entidades supranacionales y garantizar la cooperación y la aplicación consistente de la normativa entre los supervisores nacionales.

Como se ha indicado, las autoridades nacionales mantendrán un peso básico en el día a día de la supervisión, pero el Informe prevé un importante avance en la armonización de estándares técnicos, competencias y prácticas supervisoras. En cuanto a la supervisión de entidades transfronterizas, ésta requiere, según el Informe, la expansión del uso de los colegios de supervisores, de forma que las principales entidades financieras transfronterizas que operan dentro de la UE tengan un colegio supervisor. También se asignará a las nuevas autoridades la supervisión de las agencias de *rating*, dado su carácter transfronterizo.

El Informe Larosière contempla dos etapas para desarrollar estos cambios. En la primera (2009-2010), los supervisores nacionales deberían fortalecer la calidad de su supervisión e iniciar un proceso adecuado para alinear las competencias de los diferentes supervisores nacionales y establecer un conjunto de reglas y sanciones consistentes entre los Estados Miembros de la UE. Este último proceso debería estar concluido a principios de 2013. En la segunda etapa (2011-2012) debería constituirse el ESFS, transformando legalmente los comités de nivel 3 en las tres nuevas autoridades supervisoras: de valores (ESA - European Securities Authority), de banca (EBA - European Banking Authority) y de seguros (EIA - European Insurance Authority). La Comisión Europea, en un comunicado de mayo de este año, hizo pública su intención de acelerar este proceso, indicando que en 2010 el nuevo marco para la supervisión financiera debería estar ya en funcionamiento, y ya el 23 de septiembre adoptó un importante borrador de propuestas legislativas que permitirá la creación del nuevo Consejo Europeo de Riesgo Sistémico y la instauración del Sistema Europeo de Supervisión Financiera, formado por los supervisores nacionales y las tres nuevas autoridades supervisoras de ámbito europeo (ESA, EBA y EIA).



Los mercados financieros han mostrado un comportamiento mucho más estable que en 2008. En los de renta variable se han producido recuperaciones notables de las cotizaciones junto con descensos de la volatilidad...

La evolución de los mercados financieros en el año en curso –y fundamentalmente desde marzo– refleja un comportamiento mucho más estable que en 2008. En los mercados de renta variable se han producido recuperaciones notables en las cotizaciones, que respondieron a la percepción de una cierta mejora del panorama macroeconómico y también al precio atractivo de algunas sociedades tras las fuertes caídas de los últimos meses. Así, los principales índices de renta variable mundial, que desde el comienzo de la crisis habían perdido entre el 50% y el 60% de su valor, recuperaron desde los mínimos de marzo gran parte de esta pérdida. El Nikkei y el Euro Stoxx 50 recobraron más del 30% y el 40%, respectivamente, de la pérdida, el Dow Jones cerca del 50% y el Ibex 35 algo menos del 60%. El aumento de los precios fue particularmente notorio en el sector financiero y en los sectores cíclicos, como automoción o recursos naturales. La recuperación de las cotizaciones vino acompañada de un descenso acusado de las volatilidades históricas² de los principales índices, que en la fecha de referencia de este informe³ oscilaban entre el 15% y el 20%. El fuerte descenso de la contratación (superior al 45% en términos anuales en casi todas las plazas más importantes salvo en algunas asiáticas) genera algo de incertidumbre sobre la sostenibilidad de esta evolución alcista. Su consolidación previsiblemente requeriría la aparición de más noticias favorables en el ámbito de los resultados empresariales (especialmente de las entidades financieras) y en otros indicadores relevantes de actividad real.

2 Definida como la desviación típica anualizada de las rentabilidades diarias correspondientes a las veinte últimas sesiones hábiles.

3 Información hasta 15 de septiembre.

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

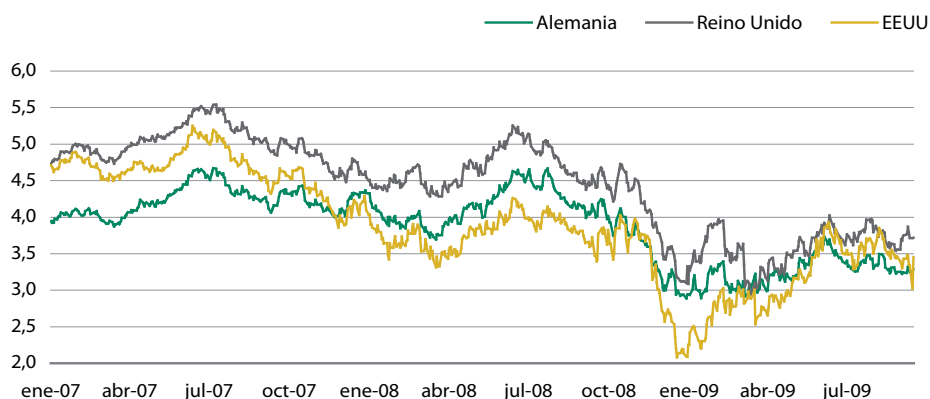
Fuente: Datastream.

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

En los mercados de deuda, lo más reseñable de los últimos meses ha sido el fuerte apuntamiento de la curva de tipos tanto en EEUU como en Europa, que es producto tanto de la continua tendencia a la baja de los tipos de interés a corto plazo (que se mueven en línea con los tipos oficiales de referencia) como del notable aumento de los tipos de interés a largo plazo. El repunte de estos últimos (véase gráfico 1) respondió en un primer momento a la preferencia por activos de mayor riesgo (y, por tanto, a las desinversiones en activos refugio) y, posteriormente, al incremento de las primas de riesgo soberano, sobre todo en las economías que han presentado mayores aumentos de déficit y deuda. En las últimas semanas, no obstante, los tipos de interés a más largo plazo parecen haberse estabilizado. En el ámbito de la renta fija privada, el descenso de la incertidumbre de los agentes se ha traducido en una caída sustancial de las primas de riesgo de crédito. Así, desde mediados de marzo las primas de riesgo de crédito de las empresas norteamericanas de mayor calidad crediticia han descendido desde 265 pb hasta 104 pb (desde 700 hasta 270 las de menor calidad) y las de las empresas europeas han caído desde 200 pb hasta 85 pb en las de mayor calidad y desde 1.100 hasta 520 en las de menor⁴.

... y en los de renta fija, se han producido caídas sustanciales de las primas de riesgo de crédito, como consecuencia de la moderación de la incertidumbre de los agentes.

4 Los índices de referencia son el CDX y el Itraxx, en sus modalidades de *Investment Grade* y *Cross Over*.



Fuente: Thomson Financial Datastream. Datos hasta 15 de septiembre.

Las señales de normalización en los mercados interbancarios han dado lugar a nuevos descensos, sobre todo en EEUU, de los spreads de tipos de interés entre las operaciones depo y repo.

Los mercados de divisas han mostrado un comportamiento algo más errático, pero se han revertido algunas de las tendencias observadas en 2008.

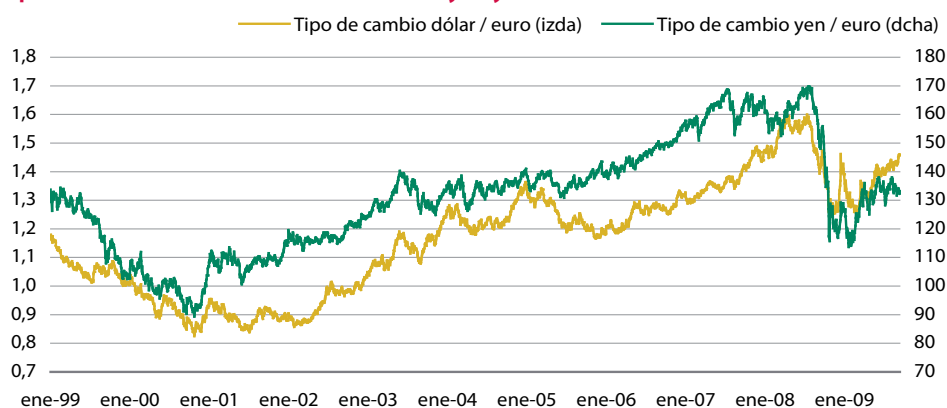
Los mercados interbancarios también han dado señales de normalización, especialmente en EEUU. Tanto los tipos de interés a diferentes plazos como los *spreads* de tipos de interés entre las operaciones depo y repo han continuado a la baja en los últimos seis meses. En el caso norteamericano, este diferencial para el plazo de tres meses ha tomado valores inferiores a los 10 pb, por debajo de los que tenía al comienzo de la crisis (entre 15 y 20). En el caso europeo, este diferencial se redujo progresivamente desde marzo hasta los 35 pb de septiembre (con anterioridad a la crisis su valor era inferior a 10).

Los mercados de divisas continúan mostrando un comportamiento algo errático, si bien se han revertido algunas de las tendencias observadas desde finales de 2008 hasta las primeras semanas de 2009. Así, el dólar, que se había apreciado notablemente respecto al euro en dicho periodo, inició una tendencia depreciatoria, aunque irregular, a principios de marzo, desde valores inferiores a 1,30 dólares por euro hasta superar los 1,40 dólares por euro. Del mismo modo, el yen, que también se había apreciado notablemente frente al euro, cambió de tendencia desde los máximos alcanzados a finales de enero. El tipo de cambio ha pasado del entorno de 115 yenes por euro hasta más de 130 yenes por euro a mediados de septiembre. Una parte de este movimiento depreciatorio del yen estaría relacionado con la reanudación de las inversiones asociadas al *carry trade*⁵, producto de los reducidos tipos de interés en la economía japonesa.

5 La operativa de *carry trade* consiste en rasgos generales en endeudarse en una divisa perteneciente a una zona de tipos de interés reducidos e invertir simultáneamente en otra divisa que presente mayores tipos de interés.

Tipo de cambio del euro frente al dólar y al yen

GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Financial Datastream. Datos hasta 15 de septiembre.

2.2 La evolución económica y financiera nacional

Los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral correspondientes al segundo trimestre de 2009 han confirmado que el retroceso del PIB es cada vez menos pronunciado. No obstante, la consecución de tasas de crecimiento positivas, ya observadas en otras áreas geográficas, podría demorarse hasta mediados del año próximo. El descenso del PIB español en el segundo trimestre fue del 1,1% (el cuarto retroceso consecutivo), frente al 1,6% mostrado en el trimestre anterior. La caída interanual del PIB fue del 4,2% (3,2% en el primer trimestre). La demanda nacional experimentó un nuevo descenso (drenó 7,3 puntos de crecimiento) mientras que la contribución de la demanda exterior neta mejoró ligeramente (desde los 2,9 puntos porcentuales en el primer trimestre hasta los 3,1 en el segundo). Por el lado de la oferta, el ajuste recayó en la industria y en la construcción.

El análisis más detallado de los componentes de la demanda revela que el gasto de los hogares descendió en este periodo (-5,9% interanual), aunque algo menos que en los trimestres precedentes. Los determinantes del consumo (renta disponible y riqueza) siguieron debilitándose, pero los indicadores de confianza mejoraron. La tasa de ahorro continúa al alza, superando el 14% de la renta disponible. El consumo de las Administraciones Públicas continúa siendo el componente más dinámico de la demanda interna (5,1% interanual). La formación bruta de capital fijo incrementó su caída en el segundo trimestre (del -15,2% al -17,0% interanual), si bien el descenso trimestral fue más atenuado, de forma similar al comportamiento del gasto de los hogares. La demanda de bienes de equipo presentó la tasa más negativa (-28,9% interanual) en consonancia con la debilidad de la producción industrial y de las importaciones. La inversión en construcción descendió un 12%, medio punto más que en el trimestre anterior. La obra en infraestructuras continúa presentando tasas de crecimiento positivas (1,2%), especialmente aquella relacionada con las corporaciones locales y la ligada a la alta velocidad ferroviaria, mientras que la inversión residencial continúa su trayectoria descendente (-25,5% frente a -24,3% del trimestre anterior), como consecuencia de la incertidumbre que ocasiona el intenso ajuste del sector inmobiliario.

En el mercado de trabajo, los últimos datos disponibles (Seguridad Social, INEM, EPA) confirman que prosigue su deterioro, si bien la velocidad del mismo es menor. De acuerdo con los datos de la EPA, el número de ocupados descendió en 145.000

En España, los datos de la Contabilidad Trimestral correspondientes al segundo trimestre de 2009 han confirmado que el retroceso del PIB es cada vez menos pronunciado...

...aunque es producto de la contribución de la demanda exterior. Los componentes de la demanda interna aún muestran descensos intensos y algunos de ellos (los asociados a la inversión no pública) continúan empeorando respecto a trimestres anteriores.

Se mantiene el deterioro del mercado de trabajo, aunque a un ritmo menor...

personas en el segundo trimestre del año (1,5 millones en el último año), mientras que el número de desempleados aumentó en 126.700 (1,7 millones en el último año). Las tasas de variación anuales del número de ocupados y de desempleados quedaron en el -7,2% y el 73,7%. La reducción del empleo está afectando con mayor intensidad a la industria y la construcción, que concentran el 72% de la caída de empleo en el último año. La tasa de desempleo aumentó en el segundo trimestre hasta el 17,9% de la población activa, cinco décimas más que en el trimestre anterior.

...y la ausencia de presiones inflacionistas. Parece agotarse la tendencia a la baja de la tasa energética, pero se observan descensos en otros componentes menos volátiles del índice.

Las últimas previsiones de la Comisión Europea indican que el PIB podría caer un 3,7% en 2009 y un 1,0% en 2010, al tiempo que alertan sobre los desequilibrios estructurales de la economía española.

Por su parte, la tasa de inflación en términos anuales aumentó en agosto desde el -1,4% hasta el -0,8% debido al agotamiento del descenso de la tasa energética, que fue la causa principal de la notable reducción de la inflación entre julio de 2008 y julio de 2009 (desde el 5,3% hasta el -1,4%). Por otra parte, también ha empezado a percibirse una moderación en el crecimiento de los precios del resto de componentes. De hecho, la inflación subyacente (que excluye la inflación de la energía y de los alimentos no elaborados) ha descendido en el último año desde el 3,5% hasta el 0,4%. El diferencial negativo con la zona euro se mantiene desde hace nueve meses.

Las últimas previsiones de la Comisión Europea estiman que el descenso del PIB español podría ser del 3,7% en 2009 y del 1,0% en 2010. Otras estimaciones indican que el descenso podría ser incluso superior al 4,0%, en un marco de notable deterioro del mercado de trabajo y de las finanzas públicas. Se estima que la tasa de desempleo superará el 20% de la población activa en 2010, y que el déficit público quedará cerca del 9% del PIB en 2009 y del 10% en 2010.

España: principales variables macroeconómicas (% var. anual)

CUADRO 3

	2005	2006	2007	2008	Comisión Europea*	
					2009P	2010P
PIB	3,6	4,0	3,6	0,9	-3,7 (-1,7)	-1,0 (-0,8)
Consumo privado	4,3	3,8	3,7	-0,6	-3,1 (-0,5)	-1,1 (-1,1)
Consumo público	5,5	4,6	5,5	5,5	5,1 (+2,8)	4,7 (+4,5)
Formación bruta de capital fijo, de la que:	7,0	7,2	4,6	-4,4	-14,7 (-8,7)	-8,0 (-4,3)
Bienes de equipo	9,2	9,9	9,0	-1,8	-23,3 (-10,6)	-9,6 (-5,1)
Exportaciones	2,5	6,7	6,6	-1,0	-10,2 (-7,5)	0,1 (-0,5)
Importaciones	7,7	10,2	8,0	-4,9	-14,5 (-9,9)	-2,4 (-0,3)
Sector exterior (contribución al crecimiento, pp)	-1,7	-1,4	-0,9	1,4	2,0 (+1,2)	0,7 (-0,1)
Empleo	3,2	3,2	2,9	-0,6	-5,3 (-1,4)	-2,7 (-0,7)
Tasa de paro¹	9,2	8,5	8,3	11,3	17,3 (1,2)	20,5 (+1,8)
IPC armonizado	3,4	3,6	2,8	4,1	0,0 (-0,6)	1,4 (-1,0)
Saldo Cuenta Corriente (% PIB)	-7,5	-9,0	-10,1	-9,5	-6,9 (+0,2)	-6,3 (+0,3)
Saldo AAPP (% PIB)	1,0	2,0	2,2	-3,8	-8,6 (-2,4)	-9,8 (-4,1)

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

1 Definición de Eurostat.

* Previsiones publicadas en primavera de 2009 (respecto a enero de 2009), salvo las de PIB e inflación para 2009, publicadas en septiembre (respecto a enero).

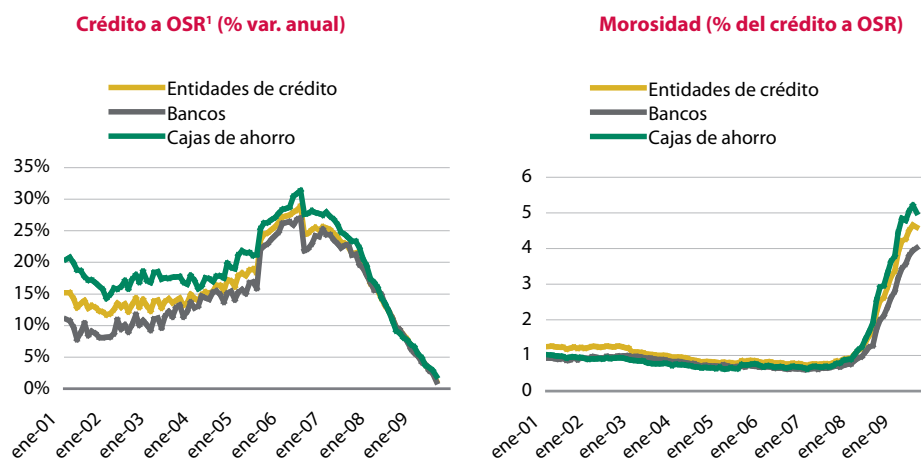
Las entidades depósito siguen operando en un entorno de cierta complejidad en el que el incremento del desempleo continúa afectando negativamente las tasas de morosidad...

Las entidades de depósito españolas continúan operando en un entorno de gran complejidad en el que las dificultades de financiación se han atenuado, pero en el que la reducción de la demanda de crédito y, especialmente, el incremento en el número de desempleados está incidiendo negativamente en la actividad y los resultados de estas entidades. En el primer semestre de 2009, el crédito concedido por las entidades de depósito españolas a familias y empresas continuó la desaceleración

iniciada a principios de 2007. El avance interanual se redujo hasta el 1,2% en junio desde el 5,4% en enero de este año (véase gráfico 3). Por su parte, la ratio de morosidad del conjunto de estas entidades siguió aumentando hasta el 4,6% en junio (3,9% en enero), con más rapidez en los bancos (hasta el 4% en junio desde el 3,2% en enero) que en las cajas de ahorro (5% y 4,5% en junio y enero, respectivamente). De hecho, en estas últimas, dicha ratio disminuyó entre mayo y junio, provocando, por primera vez desde el inicio de la crisis *subprime*, un descenso en la ratio de morosidad del conjunto de entidades de crédito.

Entidades de depósito: evolución del crédito y de la morosidad

GRÁFICO 3



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

1 OSR: Otros Sectores Residentes.

El crecimiento de la morosidad en el último semestre⁶ se concentró, como viene siendo habitual, en la financiación a empresas dedicadas a actividades inmobiliarias, seguida del crédito a las familias para la adquisición y rehabilitación de viviendas y, en menor medida, en la financiación a actividades vinculadas principalmente con la construcción. La diferente composición de la cartera de crédito entre bancos y cajas hizo que estas últimas fueran más sensibles a la mora en los créditos a las actividades inmobiliarias y en la financiación de créditos hipotecarios a las familias. Por su parte, los bancos se vieron más afectados que las cajas en la financiación del resto de actividades productivas distintas de las inmobiliarias y la construcción, así como en los créditos al consumo de bienes duraderos otorgados a los hogares.

Las condiciones de financiación de las entidades de depósito nacionales en los últimos seis meses han mejorado respecto a trimestres anteriores. Este hecho es producto del descenso de la incertidumbre de los agentes, que ha dado lugar a una reducción significativa en las primas de riesgo, de los planes de apoyo al sistema financiero (fundamentalmente mediante la concesión de avales públicos a las emisiones de renta fija a largo plazo) y, finalmente, de las diferentes posibilidades de financiación que ofrece el banco central.

...especialmente en aquellas asociadas a la financiación a empresas dedicadas a actividades inmobiliarias y, en menor medida, al crédito a las familias.

Sus condiciones de financiación han mejorado respecto a trimestres anteriores como consecuencia de la reducción de las primas de riesgo,...

6 En este caso, los últimos datos de morosidad disponibles por finalidades se refieren a marzo de 2009.

...de los planes de apoyo al sistema financiero (fundamentalmente mediante la concesión de avales públicos a las emisiones de renta fija a largo plazo), y...

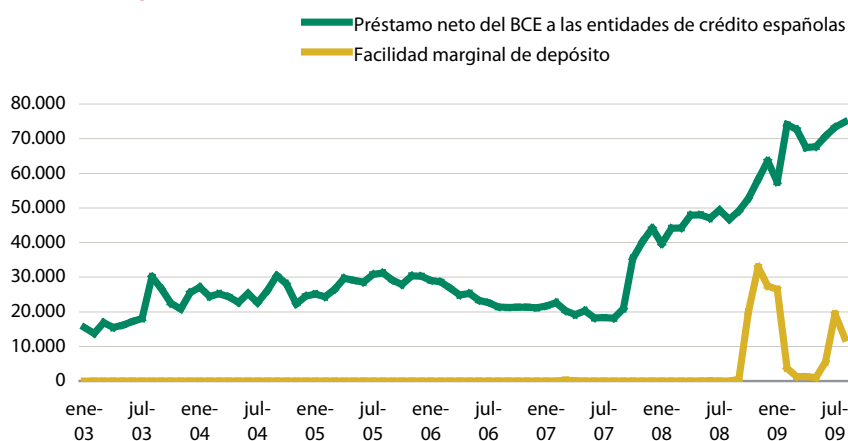
... y de las diferentes posibilidades de financiación que ofrece el banco central.

El importe de las emisiones de deuda efectuado por entidades españolas avaladas por el Estado asciende a 38.465 millones de euros en lo que llevamos de año⁷. Un total de 39 entidades ha realizado un total de 122 emisiones de este tipo.

Por su parte, el importe de los préstamos del Eurosistema captado por las entidades españolas se situaba cerca de los 75.000 millones de euros. Con altibajos, el recurso de las entidades españolas a este tipo de financiación ha sido creciente desde el inicio de la crisis (véase gráfico 4). El último incremento responde parcialmente a la ampliación (efectuada en junio) del plazo hasta un año en las operaciones de financiación con adjudicación plena del BCE. Las entidades continúan dejando una parte significativa de esta financiación (más de 12.000 millones de euros) en la propia facilidad de depósito que ofrece el BCE. La emisión de cédulas hipotecarias por parte de las entidades de depósito también ha cobrado un impulso importante en los últimos meses tras el anuncio del BCE de un plan de adquisición en firme de este tipo de instrumentos. Desde su anuncio en mayo, las entidades españolas han emitido cédulas hipotecarias por importe de 7.195 millones de euros, lo que supone un 32% de lo emitido en 2009.

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

GRÁFICO 4



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

El resultado neto de las entidades de crédito en el primer trimestre de 2009 fue un 16% inferior al de hace un año por el empeoramiento del resultado de operaciones financieras y el incremento de las pérdidas por deterioro de activos.

El resultado neto de las entidades de crédito en el primer trimestre de 2009 fue de 4.972 millones de euros, un 16% inferior al de hace un año. Este comportamiento se debió a la evolución negativa del margen bruto (-5,2% interanual), a pesar del crecimiento del margen de intereses (un 24,1% interanual), que se vio mermado por el empeoramiento en el resultado de otras operaciones financieras. El segundo factor más importante que impactó en la cuenta de resultados fue el incremento en las pérdidas por deterioro de activos (4.149 millones de euros en el primer trimestre de 2009 frente a 2.238 millones de euros en el mismo periodo del año anterior). La rentabilidad de los recursos propios (ROE), con datos de finales de 2008, se situó en el 12,9%, inferior al 19% en 2007.

La ratio de solvencia del conjunto de entidades de depósito españolas se situó en el 11,3% en diciembre de 2008, mientras que el coeficiente básico (*tier 1*) lo hizo en el 8,4%. Estos niveles son algo mayores que los de hace un año (10,6% y 7,5%, respectivamente) y permanecen ampliamente por encima de los mínimos regulatorios exigidos. No obstante, algunas entidades se encuentran especialmente expuestas al

7 Hasta el 15 de septiembre.

deterioro del entorno macroeconómico y financiero relevante. En este sentido, la creación del Fondo de Reestructuración y Reordenación Bancaria (FROB) para reforzar la solvencia y asegurar el funcionamiento de las entidades de crédito⁸ supone una forma adecuada de hacer frente a esos riesgos.

Las empresas no financieras cotizadas siguen mostrando un descenso relativamente pronunciado en sus beneficios como consecuencia del ajuste del crecimiento económico, si bien las diferencias entre sectores han sido especialmente relevantes en el primer semestre de 2009, al observarse tendencias contrapuestas entre ellos. Así, el beneficio agregado del conjunto de empresas no financieras cotizadas quedó cerca de los 14.900 millones de euros en los seis primeros meses del año, lo que representa un descenso del 11% respecto al mismo periodo del ejercicio anterior (véase cuadro 4). La moderación del beneficio se centró casi por completo en las empresas del sector energético, que pasaron de obtener unos beneficios de 12.166 millones en el primer semestre de 2008 a cerca de 6.750 millones en 2009 (-45%), mientras que las empresas industriales contribuyeron en menor medida (sus beneficios conjuntos se redujeron desde los 1.752 millones de euros hasta 493 millones de euros). Por el contrario, las empresas pertenecientes al sector del comercio y los servicios incrementaron sus beneficios un 3,8% hasta los 6.228 millones de euros y, lo que es más relevante, las empresas pertenecientes al sector de la construcción e inmobiliarias, que sufrieron en 2008 el ajuste más severo, pasaron de obtener unas pérdidas agregadas superiores a los 3.150 millones de euros en 2008 a unos beneficios de 1.465 millones de euros en 2009. No obstante, conviene resaltar que la disparidad entre las empresas de este último sector es notable: el deterioro de la cuenta de resultados prosigue en un conjunto no desdeñable de ellas.

Las ratios de solvencia permanecen ampliamente por encima de los mínimos regulatorios exigidos, aunque algunas entidades están especialmente afectadas por los riesgos derivados del deterioro del marco económico y financiero. El FROB atenúa dichos riesgos.

Las empresas no financieras cotizadas siguen mostrando un descenso pronunciado en sus beneficios, si bien persisten diferencias notables entre sectores.

Evolución de los resultados por sectores¹: empresas cotizadas

CUADRO 4

Millones de euros	EBITDA ²		EBIT ³		Resultado ejercicio	
	1508	1509	1508	1509	1508	1509
Energía	14.782	14.984	10.660	10.111	12.166	6.749
Industria	3.506	2.200	2.444	1.129	1.752	493
Comercio y servicios	15.274	14.381	9.445	8.652	5.999	6.228
Construcción e inmobiliario	707	2.736	-727	1.289	-3.154	1.465
Ajustes	-470	-360	-326	-220	-30	-40
TOTAL AGREGADO	33.799	33.941	21.496	20.961	16.733	14.895

Fuente: CNMV.

1 Resultados acumulados en el semestre.

2 Resultado bruto de explotación.

3 Resultados antes de intereses e impuestos.

El endeudamiento total de las sociedades cotizadas no financieras creció hasta los 323.117 millones de euros en junio de 2009 (un 4,4% más que a finales de 2008),

8 Se establecen tres fases: (i) solución privada por parte de la entidad de crédito afectada, proceso no regulado en este RD-L, (ii) adopción de medidas para afrontar debilidades que puedan afectar a la viabilidad de las entidades de crédito con participación de los Fondos de Garantía de Depósitos y (iii) los procesos de reestructuración con intervención del FROB. Tendrá una dotación inicial de 9.000 millones de euros, con una financiación mixta a cargo de los Presupuestos Generales del Estado (6.750 millones de euros) y de las aportaciones de los Fondos de Garantía de Depósitos en entidades de crédito (2.250 millones de euros). El FROB se dotará con los remanentes del FAAF. Adicionalmente, en cumplimiento de sus fines, el FROB podrá captar financiación con aval del Estado en los mercados de valores emitiendo títulos de renta fija, recibir préstamos, solicitar la apertura de créditos y realizar otras operaciones de endeudamiento, por un importe que en 2009 no podrá superar en tres veces su dotación.

En el primer semestre de 2009, el endeudamiento conjunto de estas sociedades creció un 4,4%, lo que se explica casi completamente por el incremento de la deuda de las empresas energéticas,...

... pero mejoraron los indicadores de la carga financiera que soportan las empresas, salvo en aquéllas pertenecientes al sector de la construcción y las inmobiliarias.

lo que representa 1,7 veces su patrimonio (1,6 veces en 2008). Como se observa en el cuadro 5, el mayor incremento de endeudamiento en términos absolutos y relativos se produjo en las empresas energéticas. Su volumen de deuda agregada creció un 25% en el primer semestre del año hasta quedar cerca de los 103.000 millones de euros y concentra casi la tercera parte de la deuda del total de entidades. Por el contrario, el volumen de deuda de las empresas pertenecientes al sector del comercio y servicios y, especialmente, el de las empresas constructoras e inmobiliarias descendió en este periodo de tiempo, un 3,1% y un 12,3% respectivamente. A pesar del descenso de la financiación externa de estas últimas, su ratio de apalancamiento aumentó desde 3,8 veces su patrimonio en diciembre de 2008 hasta 4,3 veces como consecuencia de la reducción de su patrimonio.

Los indicadores de la carga financiera que soportan las entidades han mejorado en los últimos seis meses (salvo en las empresas industriales) como consecuencia de la moderación de los tipos de interés. El volumen de beneficios antes de intereses e impuestos agregado (EBIT) supera la carga financiera en 2,6 veces. La situación más ajustada, aunque ha mejorado ligeramente, se encuentra en las empresas relacionadas con la construcción e inmobiliarias, ya que sus beneficios no cubren la totalidad de los gastos financieros (representan la mitad de los mismos).

Evolución del endeudamiento financiero bruto por sectores: empresas cotizadas

CUADRO 5

Millones de euros		2005	2006	2007	2008	1509 ⁵	
Energía	Deudas	58.586	59.191	69.172	82.608	102.933	
	Deudas/ Patrimonio	0,9	0,9	0,8	0,9	1,1	
	Deudas/ EBITDA ¹	2,4	2,2	2,5	2,8	3,4	
	EBIT ² / Carga financiera	4,0	4,7	4,1	3,7	3,8	
Industria	Deudas	12.760	15.684	13.312	15.645	15.880	
	Deudas/ Patrimonio	0,8	0,8	0,6	0,7	0,8	
	Deudas/ EBITDA	2,1	2,1	1,8	2,7	3,6	
	EBIT / Carga financiera	6,5	5,7	5,9	3,4	2,5	
Construcción e inmobiliario	Deudas	48.324	111.000	138.933	119.788	105.056	
	Deudas/ Patrimonio	2,2	3,1	3,1	3,8	4,3	
	Deudas/ EBITDA	6,5	11,5	10,8	31,9	19,2	
	EBIT / Carga financiera	2,8	2,0	1,2	0,0	0,5	
Comercio y servicios	Deudas	55.710	91.522	96.941	112.322	108.831	
	Deudas/ Patrimonio	1,7	2,5	1,7	2,1	2,1	
	Deudas/ EBITDA	2,7	3,6	3,0	3,6	3,8	
	EBIT / Carga financiera	3,4	2,4	3,2	2,9	3,1	
Ajustes ³	Deudas	-7.942,0	-11.199,0	-17.391,0	-20.802,0	-9.583,0	
	TOTAL AGREGADO⁴	Deudas	167.438	266.198	300.967	309.561	323.117
	Deudas/ Patrimonio	1,3	1,7	1,5	1,6	1,7	
	Deudas/ EBITDA	2,9	3,9	4,0	4,6	4,8	
	EBIT / Carga financiera	3,8	3,3	3,0	2,0	2,6	

Fuente: CNMV.

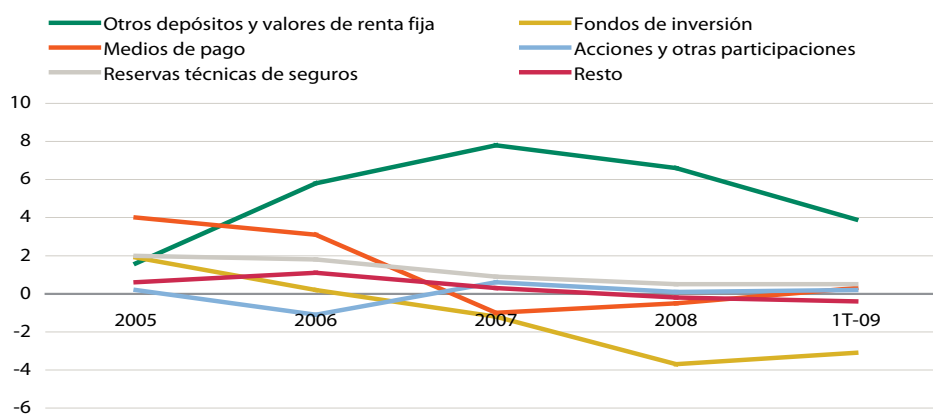
- 1 Resultado bruto de explotación.
- 2 Resultado antes de intereses e impuestos.
- 3 Para elaborar este cuadro se ha eliminado la deuda de las sociedades cotizadas que a su vez consolidan en otro grupo cotizado español. En la fila de ajustes se incluyen las eliminaciones correspondientes a las filiales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

Los distintos indicadores de posición patrimonial de los hogares mantienen las tendencias observadas desde el inicio de la crisis: incremento de la tasa de ahorro (que está por encima del 14% de la renta bruta disponible), descenso de la ratio de endeudamiento hacia tasas del 125% de la renta bruta disponible (tras máximos superiores al 130% en 2007 y 2008) y caída de la riqueza de los hogares, que responde a la caída del precio de los activos financieros y, sobre todo, del de los inmuebles. La adquisición de activos financieros, que continúa la tendencia a la baja iniciada en 2007 debido a la menor disponibilidad de recursos, alcanzó el 1,3% del PIB en el primer trimestre de 2009⁹ (frente al 2,8% del PIB en 2008 o el 7,4% del PIB en 2007). La cartera de los inversores minoristas ha reducido en los últimos trimestres su sesgo eminentemente conservador, como consecuencia de la relativa estabilización de los mercados. Así, a pesar de que en las inversiones de los hogares siguen primando los activos con poco riesgo, se observa un cierto cambio de tendencia entre los depósitos a plazo y los fondos de inversión: los recursos que se dedican a los primeros son mucho menos voluminosos, mientras que las salidas de los segundos también han atenuado su ritmo (véase gráfico 5).

Los hogares siguen ahorrando cada vez más, pero el menor recurso a la financiación externa ha reducido los recursos disponibles para invertir en activos. La cartera de los inversores minoristas sigue teniendo un sesgo conservador, aunque disminuyen las desinversiones en instrumentos de mayor riesgo.

Hogares: Adquisiciones de activos financieros (% PIB)

GRÁFICO 5



Fuente: Banco de España, Cuentas Financieras. Datos acumulados de cuatro trimestres.

9 Datos acumulados de cuatro trimestres.

Categoría	Suscripciones				Reembolsos			
	3T08	4T08	1T09	2T09 ⁸	3T08	4T08	1T09	2T09 ⁸
Rta. fija ¹	17.342,5	24.475,2	18.299,3	15.572,6	24.503,3	32.332,9	19.963,9	19.433,2
Rta. fija mixta ²	239,0	739,4	361,9	515,0	1.437,2	1.946,2	806,2	549,3
Rta. vble. mixta ³	272,4	192,9	71,0	156,3	900,0	854,7	493,0	284,4
Rta. vble. euro ⁴	461,621	576,2	362,1	489,3	1.610	1.151,9	751,4	515,9
Rta. vble. intercal ⁵	621,78	336,1	390,8	598,4	1.642	965,6	506,3	592,0
Gar. rta. fija	2.692,4	2.974,9	3.180,6	3.783,2	1.785,4	3.760,4	3.587,1	3.300,3
Gar. rta. vble ⁶	1.549,5	785,4	636,5	1.369,3	3.924,0	4.715,6	2.372,5	2.944,0
Fondos globales	738,3	997,5	600,6	971,5	3.570,2	3.670,3	1.538,5	588,0
De gestión pasiva ⁷				62,1				307,8
Retorno absoluto ⁷				567,8				627,3
IIC de IL	8,2	21,6	23,5	40,7	14,5	47,6	108,3	7,5
IIC de IIC de IL	165,9	161,5	35,5		101,5	215,9	294,6	
TOTAL	24.091,6	31.260,7	23.961,8	24.085,5	39.487,6	49.661,1	30.421,8	29.142,2

Fuente: CNMV.

- Hasta 1T09 incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, Renta fija internacional y monetarios. Desde 2T09 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios.
- Hasta 1T09 incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.
- Hasta 1T09 incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.
- Hasta 1T09 incluye: Renta variable nacional y Renta variable euro. Desde 2T09 incluye Renta variable euro (que ya incluye RVN).
- Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EEUU, RVI Emergentes y RVI Otros. Desde 2T09: RVI.
- Hasta 1T09: GRV. Desde 2T09: GRV y Garantía Parcial.
- Nuevas categorías desde 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos Globales.
- La información de suscripciones y reembolsos de las IIC de IL corresponde a los meses de abril y mayo. La información desagregada (suscripciones y reembolsos) para las IIC de IIC de IL está disponible únicamente para cada trimestre completo. Las estimaciones efectuadas para el 2T09 indican que, hasta mayo, este conjunto de IIC soportó unos reembolsos netos cercanos a los 72 millones de euros.

Recuadro 3: La regulación de las agencias de *rating* en el ámbito europeo

La evaluación del riesgo realizada por las agencias de *rating* en los últimos años ha sido de vital importancia en la reducción de asimetrías informativas entre los oferentes y demandantes de los productos financieros que calificaban, favoreciendo de esta manera su colocación. Adicionalmente, las calificaciones otorgadas por las agencias han sido empleadas con fines regulatorios para establecer las ponderaciones de las diferentes clases de riesgo en los activos, determinando así las exigencias de capital, o para imponer límites a la inversión en determinados tipos de activos por parte de inversores institucionales (fondos de pensiones, aseguradoras,...). La actividad del sector está altamente concentrada. Tres grandes agencias cubren el 95% del mercado.

Las agencias de *rating* poseen una compleja estructura de incentivos que se deriva del hecho de que es el emisor y no el inversor el que abona los honorarios de las agencias. Esto puede dar lugar a una excesiva generosidad en las agencias a la hora de calificar los instrumentos emitidos por su cliente. La crisis *subprime* puso de

manifiesto otros problemas adicionales en el funcionamiento de las agencias que se derivan, fundamentalmente, de las calificaciones de los productos estructurados (se transformaban paquetes de préstamos en títulos y posteriormente se vendían tras su calificación por una agencia de *rating*), que resultaron altamente imprecisas y no estimaban correctamente los efectos de la materialización de algunos escenarios adversos.

La crisis financiera propició a escala mundial la aparición de diversas iniciativas para fortalecer la regulación del régimen de registro y supervisión de las agencias, que tradicionalmente habían estado sometidas a un régimen de control basado en la autorregulación. En el marco europeo, la necesidad de introducir una cierta regulación en el ámbito de las agencias de *rating* ha dado lugar a la redacción de un Reglamento, que está pendiente de su aprobación formal y que entrará en vigor previsiblemente a finales de octubre del presente año. El Reglamento restringe el uso de *ratings* con fines reglamentarios a aquellos que hayan sido emitidos por una agencia registrada con domicilio en la UE o en terceros países¹. Además, impone a los emisores la obligación de mencionar si el *rating*, en caso de contratarlo, ha sido emitido por una agencia registrada o no en los folletos informativos publicados con motivo de las ofertas públicas de venta de valores o de su admisión a negociación en un mercado regulado.

La regulación establece condiciones para la emisión de *ratings* y normas relativas a la organización y actuación de las agencias, con los objetivos de²:

- a) Fomentar su independencia y evitar conflictos de interés, a través, entre otras, de las siguientes normas:
 - a.1) Un mínimo de dos consejeros independientes en sus consejos de administración, cuya remuneración no dependa de los resultados de la agencia.
 - a.2) No deberán prestar servicios de consultoría o asesoramiento, salvo aquellos que no generen conflictos de interés con la emisión de calificaciones.
 - a.3) Deberán publicar los nombres de las entidades calificadas que supongan más del 5% de sus ingresos anuales.
 - a.4) La retribución de sus empleados no debe estar vinculada a los ingresos que obtengan de las entidades calificadas.
 - a.5) Imposición de una rotación obligatoria de los analistas de manera escalonada e individual.
- b) Mejorar la fiabilidad de las metodologías, modelos e hipótesis fundamentales empleadas en la elaboración de los *ratings*, principalmente mediante:
 - b.1) Modelos rigurosos, sistemáticos y constantes, validados con experiencia histórica.
 - b.2) La adopción de medidas por parte de las agencias para que la información usada en la elaboración de *ratings* proceda de fuentes fiables y sea de suficiente calidad.
 - b.3) Seguimiento de sus *ratings* y metodologías y revisión cuando se produzcan cambios sustanciales en los mismos.

c) Aumentar la transparencia con las siguientes obligaciones:

- c.1) Publicación permanente de información sobre sus actividades (lista de servicios auxiliares, metodologías, código de conducta,...). La información pública sobre sus metodologías permitiría a los usuarios de los *ratings* comprobar y valorar su fiabilidad, sin perjuicio de no publicar información comercial reservada que desincentive la innovación.
- c.2) Diferenciación de los *ratings* sobre instrumentos financieros estructurados del resto. Además, proporcionarán a CESR información periódica y estandarizada sobre la evolución de sus *ratings* emitidos. CESR creará un registro central con esta información a disposición del público.
- c.3) Publicación de un informe anual de transparencia acerca de su estructura legal, política de mantenimiento de registros, mecanismos de control interno e información financiera de sus ingresos, distinguiendo las actividades de *rating* de las auxiliares.

El Reglamento atribuye a las autoridades competentes del Estado de origen de la agencia el registro y supervisión de las agencias, si bien permite la participación del resto de autoridades nacionales mediante la creación de colegios de supervisores. Además, en el caso de que los miembros del colegio discrepen en las medidas a adoptar, el Reglamento impone la intervención de CESR y de un mediador, establecido a su vez por CESR. Por tanto, el Reglamento asigna a CESR una labor de coordinación entre la supervisión de los colegios y la de las autoridades competentes, permitiendo una supervisión europea, si bien las opiniones de CESR o del mediador no son vinculantes para las autoridades competentes que tienen el poder de adoptar la decisión final. En este sentido, y para evitar decisiones no uniformes entre autoridades nacionales, resultará imprescindible la cooperación fluida en el marco del colegio. No obstante, la arquitectura de supervisión prevista en el Reglamento se considera temporal, previendo reformas de amplio alcance en el modelo de supervisión dadas las conclusiones del Informe Larosière. De hecho, se aboga por un modelo más centralizado que asigne a un único órgano europeo –previsiblemente una transformación de CESR– el registro y supervisión de las agencias de *rating*.

A partir de la entrada en vigor del Reglamento, las filiales de las agencias establecidas en España se someterán a la supervisión de la CNMV, que tendrá que cooperar estrechamente con el Banco de España y con el resto de supervisores de valores europeos para garantizar una supervisión adecuada y global de las agencias de *rating*.

1 Establece dos procedimientos para que los emisores europeos usen a efectos reglamentarios los *ratings* emitidos por agencias domiciliadas en terceros países. Ambos tratan de garantizar la equivalencia de sus respectivos marcos jurídicos y supervisores. Uno de ellos, el sistema de refrendo, está dirigido a las grandes agencias con una vinculación importante con la estabilidad financiera o la integridad de los mercados financieros de los Estados Miembros de la UE. El otro, de certificación, está previsto para ser utilizado por agencias pequeñas que no tienen previsto establecer filiales en la UE.

2 Las normas recogidas en el Reglamento están basadas, en gran medida, en los estándares de cumplimiento voluntario recogidos en el Código de Conducta para Agencias de *Rating* elaborado por IOSCO.

2.3 Perspectivas

Las previsiones de las principales instituciones internacionales indican que el descenso del crecimiento habría tocado fondo en los meses centrales de este año y que, con posterioridad, comenzará una recuperación gradual del crecimiento del PIB a escala mundial, aunque con tasas muy modestas, salvo en las economías emergentes. Una fuente de incertidumbre que afecta a las previsiones es su dependencia del efecto de las diferentes políticas y medidas de impulso adoptadas por los distintos gobiernos para sortear la recesión, que no pueden prolongarse de manera indefinida. La elección del momento para suspender o revertir dichas políticas reviste una elevada complejidad: una retirada antes de tiempo de las políticas de impulso podría volver a deprimir el crecimiento y un retraso sustancial podría generar un incremento excesivo en las tasas de inflación.

Aunque se puede vislumbrar algunos riesgos al alza sobre las previsiones, asociados al hecho de que los estímulos gubernamentales sean más efectivos de lo inicialmente previsto o a la posibilidad de que las entidades financieras resuelvan sus problemas de forma más rápida, lo cierto es que los riesgos a la baja son numerosos y significativos. Entre ellos destacan la posibilidad de que se produzca una atonía prolongada del mercado laboral, una pérdida de confianza asociada al deterioro de las finanzas públicas, un recrudecimiento de las presiones proteccionistas y la generalización de expectativas deflacionistas. Todo ello podría propiciar una reavivación de las turbulencias en los mercados financieros.

Las previsiones sobre la evolución macroeconómica nacional indican que el ajuste de la economía española irá perdiendo intensidad, pero que la recuperación será algo más lenta que en otras economías desarrolladas. Los riesgos fundamentales asociados al escenario previsto tienen que ver con la posibilidad de que se produzca un deterioro más profundo del mercado laboral, especialmente cuando las medidas adoptadas por el Gobierno comiencen a perder intensidad, con la posibilidad de que las finanzas públicas se deterioren por encima de lo previsto dando lugar a problemas de sostenibilidad de la deuda y, finalmente, con el hecho de que continúen las dificultades en algunas entidades financieras y experimenten problemas de recapitalización. En este sentido, la aprobación del FROB atenúa sensiblemente la relevancia de este último factor de riesgo.

Como en el resto de economías, las políticas de demanda prácticamente han agotado sus márgenes de maniobra y son las políticas de oferta las que deben tomar el protagonismo con el fin de impulsar la competitividad de la economía y elevar el PIB potencial de la misma.

Las previsiones de las principales instituciones apuntan hacia una recuperación del crecimiento mundial modesta, si bien la reversión o suspensión de las diferentes políticas expansivas introduce una elevada dosis de incertidumbre.

Los riesgos a la baja sobre las previsiones son numerosos. Entre ellos, destaca la posibilidad de que se produzca una atonía prolongada en el mercado laboral.

En el ámbito nacional, las previsiones indican que la recuperación será algo más lenta que en otras áreas geográficas y sus riesgos están asociados principalmente al deterioro más profundo del mercado laboral y/o de las finanzas públicas. El FROB atenúa los riesgos asociados al sector financiero.

Las políticas de oferta deben tomar el protagonismo.

3 La evolución de los mercados nacionales

3.1 Los mercados bursátiles

En lo que va de año¹⁰, especialmente desde el mes de marzo, los mercados financieros nacionales han mostrado síntomas de recuperación en línea con el resto de

¹⁰ La fecha de cierre del informe corresponde al 15 de septiembre.

Los mercados nacionales de renta variable han mostrado, desde marzo, alzas significativas en sus cotizaciones, descensos en la volatilidad y mejoras de la liquidez...

..., que han sido notables en las empresas financieras y en las relacionadas con la construcción. Los sectores más cíclicos han mostrado la peor evolución en lo que va de año.

Desde los mínimos alcanzados en los primeros meses del año, el Ibex 35 ha recuperado un 32% de su valor, aunque éste aún permanece cerca de un 22% por debajo del que tenía antes del inicio de la crisis.

los mercados internacionales, con alzas significativas en las cotizaciones bursátiles, descensos de la volatilidad y mejora de las condiciones de liquidez.

Así, el Ibex 35, que inició su recorrido alcista a mediados de marzo, repuntó un 25,2% en el segundo trimestre y un 18,4% en lo que va de tercero. La ganancia acumulada en 2009 (26,1%) es superior a la mostrada por las principales plazas internacionales de referencia a excepción del Nasdaq (véase cuadro 2). Los índices de las sociedades de pequeña y mediana capitalización se han revalorizado un 29,9% y un 19,5% respectivamente en lo que llevamos de año. Los índices FTSE Latibex Top y All Share han mostrado crecimientos muy superiores a lo largo de 2009 (48,4% y 65,2%, respectivamente), e iniciaron la recuperación un trimestre antes.

Las entidades financieras y las sociedades ligadas al sector de la construcción han liderado la recuperación de las cotizaciones (véase cuadro 7). También son notables las revalorizaciones en el sector de bienes industriales, de bienes de consumo discrecional y de seguros. Las pérdidas más significativas del año en curso se producen en los sectores más cíclicos, como el de bienes de consumo básico, en las empresas relacionadas con la producción y el suministro de fuentes energéticas (petróleo, gas y utilities) y en las sociedades inmobiliarias.

En el cuadro 8 se expone para cada componente del Ibex 35 en la fecha de elaboración de este informe el valor mínimo alcanzado por la cotización de cada sociedad desde el inicio de la crisis (se normalizan todos los valores haciendo su cotización igual a 100 el 31 de julio de 2007), el valor actual de la misma y, por diferencia, la recuperación desde dichos mínimos. Se observan varios resultados interesantes. En primer lugar, el Ibex 35, que alcanzó un mínimo de 46 puntos (es decir, llegó a perder un 54% de su valor desde el verano de 2007), mostraría en la actualidad cerca de 78 puntos, es decir, habría recuperado casi 32 puntos, pero su valor aún sería un 22% inferior al existente antes de comenzar la crisis.

Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español (%) CUADRO 7

Índices	2005	2006	2007	2008	I-09 ¹	II-09 ¹	III-09 (hasta 15 de septiembre)		
							% s/trim. ant.	% s/dic	% inter- anual
Ibex 35	18,2	31,8	7,3	-39,4	-15,0	25,2	18,4	26,1	6,4
Madrid	20,6	34,5	5,6	-40,6	-16,2	24,4	19,3	24,2	3,4
Ibex Medium Cap	37,1	42,1	-10,4	-46,5	-12,5	23,8	10,3	19,5	-5,2
Ibex Small Cap	42,5	54,4	-5,4	-57,3	-6,0	19,5	15,7	29,9	-13,4
FTSE Latibex All-Share	83,9	23,8	57,8	-51,8	16,6	27,6	11,0	65,2	0,7
FTSE Latibex Top	77,9	18,2	33,7	-44,7	6,4	27,5	9,4	48,4	-7,6
Sectores²									
Petróleo y gas	29,1	18,3	1,8	-30,8	-32,4	12,6	12,5	-14,4	-29,2
Químicas	176,1	-20,4	-58,4	-67,8	-15,5	13,2	14,2	9,3	-42,1
Materiales básicos	20,0	69,3	-17,2	-45,4	-20,9	37,6	21,0	31,7	3,1
Construcción y mat. de construcción	50,4	61,6	-12,0	-51,0	-7,9	28,6	7,7	27,5	-0,2
Bienes industriales y servicios	18,4	28,4	6,9	-41,9	-6,4	17,0	13,7	24,5	9,9
Salud	19,0	40,7	19,2	-45,0	-5,5	29,2	-1,4	20,4	-20,7
Utilities	27,2	42,0	18,5	-31,0	-23,6	1,5	14,5	-11,2	-21,2
Bancos	19,2	27,6	-4,5	-47,9	-23,4	48,8	25,7	43,2	10,2
Seguros	39,9	44,7	-13,3	-25,0	-32,6	41,6	27,1	21,3	1,4
Inmobiliaria	58,9	100,4	-42,6	-58,6	-36,3	-10,9	41,3	-19,7	-39,6
Servicios financieros	58,6	91,1	-35,6	-44,3	-9,6	31,3	7,5	27,5	4,5
Telecomunic. y medios de comunic.	-0,7	29,4	26,3	-31,4	-6,2	8,9	15,8	18,3	9,8
Consumo discrecional	24,8	21,2	-7,7	-39,2	-12,3	22,6	17,2	26,0	21,7
Consumo básico	19,0	12,9	6,9	-22,5	-19,4	2,3	11,9	-7,8	-23,4

Fuente: Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

2 Clasificación obtenida en Thomson Datastream.

Por entidades, se observa que los valores más reducidos en las cotizaciones a lo largo de la crisis se han producido, con carácter general, en sociedades pertenecientes a los sectores de la banca y de la construcción, con descensos superiores al 75% en muchos casos (Sacyr perdió casi el 85% de su valor y OHL el 80%). Por el contrario, las sociedades relacionadas con la industria energética y, sobre todo, las comunicaciones mostraron mínimos mucho más elevados. Entre las recuperaciones más importantes destacan las de los dos grandes bancos (Santander con 52 puntos y BBVA con 43 puntos), una entidad aseguradora (Mapfre con 47 puntos), dos sociedades industriales (Técnicas Reunidas con 50 puntos y Acerinox con 37 puntos) y una constructora (OHL). Sólo dos valores del Ibex 35 poseen cotizaciones superiores a las existentes con anterioridad al inicio de la crisis (Telefónica y Red Eléctrica Corporación).

Aunque sólo dos valores del Ibex 35 cotizan por encima de los niveles anteriores al inicio de la crisis, algunos de ellos han mostrado recuperaciones sustanciales en los últimos meses.

Evolución de la cotización de los componentes del Ibex 35 desde el inicio de la crisis

CUADRO 8

31/07/2007=100

Sociedad	Mínimo	Valor actual ¹	Recuperación desde el mínimo	Ponderación (%)
SACYR-Vallehermoso	15,6	36,3	20,6	0,4
OHL	20,6	57,7	37,1	0,3
Telecinco	22,2	43,9	21,8	0,3
Gas Natural	23,5	40,5	17,0	1,3
Grupo Ferrovial	24,3	39,6	15,3	0,7
Abengoa	24,5	59,1	34,5	0,4
Banco Popular	25,2	53,7	28,5	2,1
BBVA	25,8	68,6	42,8	11,7
Gamesa	26,8	54,3	27,4	1,0
FCC	27,5	42,1	14,6	0,6
Arcelor Mittal	27,8	61,3	33,5	1,0
Técnicas Reunidas	28,7	78,3	49,7	0,4
Acciona	29,1	50,7	21,7	1,2
Cintra	30,5	63,4	32,9	0,5
Banco Santander	30,8	83,1	52,2	22,4
Banesto	32,3	58,7	26,4	0,3
BME	32,3	60,1	27,8	0,5
Iberia	36,1	57,8	21,7	0,4
Banco de Sabadell	37,4	61,6	24,3	1,5
Iberdrola Renovables ²	38,8	65,2	26,4	0,7
Critería ²	39,0	65,7	26,7	1,2
Mapfre	40,6	87,4	46,8	0,8
Repsol	41,7	65,2	23,6	5,4
Acerinox	42,2	78,9	36,7	0,8
Iberdrola	43,3	63,8	20,6	8,5
Endesa	44,7	71,4	26,7	0,3
Bankinter	45,7	73,1	27,4	1,0
Abertis	49,1	77,6	28,6	2,2
Inditex	53,4	87,1	33,7	3,8
ACS	58,7	81,5	22,8	2,5
Enagás	60,9	80,3	19,5	0,9
Grifols	66,5	82,6	16,2	0,7
Indra	68,5	86,9	18,4	0,7
Telefónica	73,6	107,8	34,1	22,2
Red Eléctrica	81,6	100,7	19,1	1,2
Ibex 35	46,1	78,3	32,3	100,0

Fuente: Thomson Datastream, Sociedad de Bolsas y elaboración propia.

Las sociedades se han ordenado de menor a mayor según el valor mínimo alcanzado y se han sombreado las que han mostrado una recuperación superior a la del Ibex 35.

¹ Datos a 15 de septiembre.

² Las variaciones de Critería y de Iberdrola Renovables están calculadas desde el 10/10/2007 y el 13/12/2007, respectivamente.

La ratio precio-beneficios de las acciones españolas se vio impulsada por el repunte de las cotizaciones, con mayor intensidad que en la mayoría de referencias internacionales, ...

... favoreciendo la aproximación de la prima de riesgo de los activos de renta variable sobre la deuda pública a largo plazo a su valor promedio de los últimos años.

Por su parte, la volatilidad y las condiciones de liquidez del mercado han mejorado notablemente desde marzo.

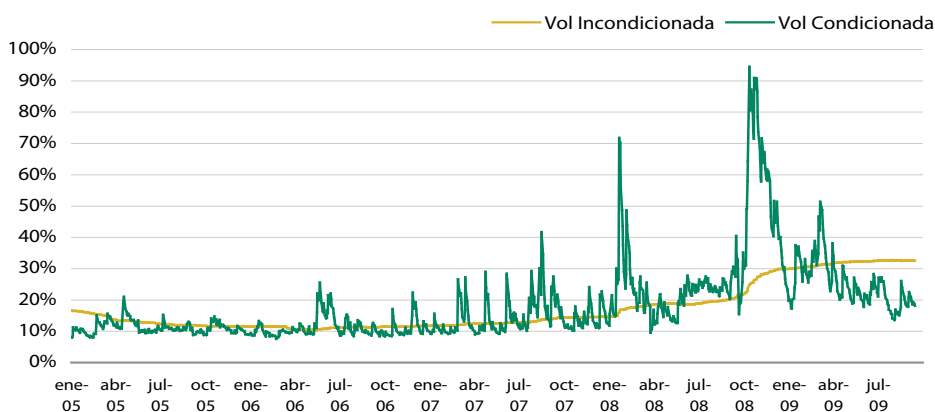
La ratio precio-beneficios (PER) de las acciones españolas aumentó intensamente desde el 8,2 a finales del primer trimestre hasta el 12,1 a mediados de septiembre, como consecuencia del repunte de sus precios. De esta forma, dicha ratio vuelve a valores de principios de 2008. El crecimiento fue mayor que el mostrado por las principales bolsas de referencia internacionales, si bien dicha ratio se sitúa por debajo de aquéllas, a excepción del Euro Stoxx 50.

El indicador que estima la prima de riesgo de los activos de renta variable sobre la deuda pública a largo plazo (*earning yield gap*) ha descendido sustancialmente en el segundo y tercer trimestre de este año, hasta el 4,4%, compensando en su totalidad el fuerte movimiento alcista que inició a mediados de 2008 y que le llevó al máximo de febrero (8,7%). Este movimiento, explicado principalmente por el aumento del PER, ha acercado el valor de la prima de riesgo a su media de los últimos años (4,4% desde 2005).

La volatilidad del mercado de renta variable español continúa su pauta de normalización después de los máximos alcanzados en octubre del ejercicio anterior, superiores al 90%, y se sitúa en valores ligeramente inferiores al 20% a mediados de septiembre (véase gráfico 6). Por su parte, la sensibilidad de la volatilidad de los rendimientos del índice de renta variable nacional ante descensos en los precios se ha mantenido en los mismos niveles que a finales del primer trimestre de 2009 (véase gráfico 7). También se observa una mejora notable desde marzo en las condiciones de liquidez del mercado de renta variable, medidas a través del spread *bid-ask*, cuyo promedio mensual se sitúa en valores similares a los existentes antes del inicio de la crisis financiera (véase gráfico 8).

Volatilidad histórica. Ibex 35

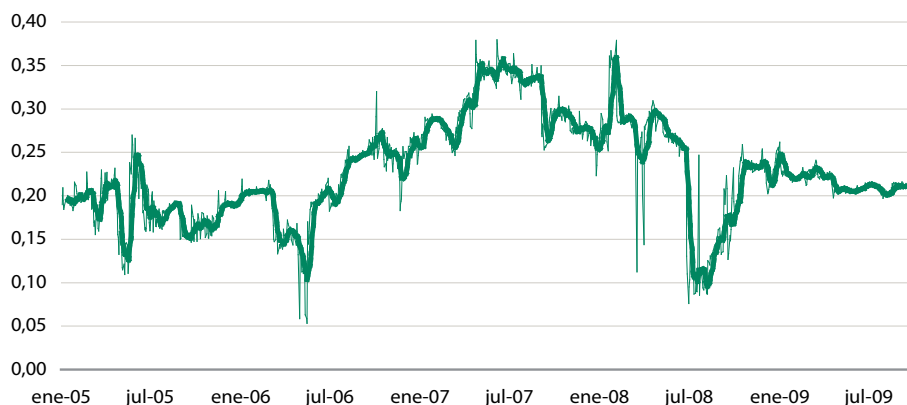
GRÁFICO 6



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 15 de septiembre.

Asimetría de la volatilidad del Ibex 35

GRÁFICO 7



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 15 de septiembre.

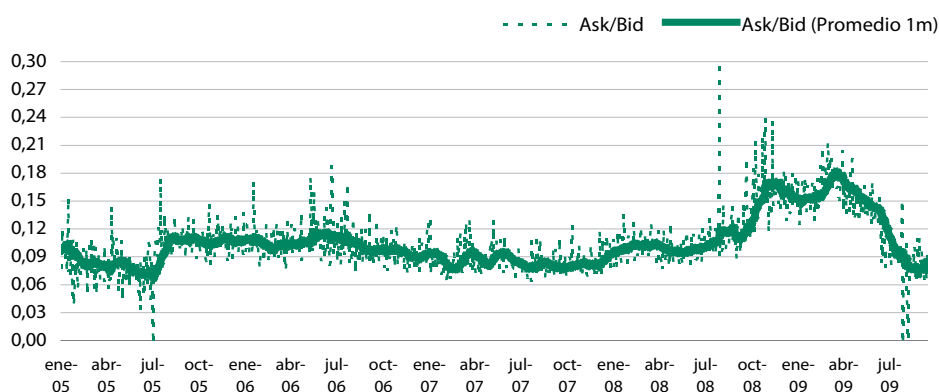
Se representa el parámetro que mide, en un modelo GARCH asimétrico (*), la sensibilidad de la volatilidad condicional a sorpresas negativas en los rendimientos.

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

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

Liquidez Ibex 35. Spread bid-ask (%)

GRÁFICO 8



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 15 de septiembre.

Tras un notable descenso a lo largo de 2008 y el primer trimestre de 2009, la contratación en el mercado bursátil español repuntó en el segundo trimestre de 2009 (en promedio diario) hasta los 3.639 millones de euros (desde los 2.931 millones de euros en el primer trimestre). En el tercer trimestre de 2009, volvió a mostrar una tendencia a la baja (especialmente desde agosto) que moderó la contratación diaria hasta niveles próximos a los 3.258 millones de euros¹¹. La ratio de rotación, calculada como el cociente entre la contratación y la capitalización (en el mercado continuo) está en sintonía con esta evolución.

La contratación en el mercado bursátil español repuntó en el segundo trimestre del año, tras los descensos mostrados en los últimos trimestres. En lo que va de tercer trimestre, registró una nueva caída, aunque mantiene niveles superiores a los de principios de año.

11 El promedio diario de contratación en el mercado bursátil fue de 6.590 millones de euros en 2007 y de 4.895 millones en 2008.

Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 9

Importes en millones de euros

	2005	2006	2007	2008	I-09	II-09	III-09 ¹
Total bolsas	854.145	1.154.294	1.667.219	1.243.387	184.654	225.638	179.193
Mercado continuo	847.664	1.146.390	1.658.019	1.235.330	183.367	224.385	178.220
Corros	5.899	5.318	1.154	207	19	27	12
de los que SICAV ²	4.864	3.980	362	25	7	3	7
MAB ³	-	1.814	6.985	7.060	1.178	1.109	883
Segundo Mercado	26	49	193	32	1	1	0
Latibex	557	723	868	758	89	115	78
Pro-memoria: contratación de no residentes (% s/ total bolsas)	57,4	58,4	61,6	65,5	61,7	n.d.	n.d.

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados desde el 1 de julio hasta el 15 de septiembre.

2 Sociedades de inversión de carácter financiero.

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

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

El entorno de normalización y recuperación de los mercados financieros no se ha traducido, por el momento, en una recuperación sustancial de las emisiones de renta variable.

Las señales de normalización de los mercados financieros y, concretamente, la recuperación de los precios bursátiles no se han traducido en un incremento notable de las emisiones de valores de renta variable. La reanudación de las emisiones de valores de las entidades (principalmente financieras) se ha centrado sobre todo en instrumentos de renta fija. Así, las emisiones de renta variable en lo que va de 2009 han ascendido a 9.072 millones de euros, lejos aún de las cifras de ejercicios anteriores a la crisis, aunque superiores a las registradas en los tres primeros trimestres del año pasado (7.150 millones de euros).

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta¹

CUADRO 10

	2005	2006	2007	2008	2009		
					I-09	II-09	III-09 ²
IMPORTE EFECTIVOS³ (millones de euros)	3.282	29.219	69.650	16.349	5.932	2.060	1.080
Ampliaciones de capital	3.125	26.760	67.582	16.340	5.932	2.060	1.080
De ellas, mediante OPS	0	645	8.503	292	0	0	0
Tramo nacional	0	303	4.821	292	0	0	0
Tramo internacional	0	342	3.681	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	157	2.459	2.068	10	0	0	0
Tramo nacional	55	1.568	1.517	10	0	0	0
Tramo internacional	102	891	551	0	0	0	0
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴	51	84	99	54	9	14	10
Ampliaciones de capital	49	75	90	53	9	14	10
De ellas, mediante OPS	0	8	8	2	0	0	0
De ellas, liberadas	16	20	19	18	1	3	4
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	14	12	2	0	0	0

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

2 Datos disponibles: 15 de septiembre de 2009.

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

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

Persiste incertidumbre sobre la sostenibilidad de la recuperación del mercado nacional de renta variable.

A pesar de la notable recuperación de las cotizaciones de los valores de renta variable, la incertidumbre que rodea la sostenibilidad de la misma es elevada, como lo demuestra la heterogeneidad de las previsiones que realizan los analistas. La debilidad de la contratación, a pesar de experimentar un crecimiento modesto en el segundo

trimestre del año, evidencia la fragilidad de la mejoría de este mercado, por lo que a corto plazo no se pueden descartar nuevos episodios de turbulencias, aunque de menor intensidad. La publicación de indicadores de actividad real que confirmen el cambio de tendencia del ciclo económico y la información acerca de los resultados de las sociedades cotizadas (especialmente financieras) correspondientes al segundo semestre serán relevantes para mantener la pauta de normalización de estos mercados.

3.2 Los mercados de renta fija

En los últimos meses, los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública y privada de los mercados nacionales han mantenido la senda descendente que muestran desde el cuarto trimestre de 2008 en línea con el tono marcadamente expansivo de la política monetaria del BCE. Sin embargo, el margen de maniobra es cada vez más reducido, de modo que los descensos desde marzo han oscilado entre los 50 y los 70 pb dependiendo del plazo. Así, en el ámbito de la deuda pública, los tipos de interés (en promedio) de las letras del Tesoro en agosto en los plazos de tres, seis y 12 meses fueron del 0,4%, 0,5% y 0,7%. En la renta fija privada, los tipos de interés en los mismos plazos fueron del 1,0%, 1,2% y 1,5%.

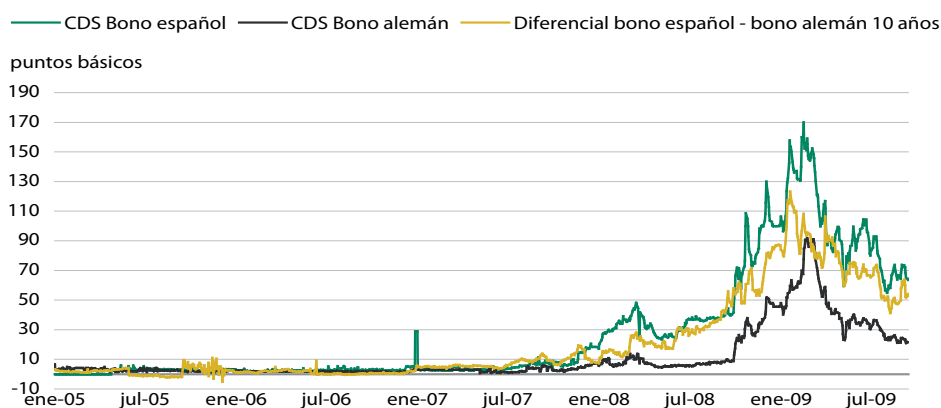
Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo también descendieron en el segundo y tercer trimestre de 2009 (salvo en el mes de junio), aunque con menor intensidad en los plazos más largos. Buena parte de este descenso se podría atribuir a la disminución de la percepción de riesgo de crédito sobre la economía española, como indica el retroceso sustancial del diferencial de tipos de interés entre el bono español y el bono alemán, que actualmente oscila por encima de los 50 pb desde el entorno de 80 pb de finales de marzo, y el notable recorte de la prima de riesgo del CDS del bono español (véase gráfico 9) de más de 50 pb, situándose por debajo de 70 pb. Otros factores que pueden contribuir al descenso de los tipos de la deuda pública a largo plazo están relacionados con la debilidad de la actividad económica nacional y las dudas sobre el momento y la intensidad de su recuperación, todo ello en un marco de ausencia de presiones inflacionistas.

Los tipos de interés a corto plazo continúan su evolución descendente en línea con el tono expansivo de la política monetaria del BCE. Sin embargo, el margen de caída es cada vez más reducido.

Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo descendieron en el segundo y tercer trimestre de 2009, debido principalmente a la disminución de la percepción de riesgo de crédito sobre la economía española y, en menor medida, a la debilidad de la actividad económica nacional y la incertidumbre sobre el inicio e intensidad de su recuperación.

Prima de riesgo de la deuda pública española¹

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 15 de septiembre.

Los tipos de interés de la deuda privada a largo plazo aumentaron en el segundo trimestre y descendieron ligeramente en el tercero, ...

En cambio, los tipos a más largo plazo de la deuda privada aumentaron en el segundo trimestre del año para descender ligeramente en el tercero. En conjunto, el promedio de los tipos de interés de la deuda a tres años pasó del 3,24% en marzo al 3,17% en septiembre, con sendos incrementos de 0,27 y 0,35 puntos porcentuales en los tipos a cinco y diez años en el mismo periodo, hasta el 4,27% y 5,11%, respectivamente (véase cuadro 11).

Tipos de interés de la renta fija privada¹

CUADRO 11

%

	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	sep-08	dic-08	mar-09	jun-09	sep-09
Corto plazo: pagarés de empresa ²									
3 meses	2,58	3,78	4,97	3,45	5,24	3,45	1,70	1,28	0,97
6 meses	2,74	3,91	4,91	3,54	5,45	3,54	1,86	1,52	1,23
12 meses	2,93	4,00	4,85	3,68	5,63	3,68	2,10	1,80	1,47
Medio y largo plazo ³									
3 años	3,15	4,04	4,59	3,79	5,39	3,79	3,24	3,40	3,17
5 años	3,48	4,14	4,65	4,17	5,48	4,17	4,00	4,46	4,27
10 años	3,89	4,26	4,94	4,73	5,65	4,73	4,76	5,24	5,11

Fuente: AIAF.

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

2 Negociados en el mercado AIAF de renta fija privada.

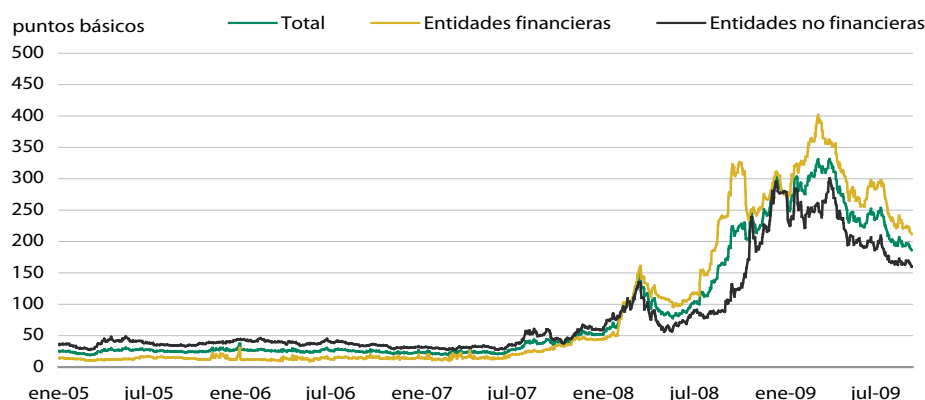
3 Bonos y obligaciones en operaciones a vencimiento negociados en el mercado AIAF.

... mientras las primas de riesgo de los CDS de los emisores españoles, tanto financieros como no financieros, mostraron una tendencia a la baja, similar a la experimentada en otros países.

Las primas de riesgo de los CDS de los emisores españoles mostraron una tendencia bajista similar a la observada en otras áreas geográficas. El promedio de las primas del conjunto de emisores, que alcanzó un máximo de 325 pb en marzo, se redujo hasta los 180 pb a mediados de septiembre, unos niveles similares a los existentes antes de la quiebra de Lehman Brothers, pero históricamente elevados. Los descensos fueron similares en las entidades financieras y en las no financieras.

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

GRÁFICO 10



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

1 Media simple.

Las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV alcanzaron un importe de 297 mil millones de euros en lo que va de 2009¹², ligeramente por debajo de los

12 Hasta el 15 de septiembre.

329 mil millones emitidos en el mismo periodo de 2008¹³. Aunque el volumen de emisiones es relativamente parecido en términos anuales, su composición muestra una variación notable. Así, la importancia relativa de las emisiones de pagarés de empresa y de bonos de titulización ha descendido sustancialmente (en conjunto suponen más del 70% de las emisiones frente al 94% de 2008), mientras que las de bonos y cédulas hipotecarias ha aumentado desde el 5% en 2008 hasta el 24% en lo que va de 2009. La emisión de bonos simples ha sido cercana a los 50 mil millones de euros, una cifra casi cinco veces superior al total emitido en 2008. Su dinamismo responde a una cierta reanimación de las emisiones de las entidades como consecuencia de la mejoría de sus condiciones de financiación y, sobre todo, a la concesión de avales públicos a emisiones de este tipo de instrumentos por parte de entidades financieras. De hecho, las emisiones avaladas han concentrado casi el 80% del total de las emisiones de bonos en el conjunto del año. Por su parte, el mercado de cédulas hipotecarias se ha visto estimulado desde principios de año tanto por el Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF) como, recientemente, por el programa de compra de este tipo de instrumentos por parte del Eurosistema. Estas emisiones ascienden a 22.569 millones de euros (7,6% del total) y superan los 14.300 millones de euros emitidos en el conjunto de 2008.

El volumen de emisiones de renta fija en lo que va de 2009 ha permanecido relativamente estable, aunque su composición ha variado sustancialmente. El peso relativo de los pagarés y los bonos de titulización ha disminuido a favor de los bonos simples y las cédulas hipotecarias, favorecidos por las diversas medidas de apoyo procedentes del Estado y las posibilidades de financiación que ofrece el Eurosistema.

Emisiones brutas de renta fija registradas¹ en la CNMV

CUADRO 12

	2005	2006	2007	2008	2009		
					I-09	II-09	III-09 ²
NÚMERO DE EMISIONES	263	335	334	337	111	180	88
Cédulas hipotecarias	21	37	32	47	31	11	9
Cédulas territoriales	3	6	8	8	0	1	0
Bonos y obligaciones no convertibles	93	115	79	76	31	106	47
Bonos y obligaciones convertibles/ canjeables	4	1	0	1	0	1	1
Bonos de titulización	54	82	101	108	21	26	12
Programas de pagarés	80	83	106	88	20	16	11
De titulización	3	3	3	2	0	1	0
Resto de pagarés	77	80	103	86	20	15	11
Otras emisiones de renta fija	1	0	3	0	0	0	0
Participaciones preferentes	7	11	5	9	8	19	8
IMPORTE NOMINAL (mill. de euros)	414.254	523.131	648.757	476.276	116.427	130.129	50.180
Cédulas hipotecarias	35.560	44.250	24.696	14.300	10.474	10.175	1.920
Cédulas territoriales	1.775	5.150	5.060	1.820	0	500	0
Bonos y obligaciones no convertibles	41.907	46.688	27.416	10.490	15.492	28.249	4.845
Bonos y obligaciones convertibles/ canjeables	163	68	0	1.429	0	300	200
Bonos de titulización	69.044	91.608	141.627	135.253	27.358	31.035	7.786
tramo nacional	28.746	30.886	94.049	132.730	27.358	28.484	6.581
tramo internacional	40.298	60.722	47.578	2.522	0	2.551	1.206
Pagarés de empresa ³	264.360	334.457	442.433	311.738	61.552	49.697	34.242
De titulización	2.768	1.993	465	2.843	1.334	1.227	799
Resto de pagarés	261.592	332.464	441.969	308.895	60.218	48.470	33.443
Otras emisiones de renta fija	89	0	7.300	0	0	0	0
Participaciones preferentes	1.356	911	225	1.246	1.550	10.173	1.187
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	11.079	27.361	47.158	12.950	8.484	5.571	1.082
Emisiones aseguradas	94.368	92.213	86.161	9.170	0	2.559	1.450

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

2 Datos disponibles: 15 de septiembre de 2009.

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

13 Cabe señalar el fuerte aumento del volumen de emisiones de renta fija en el exterior por emisores españoles. En los tres primeros trimestres de 2009 (con datos hasta el 15 de septiembre) la magnitud de dichas emisiones superó los 103 mil millones de euros, un 20,1% más que en el mismo periodo de 2008. Las emisiones de largo plazo ascendieron a 32,6 mil millones de euros y las de corto plazo a 70,8 mil millones de euros.

Recuadro 4: Cambios recientes en los contratos y en la convención de las primas de riesgo de crédito (CDS)

Un Credit Default Swap (CDS) es un contrato de compraventa de protección frente a un riesgo de crédito (evento de crédito) de una determinada compañía (entidad de referencia). El comprador se compromete a pagar una prima periódica hasta el vencimiento del contrato o hasta que se produzca el evento de crédito, en cuyo caso tiene el derecho de entregar al vendedor una obligación (bono o préstamo) emitida por la entidad de referencia a cambio de su valor nominal¹. El valor nocional de las primas de riesgo de crédito ha crecido progresivamente desde menos de 1 billón de dólares en 2001 hasta cerca de 40 billones de dólares en 2008 (con un máximo de algo más de 60 billones en 2007).

La crisis financiera ha permitido identificar algunas deficiencias en el funcionamiento de estos mercados, lo que ha generado un consenso sobre la necesidad de acometer reformas que supongan una mejora de su infraestructura. Así, resultaría conveniente la disminución del valor nocional de las posiciones pendientes, la reducción al máximo de los retrasos en la confirmación de las operaciones y, sobre todo, promover la compensación de posiciones en cámaras de contrapartida central (CCP).

Estos cambios requieren una mayor estandarización de los contratos. En este sentido, dos protocolos recientemente aprobados por la ISDA (International Swaps and Derivatives Association) pueden suponer un avance importante para la homogeneización de este tipo de instrumentos. El primer protocolo, conocido como Big Bang, entró en vigor el 8 de abril de este año y supuso cambios de ámbito global en los contratos de estos instrumentos y modificaciones en la convención de los CDS norteamericanos. El segundo protocolo, calificado como Small Bang, es una extensión del anterior y el producto de la necesidad de mantener en Europa la reestructuración de la deuda de una entidad de referencia con problemas de impago como evento de crédito, así como la aplicación de cambios en la convención de los CDS europeos, muy similares a los vistos en los CDS norteamericanos. Los cambios en los contratos entraron en vigor el 31 de julio y los cambios en la convención fueron implementados en Europa el 20 de junio.

Los cambios más importantes que introdujeron ambos protocolos fueron los siguientes:

Cambios globales en los contratos:

Big Bang	Small Bang
<p>1. Creación de Comités de Determinación regionales con capacidad para dictar resoluciones vinculantes sobre si un evento de crédito ha acontecido, en cuyo caso determina también si ha de celebrarse una subasta, los términos de la misma y la cesta de bonos elegible. Incluye doce representantes por el lado de los vendedores de protección, seis por parte de los compradores de protección y un representante de la ISDA. Se establece un comité en cada una de las siguientes zonas: América; Europa, Oriente Medio y África; Japón; Asia (ex-Japón) y Australia y Nueva Zelanda.</p>	<p>1. Liquidación mediante subastas en los eventos por reestructuración de deuda. Después de una reestructuración, sin necesidad de pronunciamiento por el Comité, cada contrato, en función de su vencimiento, se agrupa en una de nueve cestas con distintos vencimientos (0-2,5; 2,5; 5; 7,5; 10; 12,5; 15; 20 y 30 años). El Comité determina si para cada cesta se celebrará una subasta y las obligaciones de referencia asociadas, mientras que las partes del contrato deben elegir si lo accionan².</p>

- | | |
|---|---|
| <p>2. Predeterminación del mecanismo de subastas en la mayoría de contratos, excepto aquellos términos específicos que dependen de la particularidad del evento de crédito.</p> | <p>2. Capacidad decisoria del Comité de Determinación en tales eventos. Decide si un evento de crédito por reestructuración ha ocurrido o no. También determina los bonos o préstamos (activos de referencia en el CDS) que forman parte de cada cesta. Para ello, dispone de dos semanas después del evento de reestructuración.</p> |
| <p>3. Modificación de la fecha efectiva para accionar un evento de crédito, que deja de ser el siguiente día hábil a la fecha de la operación. En su lugar, para toda posición abierta en cualquier día, la protección comenzará 60 días antes de ese día en caso de un evento de crédito, y 90 días antes del mismo cuando ocurra un evento de sucesión.</p> | <p>3. Limitación del tiempo para accionar la liquidación de los contratos después de un evento de reestructuración. Compradores y vendedores de protección tendrán cinco días hábiles para accionar sus contratos. Si no lo hacen, no podrán acudir a otra subasta para accionar un posterior evento de crédito para esos mismos contratos.</p> |

Cambios en la convención de los CDS norteamericanos y europeos:

Big Bang: CDS norteamericanos	Small Bang: CDS europeos
<p>1. Cambio en los pagos periódicos (cupones o <i>spreads</i>). Los pagos periódicos realizados por el comprador de protección al vendedor de protección sobre el nominal del contrato cotizaban en la mayoría de CDS con exposición individual, de forma que el valor presente del CDS al comienzo del contrato fuese cero para el comprador y para el vendedor (par spread). Bajo la nueva convención, los cupones son fijados a 100 o 500 pb anuales con una prima por adelantado (<i>upfront fee</i>).</p>	<p>1. Los pagos periódicos se establecen como cupones fijos de 25, 100, 300, 500, 750 o 1000 pb anuales más una prima por adelantado. La razón principal de esta multitud de precios en Europa respecto a Norteamérica es producto de la mayor diversidad en la cotización de los CDS en Europa.</p>
<p>2. Las fechas elegidas para el pago de los cupones (y para la finalización de los contratos) son las del International Monetary Market (IMM): 20 de marzo, 20 de junio, 20 de septiembre y 20 de diciembre. Bajo la anterior convención, la fecha del pago del primer cupón dependía de la fecha de la operación.</p>	<p>2. Se adopta la convención norteamericana del pago completo del cupón del protocolo Big Bang para CDS norteamericanos.</p>
<p>3. Eliminación de la reestructuración de la deuda de la entidad de referencia como evento de crédito. La legislación de EEUU en materia de quiebras hace innecesario este tipo de evento. Se considera que los compradores de protección ya tienen adecuada protección a pesar de que en sus contratos no se incluya la cláusula de reestructuración de deuda como evento de crédito. De hecho, la mayoría de los CDS norteamericanos <i>high yield</i> se negocian sin esta cláusula.</p>	<p>3. La cláusula de reestructuración ante un evento de crédito seguirá siendo MMR (Modified Modified Restructuring) para <i>CDS europeos</i> corporativos y soberanos. La práctica totalidad de los contratos europeos se negocian actualmente bajo esta convención. Los distintos tratamientos en materia de bancarrotas corporativas en Europa y sus escasas semejanzas a las leyes federales de bancarrota de EEUU hacen que la reestructuración como evento de crédito sea necesaria para proteger apropiadamente a la rama compradora de un CDS europeo ante este acontecimiento.</p>

En general, estos dos protocolos suponen cambios importantes en la estructura operacional, de negociación y legal del mercado de CDS, favoreciendo la consistencia, estandarización y fungibilidad de los contratos y, en última instancia, la eficiencia del proceso de compensación en una CCP.

- 1 Cuando no dispone de ella, la liquidación se efectúa por diferencias, recibiendo el nominal contratado menos una tasa de recuperación predeterminada en el contrato o determinada vía subasta de la obligación de referencia.
- 2 De este modo, en esencia se mantiene la operativa que prevalecía bajo las antiguas convenciones en los contratos MMR (Modified Modified Restructuring), el estándar europeo, y MR (Modified Restructuring), el estándar norteamericano, que imponían limitaciones en las obligaciones que se podían entregar en caso de un evento de reestructuración con base en sus vencimientos. La convención MR era más restrictiva que la MMR en cuanto al conjunto de obligaciones que se podían entregar en caso de que ocurriera el evento.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero¹⁴

El patrimonio de los fondos de inversión moderó notablemente su ritmo de descenso en el primer semestre de 2009, hasta 167 mil millones de euros, un 5% inferior al patrimonio registrado en 2008. La caída tuvo su origen en los reembolsos efectuados por los partícipes, aunque estos fueron de menor cuantía que en trimestres anteriores.

El patrimonio conjunto de los fondos de inversión de carácter financiero finalizó el primer semestre del año en 167,2 mil millones de euros, lo que supone un descenso del 5% respecto al ejercicio anterior (véase cuadro 13). El patrimonio de los fondos de inversión acumula ocho trimestres consecutivos de caídas, aunque su ritmo de descenso se ha moderado notablemente (en 2008 cayó un 31%). La caída del patrimonio tuvo su origen en el volumen de reembolsos efectuados por los partícipes. Estos, sin embargo, fueron menos cuantiosos que en 2008, como consecuencia del descenso de su incertidumbre y del menor atractivo relativo de otras inversiones alternativas, especialmente de los depósitos. El valor de la cartera de los fondos retrocedió en el primer trimestre del año, pero en el segundo trimestre recuperó lo perdido como consecuencia de las revalorizaciones bursátiles. En el conjunto del semestre, la variación del valor de la cartera de los fondos fue positiva.

¹⁴ 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.

Principales magnitudes de los fondos de inversión

CUADRO 13

	2007	2008	2008	2008	2009	2009
Número			III	IV	I	II
Total fondos de inversión	2.926	2.912	2.932	2.912	2.830	2.735
Rta. fija ¹	600	629	616	629	631	612
Rta. fija mixta ²	204	195	195	195	193	190
Rta. vble. mixta ³	207	202	204	202	191	181
Rta. vble. euro ⁴	247	237	239	237	235	193
Rta. vble. interncal ⁵	357	330	347	330	304	271
Gar. rta. fija	251	260	255	260	249	253
Gar. rta. vble ⁶	590	590	600	590	586	610
Fondos globales	470	469	476	469	441	208
De gestión pasiva ⁷						69
Retorno absoluto ⁷						148
Patrimonio (millones de euros)						
Total fondos de inversión	255.040,9	175.865,3	197.305,6	175.865,3	168.829,3	167.161,0
Rta. fija ¹	113.234,1	92.813,1	100.931,9	92.813,1	91.473,0	86.711,3
Rta. fija mixta ²	13.011,9	5.803,0	7.175,8	5.803,0	5.282,6	5.421,8
Rta. vble. mixta ³	8.848,0	3.958,8	5.092,8	3.958,8	3.301,7	3.480,1
Rta. vble. euro ⁴	16.589,7	5.938,9	7.853,3	5.937,0	4.778,1	4.946,0
Rta. vble. interncal ⁵	13.948,1	4.254,7	6.231,9	4.256,6	3.808,8	4.108,3
Gar. rta. fija	17.674,4	21.150,3	20.968,0	21.281,7	20.952,0	21.664,1
Gar. rta. vble ⁶	42.042,1	30.873,7	33.782,8	30.742,4	29.433,3	29.120,6
Fondos globales	29.692,6	11.072,8	15.269,2	11.072,8	9.799,9	3.350,7
De gestión pasiva ⁷						2.714,5
Retorno absoluto ⁷						5.643,6
Partícipes						
Total fondos de inversión	8.053.049	5.923.346	6.520.089	5.923.346	5.626.786	5.498.325
Rta. fija ¹	2.763.442	2.204.652	2.389.795	2.204.652	2.145.607	2.067.091
Rta. fija mixta ²	493.786	277.629	319.445	277.629	247.833	241.097
Rta. vble. mixta ³	331.214	209.782	236.645	209.782	194.064	187.244
Rta. vble. euro ⁴	577.522	377.545	412.239	377.545	339.285	270.079
Rta. vble. interncal ⁵	800.556	467.691	526.696	467.691	431.575	419.928
Gar. rta. fija	549.108	538.799	552.515	538.799	525.387	540.428
Gar. rta. vble ⁶	1.715.144	1.402.948	1.513.064	1.402.948	1.339.367	1.339.321
Fondos globales	822.277	444.300	569.690	444.300	403.668	96.581
De gestión pasiva ⁷						91.738
Retorno absoluto ⁷						244.818
Rentabilidad⁸(%)						
Total fondos de inversión	2,63	-4,21	-0,79	-0,96	-0,32	2,43
Rta. fija ¹	2,68	2,06	0,48	0,45	0,23	0,55
Rta. fija mixta ²	2,01	-7,14	-1,29	-2,43	-1,51	3,48
Rta. vble. mixta ³	2,79	-22,21	-4,73	-9,02	-5,66	9,86
Rta. vble. euro ⁴	6,05	-39,78	-10,04	-17,45	-13,02	23,34
Rta. vble. interncal ⁵	1,31	-41,71	-11,95	-20,82	-6,60	20,08
Gar. rta. fija	2,80	3,29	0,80	1,45	1,14	0,94
Gar. rta. vble ⁶	2,46	-2,61	0,42	1,50	1,11	0,85
Fondos globales	1,58	-8,64	-2,17	-3,88	-1,33	4,90
De gestión pasiva ⁷						16,50
Retorno absoluto ⁷						1,54

Fuente: CNMV.

Con motivo de las modificaciones en la clasificación de las vocaciones de los fondos de inversión, que comenzó el 1 de abril de 2009, se han producido algunos cambios en los agregados que se mostraban en este cuadro:

- Hasta 1T09 incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, renta fija internacional y monetarios. Desde 2T09 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios.
- Hasta 1T09 incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.
- Hasta 1T09 incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.
- Hasta 1T09 incluye: Renta variable nacional y Renta variable euro. Desde 2T09 incluye Renta variable euro (que ya incluye RVN).
- Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EEUU, RVI Emergentes y RVI Otros. Desde 2T09: RVI.
- Hasta 1T09: GRV. Desde 2T09: GRV y Garantía Parcial.
- Nuevas categorías desde 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos Globales.
- Rentabilidad anual para 2007 y 2008 y rentabilidad trimestral no anualizada para los trimestres de 2008 y 2009.

El descenso del patrimonio se concentró fundamentalmente en las categorías de renta fija pura. Otros movimientos significativos en el patrimonio de algunas vocaciones fueron producto del reciente cambio de clasificación de las vocaciones de los fondos de inversión.

El descenso en el número de partícipes fue de menor intensidad que en trimestres precedentes ...

... mientras el número de fondos acusó un descenso más intenso, especialmente en las categorías de renta variable.

El seguimiento de la liquidez de los instrumentos que forman la cartera de los fondos de inversión se ha basado en tres tipos de actuaciones:...

...1) la cuantificación del volumen de activos de liquidez reducida, cuya importancia relativa (8,7% del patrimonio total de los FI) no ha mostrado grandes variaciones en el último semestre,...

En términos absolutos, los descensos más cuantiosos de patrimonio se produjeron en las categorías de renta fija pura (véase cuadro 13), que no se beneficiaron de los incrementos de precio de los instrumentos de renta variable y, además, sufrieron unos reembolsos netos en el primer semestre del año por un importe superior a los 5.500 millones de euros. La categoría de fondos globales también muestra una caída importante en su patrimonio, que tiene origen principalmente en el cambio de clasificación de las vocaciones de los fondos de inversión¹⁵. Actualmente, existe una nueva vocación de fondos (“de retorno absoluto”) que agrupa a fondos que anteriormente estaban clasificados como fondos globales. El patrimonio de esta nueva categoría de fondos de inversión era cercano a los 5.600 millones de euros al finalizar el primer semestre de 2009. Entre las ganancias de patrimonio más relevantes destaca la de los fondos garantizados de renta fija (cerca de 400 millones de euros en el semestre).

El número de partícipes de los fondos de inversión también continuó descendiendo, aunque con menos intensidad que en trimestres precedentes. Al finalizar el primer semestre de 2009, el número total de partícipes en fondos de inversión quedó ligeramente por debajo de los 5,5 millones, lo que supone 425 mil menos que a finales de 2008 (el descenso de partícipes en 2008 fue superior a los 2,1 millones).

El número de fondos de inversión descendió hasta los 2.735 al finalizar junio, lo que supone 177 fondos menos que en 2008. Este comportamiento tuvo su origen fundamentalmente en el elevado número de fusiones entre fondos producidas en el primer semestre de 2009, que ascendió a un total de 224. Con los inconvenientes derivados de las reclasificaciones de las vocaciones de los fondos ya comentados, se puede afirmar que las mayores caídas se han producido en las categorías de renta variable.

El seguimiento de la liquidez de los instrumentos financieros que componen las carteras de los fondos de inversión, que es prioritario en el marco de supervisión de la CNMV, se ha basado en tres tipos de actuaciones: cuantificación de los instrumentos menos líquidos de la cartera de los fondos, verificación de la idoneidad de la información que las sociedades gestoras ofrecen a sus partícipes y aseguramiento de la adecuación de las estructuras subyacentes en los fondos garantizados a las condiciones existentes en los mercados financieros (especialmente los de renta fija privada).

Las últimas estimaciones efectuadas indican que el volumen de activos de liquidez reducida en la cartera de los fondos de inversión ascendía a 14.584 millones de euros al finalizar el segundo trimestre de 2009, lo que supone casi 900 millones de euros menos que a finales de 2008. La importancia relativa de estos activos mostró variaciones muy leves (8,7% del patrimonio total de los fondos de inversión en junio de 2009, frente al 9,1% en marzo de 2009 y el 8,6% en diciembre de 2008). El 43% de estos activos menos líquidos correspondían a titulizaciones, el 31% era renta fija financiera de *rating* inferior a AA y el 24% era renta fija financiera de *rating* AAA/AA (véase cuadro 14). Además de la relativa estabilidad temporal de la magnitud de este tipo de instrumentos, destaca la disminución de su concentración en las gestoras que tenían mayores proporciones de activos menos líquidos.

La CNMV ha prestado especial atención, durante los últimos seis meses, a la idoneidad de la información que las gestoras han proporcionado a sus partícipes respecto a

15 Entró en vigor el 1 de abril de 2009.

su exposición a activos afectados por la crisis de liquidez, fundamentalmente en los informes periódicos (coincidiendo con la entrada en vigor de los nuevos contenidos para la información pública periódica de las IIC).

En el ámbito de los fondos garantizados, la CNMV ha impartido determinadas directrices a las gestoras, con el objetivo de asegurar la adecuación de las estructuras subyacentes en este tipo de fondos a las condiciones existentes en determinados segmentos de los mercados de renta fija privada. De esta manera, las entidades promotoras han optado por constituir, de manera adicional a la garantía aportada por un tercero, una garantía financiera pignoratícia en forma de depósito de efectivo o de valores de deuda pública. La eventual disposición de dicha garantía se produciría en el supuesto de que el fondo se viera obligado a vender ciertos activos y el valor de realización de los mismos fuese inferior a su valoración a efectos del cálculo del valor liquidativo del fondo. Ello constituye, en última instancia, una garantía adicional o suplementaria plenamente ejecutable y permite disminuir la volatilidad de estos fondos.

...2) la verificación de la idoneidad de la información que las gestoras ofrecen a sus partícipes y...

...3) el aseguramiento de la adecuación de las estructuras subyacentes en los fondos garantizados a las condiciones existentes en los mercados financieros.

Evaluación de la liquidez de los activos de los FI

CUADRO 14

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s. total de la cartera		
	nov-08	mar-09	jun-09	nov-08	mar-09	jun-09
Renta Fija Financiera de <i>rating</i> AAA/AA	456,8	3.062,6	3.504,4 ¹	2,9	18,3	19,0
Renta Fija Financiera de <i>rating</i> inferior a AA	4.520,6	4.639,2	4.504,1	35,1	40,4	37,4
Renta Fija no Financiera	128,7	396,3	260,7	3,1	8,9	5,4
Titulizaciones	10.351,7	7.309,3	6.314,4	88,4	81,1	78,6
Titulización AAA	8.183,7	5.291,8	4.491,1	86,7	79,5	76,3
Resto titulizaciones	2.168,0	2.017,5	1.823,3	95,3	85,6	84,9
TOTAL	15.457,8	15.407,5	14.583,6	34,9	36,9	33,6
% sobre patrimonio FI	8,6	9,1	8,7			

Fuente: CNMV.

1 De esta cantidad, 2.185 millones de euros corresponden a emisiones avaladas por el Estado.

Las perspectivas a corto plazo sobre la industria de la inversión colectiva son algo más favorables que en trimestres anteriores. A pesar de que el deterioro macroeconómico y financiero sigue mermando la disponibilidad de recursos para invertir, sí se observa una mayor preferencia por instrumentos de mayor riesgo en línea con el descenso de la incertidumbre de los agentes. Además, los depósitos bancarios, que a lo largo de los dos últimos años han detruido una cantidad notable de recursos de la industria de fondos de inversión debido a sus elevadas rentabilidades, ya no muestran estos tipos de interés tan elevados, por lo que resultan menos atractivos para el inversor. En este marco, en el que las condiciones de liquidez de los fondos de inversión no se han deteriorado, es razonable esperar que el ritmo de reembolsos continúe ralentizándose en los meses que restan de 2009.

En un entorno de menor aversión al riesgo y unas condiciones de liquidez más favorables, el ritmo de reembolsos podría seguir su pauta de ralentización en los meses venideros, en detrimento de la inversión en depósitos bancarios, con rentabilidades menos atractivas.

IIC inmobiliarias

La situación de las IIC inmobiliarias mantiene un cierto grado de complejidad como consecuencia del volumen de peticiones de reembolsos que siguen recibiendo. Las dificultades para atender dichos reembolsos aumentan en este tipo de IIC por su propia naturaleza (el tipo de activos en que invierten las hace menos líquidas) y por el entorno económico actual, caracterizado por un fuerte ajuste en el sector residencial.

El elevado volumen de reembolsos sigue complicando la actividad de las IIC inmobiliarias.

Algunas de ellas han tenido que modificar sus regímenes de reembolsos y otras han obtenido el respaldo de las entidades financieras matrices de las gestoras.

Prosigue el descenso del número, patrimonio y partícipes tanto en los fondos de inversión inmobiliaria (FII)...

...como en las sociedades de inversión inmobiliaria (SII).

Las perspectivas para este conjunto de IIC, sometidas a un grado elevado de incertidumbre, siguen condicionadas por la duración e intensidad del proceso de ajuste del mercado inmobiliario nacional.

El incremento de los reembolsos ha dado lugar a algunas modificaciones en los regímenes de reembolsos en algunas de ellas. En el primer semestre del año, dos fondos de inversión inmobiliaria (FII), uno de ellos de gran tamaño, solicitaron a la CNMV la suspensión de los reembolsos por falta de liquidez para atender las solicitudes recibidas. Otros fondos han evitado la suspensión de los reembolsos gracias al respaldo obtenido por las entidades financieras matrices de las sociedades gestoras de dichos fondos.

En este contexto, el número de FII era de ocho al finalizar el primer semestre de 2009, uno menos que en diciembre de 2008. El patrimonio de los FII se redujo hasta los 6.547 millones de euros, casi 860 millones menos que a finales del ejercicio anterior, y el número de partícipes descendió hasta algo menos de 90.000 (6.900 menos que en 2008). La rentabilidad de los FII se mantiene en terreno negativo (acumula tres trimestres de descenso) en línea con la evolución del precio de los activos inmobiliarios. No obstante, la rentabilidad del segundo trimestre de 2009 fue menos negativa que en los precedentes (véase cuadro 15).

Por su parte, el número de sociedades de inversión inmobiliaria (SII) se mantuvo en nueve a lo largo del primer semestre del año. Su patrimonio descendió hasta los 258 millones de euros en junio de 2009 (372 millones en 2008) y el número de partícipes quedó en 770 (937 a finales de 2008).

Las perspectivas a corto plazo para este conjunto de IIC siguen marcadas por un grado elevado de incertidumbre. El volumen de reembolsos podría ir desacelerándose a lo largo del año como en otras IIC, lo que beneficiaría especialmente a aquéllas que están sufriendo mayores dificultades de liquidez. Sin embargo, no es previsible que se produzcan entradas notables de recursos en estos fondos, al menos hasta que el mercado inmobiliario dé señales más claras sobre la finalización de su proceso de ajuste.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 15

	2005	2006	2007	2008	2008		2009	
					III	IV	I	II
FONDOS								
Número	7	9	9	9	9	9	9	8
Partícipes	118.857	150.304	145.510	96.361	135.307	96.361	95.284	89.461
Patrimonio (millones de euros)	6.476,9	8.595,9	8.608,5	7.406,9	8.166,7	7.406,9	6.758,1	6.547,2
Rentabilidad (%)	5,35	6,12	5,30	0,65	0,35	-1,71	-4,5	-1,23
SOCIEDADES								
Número	6	8	9	9	8	9	9	9
Partícipes	256	749	843	937	938	937	938	770
Patrimonio (millones de euros)	213,9	456,1	512,9	371,9	363,8	371,9	369,1	258,0

Fuente: CNMV.

IIC de inversión libre

Tras el intenso crecimiento del sector de la inversión libre desde su creación a finales de 2006, la industria inició en el tercer trimestre de 2008 una etapa de retroceso que es sustancialmente heterogénea entre las IIC de IIC de IL y las IIC de IL.

Tras la fuerte expansión del sector de la inversión libre desde su nacimiento a finales de 2006, las turbulencias de los mercados, las dificultades de acceso a la financiación, la iliquidez de algunas inversiones de estos fondos y las restricciones temporales en la operativa de ventas en corto dieron lugar a una etapa de retroceso en esta industria (en términos de patrimonio y de partícipes) que comenzó en el tercer trimestre de 2008. La evolución ha sido, no obstante, notablemente heterogénea entre las IIC de IIC de IL y las IIC de IL. Las primeras han sufrido con más intensidad el comportamiento negativo de algunas IIC extranjeras en las que habían invertido y,

adicionalmente, han sufrido reembolsos de elevada magnitud. Las segundas han retrocedido pero a un ritmo mucho menos intenso e, incluso, en el segundo trimestre de 2009 se ha observado un aumento en el número de patrimonio y de partícipes, derivado de las suscripciones netas positivas en este segmento de IIC.

Así, aunque el número de IIC de IIC de IL finalizaba el segundo semestre del año sin variación respecto a diciembre de 2008 (40 instituciones), 21 de ellas¹⁶ estaban en proceso de disolución al finalizar dicho semestre¹⁷ por recibir cuantiosas peticiones de reembolso y otras cinco habían notificado a lo largo del año al menos un hecho relevante por recibir peticiones de reembolso superiores al 20% de su patrimonio. El número de partícipes descendió desde los 8.516 a finales de 2008 hasta los 5.630 en junio de 2009. Las rentabilidades obtenidas por las IIC de IIC de IL, que habían sido muy negativas en el segundo semestre de 2008 por el mal comportamiento de las IIC extranjeras en las que habían invertido, se tornaron positivas en la primera mitad de 2009.

Por su parte, el número de IIC de IL era de 26 al finalizar el primer semestre de 2009 (dos más que a finales de 2008). De ellas, cinco estaban en proceso de liquidación y otras cuatro habían comunicado al menos un hecho relevante por recibir peticiones de reembolso superiores al 20% de su patrimonio. El número de partícipes ha oscilado entre 1.500 y 1600 desde hace un año y su patrimonio finalizó el primer semestre de 2009 en 480 millones de euros, frente a los 539 de diciembre de 2008. Lo más relevante es el incremento trimestral tanto del patrimonio como del número de partícipes en estos fondos en el segundo trimestre del año, que interrumpe la tendencia a la baja de los seis meses anteriores.

Las perspectivas para la industria de inversión libre son, por el momento, algo inciertas. El elevado número de instituciones en liquidación hace esperar un descenso sustancial de su patrimonio en lo que resta de ejercicio, especialmente en el ámbito de las IIC de IIC de IL. Una vez que finalice este proceso, los reembolsos podrían ralentizarse (como de hecho ya parece observarse en las IIC de IL) lo que, unido a la cierta normalización de los mercados financieros, podría evitar un retroceso mayor del sector en 2009 e incluso permitir una cierta expansión del mismo en 2010.

Las IIC de IIC de IL han sufrido con más intensidad el comportamiento negativo de algunas IIC extranjeras en las que habían invertido y, además, han sufrido reembolsos de elevada magnitud. Todo ello ha hecho que más de la mitad de estas IIC esté en proceso de disolución.

Las IIC de IL también han tenido que afrontar reembolsos sustanciales pero, en términos generales, su retroceso ha sido mucho menor. De hecho, en el segundo trimestre del año las suscripciones netas ya fueron positivas.

Aunque las perspectivas del sector son inciertas, es posible que la cierta normalización de las condiciones de los mercados evite un retroceso mayor del sector en 2009.

Principales magnitudes de las IIC de inversión libre

CUADRO 16

	2007				2008			2009
	IV	I	II	III	IV	I	II ¹	
IIC de IIC de inversión libre								
Número	31	38	39	41	40	40	40	
Partícipes	3.950	5.488	8.582	9.739	8.516	5.646	5.630	
Patrimonio (millones de euros)	1.000,0	1.129,6	1.389,6	1.427,5	1.021,1	775,2	759,8	
Rentabilidad ² (%)	1,22	-2,31	2,2	-7,56	-9,89	1,34	1,733	
IIC de inversión libre								
Número	21	25	23	25	24	26	26	
Partícipes	1.127	1.335	1.429	1.583	1.589	1.551	1.602	
Patrimonio (millones de euros)	445,8	546,3	603,9	597,7	539,4	451,4	480,0	
Rentabilidad ² (%)	-1,31	-1,95	1,48	-0,29	-3,59	-0,4	0,08	

Fuente: CNMV.

1 Dato de abril.

2 Rentabilidad trimestral no anualizada. La rentabilidad asignada al segundo trimestre de 2009 corresponde a la rentabilidad mensual del mes de abril trimestralizada.

16 Concentran cerca de una tercera parte del patrimonio de las IIC de IIC de IL de abril de 2009.

17 De ellos, 10 no habían adoptado el acuerdo de disolución pero sí lo habían comunicado a la CNMV.

Recuadro 5: Una comparativa entre la propuesta de Directiva europea sobre los gestores de fondos de inversión alternativa, los principios para la regulación de *hedge funds* de IOSCO y la regulación española

Aspectos principales de la propuesta de Directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativos

En el contexto de la crisis financiera actual, y a raíz de las distintas propuestas que están siendo debatidas en distintos ámbitos europeos e internacionales (Grupo Europeo para la Supervisión Financiera, G-20, IOSCO, Foro de Estabilidad Financiera), la Comisión Europea publicó el pasado 30 de abril de 2009 una propuesta de Directiva para armonizar los requisitos para las entidades que gestionan y administran fondos de inversión alternativos (FIA), cuyo objetivo principal es tener información para el seguimiento y control del riesgo sistémico. Los FIA son definidos como fondos que no están bajo la regulación de la Directiva 85/611/CEE (Directiva UCITS). Quedarían incluidos, por tanto, los *hedge funds*, los fondos de capital riesgo, los fondos inmobiliarios, los fondos de materias primas, los fondos de infraestructura y, en general, cualquier otro fondo que no cumpla la Directiva UCITS.

La propuesta de Directiva es de aplicación a los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA) y no a los FIA como tales. De este modo, los GFIA deberán obtener autorización por parte de su autoridad competente y deberán contar con mecanismos de control y gestión de riesgos, de normas de conducta, de valoración y salvaguarda de activos y unas obligaciones de transparencia tanto hacia sus inversores como hacia su autoridad competente. Además, se exigen requisitos específicos para determinados GFIA que gestionen FIA apalancados y los que adquieran participaciones de control en sociedades.

La propuesta de Directiva permite que un GFIA autorizado en su Estado Miembro de origen pueda comercializar sus FIA a inversores profesionales (según la definición establecida en la MiFID) en cualquier otro Estado Miembro de la UE. No obstante, la propuesta de Directiva no otorga derechos en relación con la comercialización de FIA a inversores minoristas, quedando dicha comercialización sujeta a la regulación nacional de cada Estado Miembro. Asimismo, se permite que los GFIA puedan gestionar FIA establecidos en otros Estados Miembros (pasaporte de la gestora).

También se prevé que los GFIA establecidos en la UE puedan gestionar y comercializar FIA domiciliados en terceros países (fondos *offshore*) en un plazo transitorio de tres años desde la fecha límite de la transposición de la Directiva. Asimismo, y también con el periodo anteriormente señalado, se podrán autorizar a GFIA establecidos en Estados no miembros de la UE a comercializar sus fondos siempre que el marco regulatorio y los acuerdos entre supervisores con dicho Estado no miembro sean equivalentes a los que establece la propuesta de Directiva y los GFIA europeos gocen de un acceso comparable al mercado de dicho tercer Estado.

Regulación actual en España de los GFIA e impacto de la propuesta de Directiva

La mayoría de medidas que recoge la propuesta de Directiva en relación con la gestión de *hedge funds* ya están vigentes en España, a través del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre. Los requisitos concretos para las gestoras de *hedge funds* se establecieron en la Circular 1/2006, de 3 de mayo, de la CNMV, sobre instituciones de inversión colectiva de inversión libre y, en determinados aspectos, son más exigentes que los que prevé la propuesta de Directiva.

También existe una regulación española sobre los fondos de capital riesgo y su gestión (Ley 25/2005, de 24 de noviembre). No obstante, es preciso señalar que la propuesta de Directiva va más allá en cuanto a determinadas obligaciones de transparencia de las gestoras de capital riesgo, obligaciones que no están actualmente en vigor en España.

Lo que sí constituye una verdadera novedad para la regulación española es la posibilidad de que los GFIA españoles (SGIIC y SGECR) puedan gestionar FIA establecidos en otros Estados Miembros de la UE o en terceros Estados. Asimismo, también es novedosa la posibilidad de la libre comercialización en España de FIA domiciliados en otros Estados Miembros de la UE a inversores profesionales sujeta únicamente al procedimiento de notificación a la autoridad competente de origen. De igual modo, también los FIA españoles podrán ser libremente comercializados en cualquier otro Estado Miembro de la UE con la previa notificación a la autoridad competente española.

Principios para la regulación de *hedge funds* de IOSCO

IOSCO publicó en junio de 2009 un informe sobre la industria de *hedge funds* que recoge los seis principios fundamentales que deberían guiar, a su juicio, a los reguladores de cada país para legislar de forma armonizada los riesgos regulatorios y sistémicos del sector. Estos principios han sido elaborados por un grupo de trabajo creado el pasado noviembre por el G-20.

Según este grupo de trabajo, los *hedge funds* y/o las gestoras de *hedge funds* deberían estar registradas obligatoriamente. Estas entidades tendrían que cumplir con una serie de requisitos normativos relacionados con los estándares organizativos y operacionales; los conflictos de interés y otras reglas de conducta; la transparencia informativa a los inversores y la regulación prudencial.

Además, los prime brokers y los bancos que proporcionan liquidez a los *hedge funds* también deberían estar registrados de forma obligatoria y tendrían que implementar sistemas de gestión de riesgo y controles para monitorizar su exposición al riesgo de contraparte con los *hedge funds*. Tanto los *hedge funds* como los prime brokers tendrían que proveer a los reguladores de la información relevante en términos de riesgos sistémicos, lo que incluye la identificación, el análisis y la disminución de los mismos.

IOSCO también recomienda a los reguladores que fomenten y tengan en cuenta el desarrollo, implementación y convergencia de las buenas prácticas de la industria cuando sea conveniente. Asimismo, los reguladores deberían cooperar y compartir información entre sí para facilitar la supervisión eficiente y efectiva de la industria desde una perspectiva global y para ayudar a identificar los riesgos sistémicos, la integridad del mercado y otros riesgos que pueden surgir de las actividades o exposiciones de los *hedge funds* en sus actividades transfronterizas.

Todos estos principios generales promulgados por IOSCO se recogen tanto en la propuesta de Directiva (lo que está dentro de su ámbito de aplicación), como en la regulación española al respecto.

4.2 Empresas de servicios de inversión

Las empresas de servicios de inversión están operando en un entorno algo menos complejo que, por el momento, no ha propiciado un giro sustancial en sus cuentas de resultados...

...aunque sí se percibe un deterioro menor en algunas de las comisiones que obtienen.

Los beneficios agregados antes de impuestos obtenidos por las sociedades de valores en el primer semestre del año (176 millones de euros), fueron un 42% menores que los del año precedente...

...como consecuencia de la moderación de las comisiones percibidas y los menores resultados por inversiones financieras. Se incrementó el deterioro de las comisiones asociadas a la contratación en los mercados y a la comercialización de IIC, pero se moderó la caída de las comisiones asociadas a la colocación y el aseguramiento de emisiones.

El deterioro de la cuenta de resultados de las agencias de valores fue aún mayor, ya que la caída de los ingresos ha sido de tal magnitud que apenas pueden cubrir los gastos de explotación de estas entidades.

Las empresas de servicios de inversión (ESI), que realizan diversas funciones relacionadas con los mercados de valores, han comenzado a operar en un entorno menos complejo como consecuencia de la cierta normalización de las condiciones en los mercados financieros. A pesar de ello, sus cuentas de resultados agregadas no han mostrado, en términos generales, un giro sustancial respecto al patrón de los últimos trimestres. Únicamente se aprecia una cierta ralentización en el ritmo de deterioro de algunos ingresos.

La debilidad de la contratación en los mercados financieros en los primeros meses del año y la atonía de la industria de IIC continúan repercutiendo negativamente en las dos principales fuentes de ingresos de estas entidades. En el caso de las sociedades de valores, el incremento de las emisiones en los mercados primarios, especialmente de las emisiones avaladas de entidades financieras, ha moderado el ritmo de caída de los ingresos por colocación y aseguramiento de emisiones, pero su variación interanual se mantiene en terreno negativo.

Los beneficios agregados antes de impuestos de las sociedades de valores ascendieron a 176,4 millones de euros en los seis primeros meses de 2009, lo que supone un 41,5% menos que en el mismo periodo de 2008¹⁸. El descenso tuvo origen en la notable caída del margen bruto (-62,8%) que respondió a la moderación de las comisiones percibidas (-21,7%) y a los menores resultados por inversiones financieras¹⁹ (véase cuadro 17). Los gastos de explotación descendieron con menos intensidad (-21,7%).

En el conjunto de comisiones percibidas por estas entidades destaca la moderación de los ingresos por tramitación y ejecución de órdenes, que en los seis primeros meses del año quedaron en 274,3 millones de euros (-20,2% interanual) y de los ingresos por comercialización de IIC, que ascendieron a 27,5 millones de euros (un 50,5% menos que en el mismo periodo de 2008). Con todo, la importancia relativa de los primeros sigue siendo muy elevada, ya que suponen el 70% de las comisiones totales percibidas por estas entidades. Las comisiones percibidas por colocación y aseguramiento de emisiones ascendieron a 21,6 millones de euros, lo que supone un descenso del 14% respecto a 2008. El ritmo de deterioro de estas comisiones parece haberse ralentizado como consecuencia del mayor dinamismo de las emisiones en los mercados primarios. Finalmente cabe señalar el elevado importe de las comisiones obtenidas por asesoramiento en materia de inversión²⁰, que en el primer semestre del año alcanzó los 28,6 millones de euros.

El deterioro de la cuenta de resultados de las agencias de valores es significativamente mayor que el de las sociedades. El beneficio agregado de estas entidades en los seis primeros meses de 2009 prácticamente se anuló (144.000 euros), frente a los casi 16 millones de euros del primer semestre del ejercicio anterior. El margen bruto

18 Las estadísticas que se presentan para las ESI de 2009 no son completamente comparables respecto a las cifras de 2008, debido al cambio contable introducido en las mismas a partir de diciembre de 2008. Este cambio se deriva de la entrada en vigor de la Circular 7/2008, de 26 de noviembre, de la CNMV para adaptar los cambios contables de las ESI al nuevo marco contable establecido en el Plan General de Contabilidad.

19 Estos resultados no son completamente comparables con la antigua partida "Beneficios netos en valores", ya que su contenido ha sido modificado en virtud de los nuevos criterios de valoración.

20 La comparativa interanual no es posible por razones de cambio contable.

agregado quedó ligeramente por encima de los 65 millones de euros en el primer semestre del año (-25,5% interanual), muy poco por encima de los casi 62 millones de euros que suponen los gastos de explotación. Los gastos por amortizaciones, dotaciones e impuesto de sociedades redujeron el resto del resultado hasta el valor ya comentado.

Las comisiones percibidas por las agencias de valores ascendieron a 72,3 millones de euros, lo que supone un retroceso del 24,0% respecto al mismo periodo de 2008. A pesar de que los ingresos agregados por todos los conceptos presentados en el cuadro 17 presentan descensos interanuales de cierta cuantía, es preciso comentar algunas diferencias observadas con respecto a las sociedades de valores. Así, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes descendieron un 11,1% en el primer semestre del año, lo que contrasta con la caída superior al 51% del conjunto de 2008. También se ha reducido el ritmo de deterioro de las comisiones por comercialización de IIC (-42,7% en el primer semestre de 2009 frente a -57,4% de 2008). Por el contrario, las comisiones asociadas a las emisiones en los mercados primarios se deterioraron con mayor fuerza. Los ingresos por gestión de carteras ascendieron a 9,3 millones de euros. Su ritmo de descenso se mantiene estable.

Las comisiones percibidas por estas entidades se retrocedieron un 24% respecto al año anterior, si bien sus patrones de deterioro mostraron diferencias sustanciales respecto a las sociedades de valores.

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (jun-09¹)

CUADRO 17

Importe en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	jun-08	jun-09	% var.	jun-08	jun-09	% var.
1. Margen de intereses	22.373	98.211	339,0	6.039	1.679	-72,2
2. Comisiones netas	368.472	263.558	-28,5	82.530	63.582	-23,0
2.1. Comisiones percibidas	501.817	393.081	-21,7	95.111	72.250	-24,0
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	343.910	274.323	-20,2	33.728	30.001	-11,1
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	25.112	21.567	-14,1	3.010	1.081	-64,1
2.1.3. Depósito y anotación de valores	11.477	7.911	-31,1	394	166	-57,9
2.1.4. Gestión de carteras	9.893	4.858	-50,9	11.966	9.284	-22,4
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	12.781	28.642	124,1	1.550	1.033	-33,4
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	9	6	-33,3	0	0	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	7	10	42,9	0	3	-
2.1.8. Comercialización de IIC	55.621	27.509	-50,5	17.156	10.010	-41,7
2.1.9. Otras	43.007	28.256	-34,3	27.307	20.673	-24,3
2.2. Comisiones satisfechas	133.345	129.523	-2,9	12.581	8.668	-31,1
3. Resultado de inversiones financieras	973.352	51.163	-94,7	-926	102	-
4. Diferencias de cambio netas	-252.335	-5.750	97,7	-230	113	149,1
5. Otros productos y cargas de explotación		6.132	-		-382	-
MARGEN BRUTO	1.111.862	413.314	-62,8	87.413	65.094	-25,5
6. Gastos de explotación	236.825	185.524	-21,7	73.205	61.891	-15,5
7. Amortizaciones y otras dotaciones	23.822	5.143	-78,4	4.226	1.249	-70,4
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros ²	573.826	36.436	-93,7	437	16	-96,3
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	277.389	186.211	-32,9	9.545	1.938	-79,7
9. Otras ganancias y pérdidas	24.322	11.395	-53,1	6.374	110	-98,3
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	301.711	197.606	-34,5	15.919	2.048	-87,1
10. Impuesto sobre sociedades	0	21.165	-	0	1.904	-
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	301.711	176.441	-41,5	15.919	144	-99,1
11. Resultado de actividades interrumpidas		0	-		0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	301.711	176.441	-41,5	15.919	144	-99,1

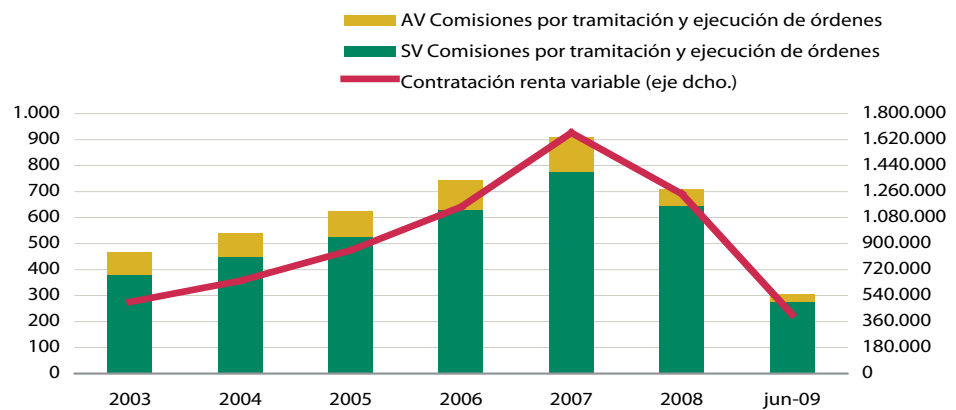
Fuente: CNMV.

- 1 Salvo una entidad de la que únicamente se disponía de datos de mayo en la fecha de elaboración del informe.
- 2 En 2008, se ha incorporado en esta celda el importe de la partida "Pérdidas netas por provisiones por minusvalías".

Comisiones percibidas por las ESI por tramitación de órdenes frente a contratación en los mercados nacionales de renta variable

GRÁFICO 11

(millones de euros)



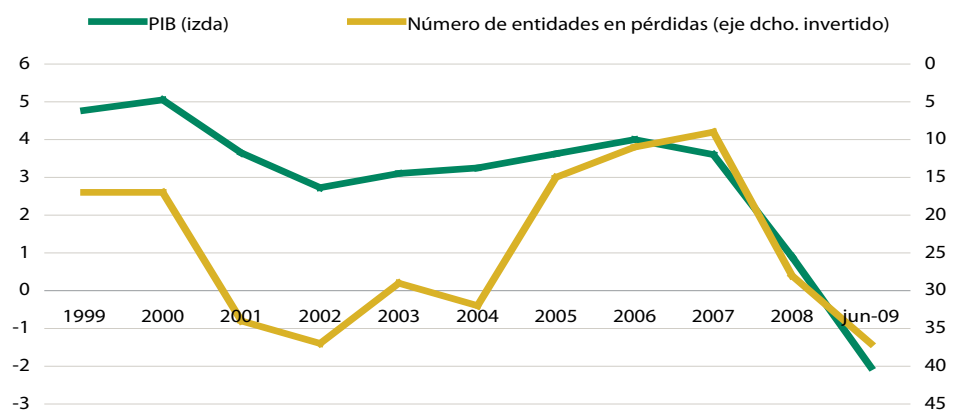
Fuente: CNMV. Datos de 2009 agregados desde enero hasta junio.

El deterioro de la actividad de prestación de servicios de inversión ha dado lugar a un incremento notable del número de entidades en pérdidas desde diciembre de 2007...

El deterioro de la actividad de prestación de servicios de inversión propició un aumento progresivo del número de ESI en pérdidas desde diciembre de 2007 (cuando había dos entidades en dicha situación) hasta el primer trimestre de 2009 (con 44 entidades). En el segundo trimestre de 2009 se detuvo dicha tendencia, pues el número de entidades en pérdidas se redujo hasta 37²¹ (de un total de 109), que correspondían a 23 agencias de valores, 12 sociedades de valores y dos sociedades gestoras de cartera. El volumen agregado de las pérdidas de estas entidades representaba el 7,3% de los resultados agregados de las ESI (4,1% en diciembre de 2008 y 12,0% en marzo de 2009).

Número de ESI en pérdidas y PIB (% var. anual)

GRÁFICO 12



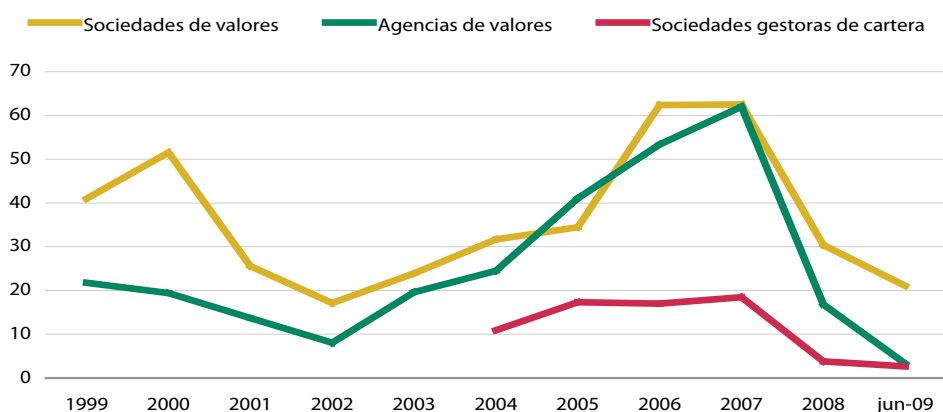
Fuente: CNMV e INE. El dato de PIB del segundo trimestre corresponde al promedio de las tasas interanuales de los cuatro últimos trimestres.

21 En la fecha de elaboración de este informe no estaba disponible la información de una entidad.

ROE antes de impuestos

GRÁFICO 13

Sociedades, agencias de valores y sociedades gestoras de cartera



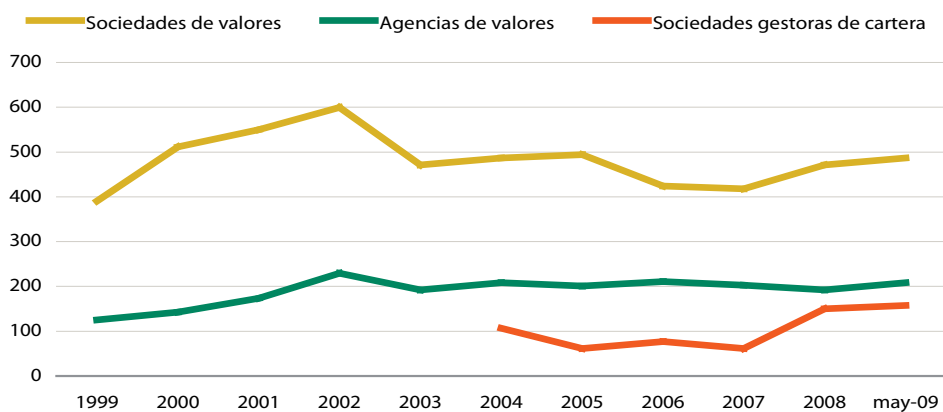
Fuente: CNMV y elaboración propia. Las rentabilidades de junio de 2009 están anualizadas.

En este marco de descenso de la actividad de las ESI, las ratios de rentabilidad agregada sobre recursos propios (ROE) de estos intermediarios financieros se deterioraron nuevamente en el primer semestre de 2009 como consecuencia del notable descenso de los resultados y también del fortalecimiento de sus recursos propios (véase gráfico 13). Así, el ROE agregado de las sociedades de valores descendió desde el 30,4% en diciembre de 2008 hasta el 21,1% en junio de 2009. La moderación de la rentabilidad fue aún mayor en el caso de las agencias de valores, que pasó desde el 16,8% hasta el 3,3% en los mismos periodos.

...y a un descenso notable en las rentabilidades obtenidas por estas entidades.

Margen de solvencia de las ESI (exceso de recursos propios computables sobre los recursos propios exigibles, %)

GRÁFICO 14



Fuente: CNMV y elaboración propia.

La posición de solvencia de las ESI se ha visto ligeramente fortalecida en los últimos trimestres ya que las entidades que han obtenido beneficios han destinado la mayor parte de los mismos a reforzar sus recursos propios mediante la constitución de reservas. Así, los recursos propios de las sociedades de valores eran casi seis veces superiores a los recursos propios exigibles en mayo de 2009 (gráfico 14) y algo más de tres veces en las agencias de valores. Únicamente dos entidades (agencias de valores no miembros de bolsa) presentaban déficit de recursos propios. El número de entidades con márgenes de solvencia más ajustado (inferior al 50%) disminuyó desde 10 en diciembre de 2008 hasta 7 en mayo de 2009.

Por el contrario, su posición de solvencia se ha visto ligeramente favorecida debido a la política de reforzamiento de los recursos propios mediante la constitución de reservas.

Las perspectivas para estas entidades en los próximos meses son algo más favorables como consecuencia del incremento de las cotizaciones y de las emisiones en los mercados de renta fija financiera, aunque no se descarta que algunas de ellas puedan experimentar ciertas dificultades.

Las perspectivas a corto plazo para este conjunto de entidades son algo menos desfavorables que en trimestres anteriores, como consecuencia de la recuperación cotizaciones en los mercados de renta variable y del incremento de las emisiones en los mercados de renta fija financiera. La reducción del número de entidades en pérdidas apuntaría en esta misma dirección. Además, las entidades continúan estando bien capitalizadas en términos generales por lo que, por el momento, están en buenas condiciones para afrontar un periodo relativamente prolongado de pérdidas. Sin embargo, en una industria notablemente heterogénea, es posible que ante un deterioro adicional del marco en el que operan estas entidades algunas de ellas puedan experimentar mayores dificultades en el desarrollo de su negocio.

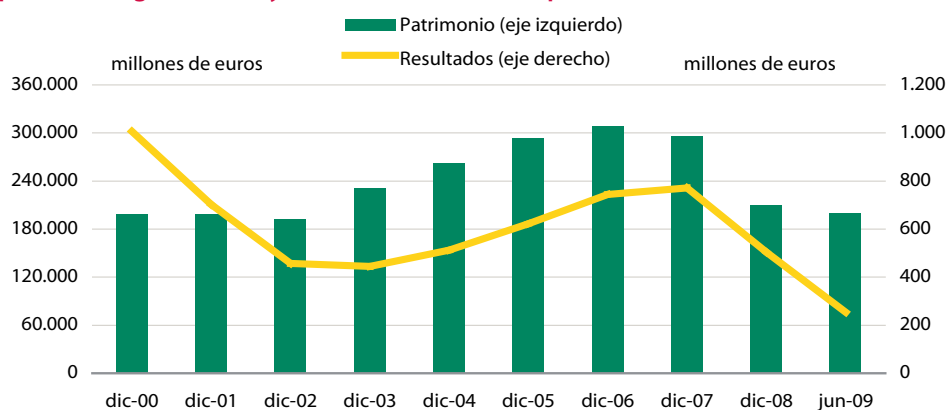
4.3 Sociedades gestoras de IIC

El patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC continuó a la baja en el primer semestre del año (aunque el descenso fue de mucha menor cuantía que en trimestres previos)...

Los datos agregados de las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) correspondientes al primer semestre de 2009 indican que el patrimonio conjunto gestionado por estas entidades²² ascendía a algo más de 199 mil millones de euros en dicha fecha. Esta magnitud supone un retroceso de 9.600 millones de euros respecto a la cifra de diciembre de 2008, si bien es de mucha menor cuantía que en trimestres previos (el descenso del patrimonio gestionado por estas instituciones cayó en casi 87 mil millones de euros en el conjunto de 2008). Tras tres ejercicios de descenso, el patrimonio gestionado por las SGIIC ha retornado a los niveles existentes al principio de la década (véase gráfico 15).

Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado y resultados antes de impuestos¹

GRÁFICO 15



Fuente: CNMV.

1 Resultados de 2009 anualizados.

...dando lugar a una caída notable en los beneficios agregados percibidos por estas entidades...

Como consecuencia de la moderación del patrimonio gestionado, se produjo un descenso en los ingresos percibidos por la gestión de las IIC, que dio lugar a una caída sustancial en el beneficio agregado de estas entidades. El resultado antes de impuestos agregado (anualizado) en la primera mitad de 2009 alcanzó los 253 millones de euros, aproximadamente la mitad de lo que obtuvieron en el conjunto de 2008 (véase cuadro 18). El número de SGIIC en pérdidas creció desde 34 a finales de 2008 hasta 39 en junio (de un total de 120 SGIIC).

22 En la fecha de elaboración de este informe no estaba disponible la información de tres sociedades gestoras.

La rentabilidad agregada sobre fondos propios cayó desde el 34% de 2008 hasta el 17,3% en el primer semestre de 2009 (en términos anuales) como consecuencia del notable descenso de los resultados. El nivel de fondos propios permaneció estable en este periodo, tras el significativo aumento de 2008.

Dadas las perspectivas existentes para la evolución del patrimonio de las IIC gestionadas (con expectativas de mantenimiento o de ligera reducción), podría esperarse que el número de SGIIC en pérdidas se mantenga en los niveles actuales, consolidando cierto exceso de capacidad en el sector. Tal circunstancia, unida a la posible reestructuración en el mapa de entidades de crédito (en cuyos grupos se integran casi la mitad de las gestoras), y a la eventual utilización del pasaporte comunitario a la actividad de gestión de IIC por parte de los grupos extranjeros con presencia en España, hacen que no resulte descartable un proceso de reestructuración del sector de SGIIC en los próximos años.

...y, finalmente, a un retroceso sustancial en su rentabilidad.

No es descartable que la consolidación del exceso de capacidad en el sector (derivado de las expectativas sobre el patrimonio gestionado), unida a decisiones estratégicas de sus matrices, se traduzca en los próximos ejercicios en una cierta reestructuración del sector.

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 (%)
2001	701,7	72,9
2002	457,1	50,1
2003	445,4	50,1
2004	512,2	57,3
2005	622,8	66,2
2006	744,0	68,9
2007	771,1	60,5
2008	503,5	34,0
jun-09 ¹	253,5	17,3

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 ²	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) ¹
2001	198.115	2.465	1,24	65,8
2002	192.099	2.259	1,18	72,7
2003	231.458	2.304	1,00	73,8
2004	262.132	2.670	1,02	73,6
2005	293.973	2.976	1,01	72,2
2006	308.476	3.281	1,06	71,5
2007	295.922	3.194	1,08	70,5
2008	209.020	2.302	1,10	70,8
jun-09	199.397	1.675	0,84	70,2

Fuente: CNMV.

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

2 Los datos de 2009 están anualizados.

4.4 Otros intermediarios: capital riesgo

El número de entidades de capital riesgo registradas en la CNMV continuó aumentando a lo largo de 2009.

Según el registro de entidades de capital riesgo (ECR) de la CNMV, desde final de 2008 hasta el 31 de agosto de 2009 se registraron doce nuevas entidades de capital riesgo. De ellas, cinco fueron fondos de capital riesgo (FCR), otras cinco fueron sociedades de capital riesgo (SCR) y dos fueron sociedades gestoras de ECR (SGEGR). En este mismo periodo de tiempo se produjeron cinco bajas (véase cuadro 20), con lo que el número total de ECR quedó en 329.

Altas y bajas en el registro de ECR en 2009

CUADRO 20

	Situación a 31/12/2008	Altas	Bajas	Situación a 31/08/2009
Entidades	322	12	5	329
Fondos de capital riesgo	95	5	1	99
Sociedades de capital riesgo	154	5	3	156
Sociedades gestoras de ECR	73	2	1	74

Fuente: CNMV.

El patrimonio de los fondos de capital riesgo descendió en 2008 un 6,9% respecto a las cifras de 2007...

Las estadísticas anuales sobre las entidades inscritas en la CNMV revelan que el patrimonio total de los FCR ascendió en 2008 a un total de 2.578 millones de euros, lo que supone un descenso del 6,9% respecto a las cifras de 2007 (véase cuadro 21). La distribución del patrimonio por tipo de inversor no es completamente comparable entre los ejercicios 2007 y 2008 como consecuencia del cambio contable que ha sufrido la información que las entidades remiten a la CNMV²³. Respecto a los conceptos que sí son comparables entre ambos periodos, cabe señalar que, en el conjunto de personas jurídicas, las entidades de crédito (especialmente las cajas de ahorro) siguen siendo las instituciones que ostentan la mayor participación en el patrimonio total con un 23%, algo menos que en 2007 (26,6%). Les siguen en importancia las Administraciones Públicas, con un 11,2% del patrimonio total de los FCR. La importancia relativa del patrimonio en manos de las personas físicas sigue siendo minoritaria (7,0% del patrimonio total de 2008).

...mientras que el capital social de las sociedades de capital riesgo retrocedió cerca de un 30% en el mismo periodo.

Por su parte, el capital social de las SCR quedó en 3.650 millones de euros al finalizar el ejercicio 2008, lo que supone un retroceso del 30% respecto a las cifras del año anterior. Los mayores suscriptores de capital de estas entidades siguen siendo las empresas no financieras, aunque su importancia ha descendido desde el 48% hasta el 41%, y las entidades de crédito, que mantienen (entre bancos y cajas de ahorro), cerca del 25% del capital de estas entidades.

Los activos totales de las entidades de capital riesgo crecieron un 3,5% en 2008 hasta los 11.943 millones de euros como consecuencia, exclusivamente, del incremento de entidades registradas. El apalancamiento del sector aumentó desde el 0,7% hasta el 2,2% en 2008.

Los activos totales de las ECR crecieron un 3,5% a lo largo de 2008, hasta alcanzar los 11.943 millones de euros. De ellos, el 80% correspondía a SCR y el 20% a FCR. El aumento del volumen de activos se debió exclusivamente a las nuevas entidades registradas a lo largo del año (sin ellas, se habría producido un descenso de los activos cercano a los 300 millones de euros). Del activo total, las ECR mantenían invertidos en actividades de capital riesgo a finales del año 2008 un total de 6.816 millones de euros, lo que supone un retroceso del 9,5% respecto a las cifras de 2007. Del total invertido, el 82% correspondía a inversiones de las SCR y el resto de los FCR. En el conjunto de entidades de nueva creación en 2008, el volumen de inversión de las

23 Circular 11/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las entidades de capital riesgo.

SCR representaba el 69% del total, frente al 31% de los FCR. El apalancamiento del sector (calculado como la ratio de acreedores a largo plazo sobre el pasivo total) aumentó para el conjunto de entidades de capital riesgo desde el 0,7% en 2007 hasta el 2,2% en 2008. Este comportamiento fue producto del incremento del apalancamiento de las SCR desde el 0,9% hasta el 2,7% (el apalancamiento de los FCR permaneció en niveles prácticamente inexistentes, 0,1%). El apalancamiento de las nuevas entidades creadas en 2008 fue nulo en el caso de los FCR, y del 5,4% en el caso de las SCR.

Entidades de capital riesgo: patrimonio por tipo de inversor

CUADRO 21

Importes en millones de euros

	FCR		SCR	
	2007	2008	2007	2008
Personas Físicas				
Residentes	237,79	181,45	182,56	46,90
No Residentes	0,18	1,15	1,05	0,26
Personas Jurídicas				
Bancos	134,22	191,17	1.026,03	466,35
Cajas de Ahorro	603,30	398,70	307,17	422,05
Fondos de Pensiones	266,85	266,43	26,62	24,20
Compañías de Seguros	61,97	55,67	17,53	15,73
Sociedades y Agencias de Valores	0,03	0,00	3,22	0,88
IIC	58,86	31,93	40,44	9,70
Entidades de capital riesgo nacionales		27,63		39,49
Entidades de capital riesgo extranjeras		123,65		7,98
Administraciones Públicas	331,46	289,10	134,48	120,41
Fondos Soberanos		20,27		
Otras empresas financieras	512,83	252,19	684,06	679,63
Empresas no financieras	280,47	367,00	2.512,33	1.500,38
Entidades extranjeras		286,04		32,69
Otros		85,58		282,91
Instituciones Académicas ¹			1,22	
Mercados de Valores ¹			0,62	
Otros ¹	264,92		289,92	
Plusvalías realizadas disponibles ¹	16,92		0,26	
TOTAL	2.769,81	2.577,96	5.227,51	3.649,56

Fuente: CNMV.

1 Conceptos pertenecientes a la antigua clasificación contable existente hasta 2007.

Los datos facilitados por la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI) para el primer semestre de 2009 revelan una reducción significativa en el volumen de inversión del sector, que alcanzó los 678 millones de euros, un 49% menos que en el primer semestre de 2008. Se retoman así las cifras existentes en 2004. Las continuas dificultades de acceso al crédito bancario frenaron especialmente las grandes operaciones de compra de compañías (no se cerró ninguna operación por importe superior a los 100 millones de euros de capital, frente a dos en 2008). Las operaciones de tamaño medio también sufrieron un retroceso notable (se cerraron 14 operaciones de más de 10 millones de euros de capital frente a 25 en el mismo periodo de 2008). Del mismo modo, el número de operaciones apalancadas ascendió a 12, frente a 16 y 28 en el mismo periodo de 2008 y 2007, respectivamente.

La escasez de deuda ha vuelto a dar una importancia relativa superior a las operaciones de capital expansión, que concentraron en el primer semestre del año el 47% del

Los datos facilitados por ASCRI para el primer semestre de 2009 apuntan hacia una reducción significativa del volumen de inversión del sector. Las dificultades de acceso al crédito continúan frenando las operaciones de mayor tamaño...

...e impulsando las operaciones de capital en expansión y, en general, aquellas que requieren menos financiación.

volumen de la inversión y el 59% del número de operaciones. Por lo que respecta a las desinversiones, éstas alcanzaron un volumen de 269 millones de euros (316 millones en el primer semestre de 2008).

El menor acceso a la financiación seguirá condicionando el volumen y la composición de la inversión de estas entidades en los próximos meses, aunque no se observan problemas de liquidez en las mismas.

Todo parece indicar que las dificultades de acceso a la financiación seguirán condicionando los volúmenes de inversión del sector de capital riesgo en los próximos meses y que seguirán primando las operaciones de tamaño medio y pequeño que requieren menos recursos. No obstante, y a pesar de que la captación de nuevos fondos es complicada en el marco actual, no se observan problemas de liquidez en las entidades de capital riesgo, que disponen de suficientes recursos para continuar realizando inversiones sustanciales en los próximos meses.

5 Iniciativas recientes sobre la regulación de las ventas en corto

5.1 Introducción

La identificación por parte de los reguladores de valores de prácticas especulativas en los mercados que podrían estar generando espirales desestabilizadoras sobre algunos valores propició desde finales de 2008 la revisión de la normativa de las ventas en corto en las principales jurisdicciones...

Desde el comienzo de la crisis, los mercados de valores de todo el mundo se han visto sometidos a una elevada volatilidad y, en algunos casos, se han observado súbitas depreciaciones de los valores de las empresas del sector financiero que contribuyeron a ampliar la desconfianza sobre la viabilidad de algunas entidades.

En este contexto, algunos reguladores de valores identificaron prácticas especulativas en los mercados que podrían estar generando espirales desestabilizadoras. Ello conllevó la revisión de la normativa de las ventas en corto en los principales mercados.

En la mayor parte de los casos las actuaciones de los supervisores se centraron inicialmente en la prohibición de las ventas en corto descubiertas, es decir, las que se producen cuando se venden valores de los que no se dispone. Éste fue el caso de Estados Unidos, Francia e Italia. En otros países se introdujeron medidas más restrictivas. Éste fue el caso del Reino Unido, donde se prohibió temporalmente la construcción o ampliación de posiciones cortas mediante cualquier tipo de operativa. En la mayor parte de las jurisdicciones se introdujeron, además, obligaciones de transparencia de posiciones cortas significativas.

...que se centró en la prohibición de esta operativa (en alguna o todas sus modalidades) y/o en la introducción de determinadas obligaciones de transparencia.

En España, la legislación vigente prohíbe las ventas en corto descubiertas. Por ese motivo, la CNMV decidió reforzar la prioridad otorgada a la supervisión de esta normativa e introdujo la obligación por parte de los participantes en el mercado de comunicar las posiciones cortas cuando éstas superaban el 0,25% de la capitalización de las empresas cotizadas del sector financiero.

En los últimos meses se han producido acuerdos relevantes en el seno de IOSCO y de CESR que se revisan a continuación.

En general, las medias introducidas en las distintas jurisdicciones han adolecido de una elevada heterogeneidad. No obstante, en los últimos meses se han producido acuerdos en el ámbito de IOSCO y, sobre todo, de CESR que persiguen alcanzar una mayor armonización de las normas que rigen la operativa de ventas en corto. A continuación se revisan los avances recientes en esta materia.

5.2 Iniciativas en el seno de IOSCO

IOSCO ha auspiciado la creación de un grupo especial con el objetivo de elaborar directrices o principios para una regulación efectiva de la práctica de las ventas en corto. IOSCO aconseja una acción reguladora concertada para intentar eliminar las diferencias existentes y desarrollar un enfoque más global hacia la regulación de las ventas en corto. El resultado ha sido la elaboración de un documento que contiene cuatro principios a los que se incorporan recomendaciones. Los principios y recomendaciones son los siguientes:

- a) La venta en corto debe estar sujeta a controles para reducir o minimizar la inestabilidad que sus efectos pueden producir en los mercados. Para ello se recomienda adoptar un sistema estricto de liquidación, incluyendo la compraventa forzosa de operaciones que produzcan o vayan a producir incidencias en la liquidación.
- b) Debe existir un sistema ágil de información de ventas en corto al mercado y a los supervisores. Para ello se recomienda la adopción de un modelo de transparencia, ya sea de posiciones o de ventas en corto.
- c) Debe adoptarse un sistema de control y cumplimiento de la normativa de ventas en corto. A tal efecto, el supervisor debe ser capaz de realizar las siguientes funciones: inspeccionar y controlar de forma regular las incidencias en la liquidación, exigir el mantenimiento de registros de ventas en corto (en aquellas jurisdicciones en las que se opere el sistema de *flagging*), tener la posibilidad de realizar requerimientos de información relativos a la actividad de venta en corto a todos los participantes del mercado, establecer instrumentos de análisis de la información obtenida sobre ventas o posiciones cortas para identificar conductas potenciales de abuso de mercado y riesgo sistémico y asegurar que existen mecanismos de cooperación con otros reguladores para facilitar la investigación de casos transfronterizos.
- d) deben permitirse excepciones para ciertas prácticas que facilitan el correcto funcionamiento del mercado. Se recomienda definir claramente las actividades no sujetas a restricciones o prohibiciones.

IOSCO aconseja una acción reguladora concertada y el desarrollo de un enfoque más global. Los principios y recomendaciones que hace son los siguientes:

- la venta en corto debe estar sujeta a controles,...

- debe existir un sistema ágil de información de ventas en corto al mercado y a los supervisores,...

- debe adoptarse un sistema de control y cumplimiento de la normativa de ventas en corto,...

- deben permitirse excepciones para ciertas prácticas.

5.3 Iniciativas en el seno de CESR

Los supervisores europeos, en vista de la turbulenta situación de los mercados de finales de septiembre de 2008, adoptaron varias disposiciones (en su mayor parte temporales) restringiendo la actividad de venta en corto. Éstas iban desde la imposición únicamente de obligaciones de transparencia hasta la prohibición total de la realización de ventas en corto (en algún caso sólo la venta descubierta y, en otros, tanto la cubierta como la descubierta). En este contexto se enmarca el acuerdo del Comité Ejecutivo de 22 de septiembre de 2008 que estableció la obligación de publicación de posiciones cortas superiores al 0,25% del capital social de empresas del sector financiero y recordó la prohibición de la venta descubierta para todas las acciones negociadas en bolsa.

Los supervisores europeos, que a finales de 2008 adoptaron diversas medidas restringiendo la actividad de venta en corto, ...

5.3.1 Régimen de transparencia propuesto por CESR

...alcanzaron un acuerdo a finales de mayo de 2009 en el seno de CESR respecto a los criterios de transparencia que debería contener un régimen paneuropeo.

A finales de mayo de 2009 y tras varios meses de trabajo, CESR alcanzó un acuerdo respecto a los criterios de transparencia que debería contener un régimen paneuropeo (el documento ha sido puesto a consulta pública hasta el 30 de septiembre). Con ello se pretende, por un lado, dar prioridad a las medidas de transparencia para la regulación de la actividad de ventas en corto y, por otro, facilitar al mercado un régimen armonizado de comunicación que aliviase a los participantes el coste de atender al cumplimiento de obligaciones impuestas en diferentes modelos. Todo ello, sin perjuicio del derecho de cada regulador de mantener o introducir cualquier medida limitadora o restrictiva y sin dejar de lado la búsqueda futura de acuerdos de mayor alcance sobre la regulación de las ventas en corto.

El modelo de comunicación y publicación de posiciones cortas adoptado por CESR contiene los siguientes elementos:

El modelo adoptado por CESR para la comunicación y publicación de posiciones cortas contiene los siguientes elementos:

- Establece diferentes umbrales de notificación de posiciones cortas en función del destinatario de la comunicación (supervisor o mercado),

- 1) **Umbrales de notificación.** Se notificarán al supervisor, sin publicación, aquellas posiciones cortas superiores al 0,1% e inferiores al 0,5% del capital social de un emisor. Las posiciones superiores al 0,5% del capital social se comunicarán al supervisor y se publicarán para conocimiento del mercado, incluyendo la identidad del titular de la posición. Asimismo se comunicarán al supervisor todos los cambios de posición de un 0,1% del capital social del emisor, antes y después de alcanzar el umbral del 0,5%, si bien serán publicados aquellos que produzcan un cambio en la posición abierta del titular por encima del 0,5%. Se valoró también la inclusión en la propuesta de una comunicación pública y periódica por parte del supervisor de la suma agregada y anónima de posiciones individuales inferiores al 0,5%, para facilitar más información sobre el nivel de posiciones cortas en un determinado valor. Esta posibilidad finalmente se desestimó por dificultades operativas para su ejecución.

- que, no obstante, podrían ser modificados en el futuro si se considera conveniente.

CESR reconoce que el establecimiento de unos umbrales que se adecuen perfectamente a todos los mercados y jurisdicciones es una tarea complicada (dada la disparidad en volúmenes de negociación, capitalización y capital flotante de los valores cotizados) y admite que los porcentajes propuestos podrían ser objeto de ajustes en el futuro. No obstante, para la elección de los umbrales, se tuvo en cuenta la experiencia de los supervisores con mayor número de comunicaciones recibidas (del Reino Unido, España y Francia). Por ejemplo, en España la media y la mediana de las primeras comunicaciones por titular fue de un 0,43% y un 0,32%, respectivamente. Se consideró asimismo que los umbrales debían contener una cifra fácilmente retenible y por ello se escogió el nivel de 0,5% para la divulgación pública de las posiciones cortas. Para la fijación del umbral del 0,1% se estimó conveniente el conocimiento por parte del regulador de dichas posiciones para detectar a aquellos participantes cuyas posiciones individuales no son lo suficientemente relevantes como para que sean reveladas al mercado.

Una alternativa al régimen adoptado hubiera sido el modelo de marcaje (flagging), pero adolece de dos inconvenientes relevantes.

Una alternativa al régimen adoptado hubiera sido el modelo de marcaje (*flagging*) de operaciones de ventas en corto. Éste conlleva el conocimiento por parte del intermediario vendedor de que la operación ejecutada es una venta en corto y el envío de dicha información, en cada operación individual, al operador del mercado, para su eventual publicación. Sin desdeñar los efectos beneficiosos del *flagging* para la determinación de la tendencia de un valor y para la provisión al mercado y a los supervisores de información en tiempo real sobre ventas en cor-

to, este modelo tiene dos inconvenientes relevantes. En primer lugar, requiere un aumento extraordinario de costes en infraestructura para su implementación (únicamente Grecia en el ámbito de los miembros de CESR opera con este sistema), que recaerían directamente en los intermediarios. En segundo lugar, dicho sistema no facilita información sobre el nivel de posiciones cortas abiertas en un valor, ni tiene en cuenta las posiciones bajistas realizadas en el mercado de derivados OTC. Finalmente, el anonimato del vendedor en corto que conlleva el sistema de *flagging* puede acarrear una menor efectividad en caso de una eventual imposición de restricciones a las ventas en corto agresivas.

2) **La obligación de comunicación y publicación recae en las posiciones cortas sobre el capital de todas las compañías cotizadas en los mercados del Área Económica Europea (AEE).** El régimen de transparencia mencionado se extiende a todos los emisores cuyas acciones coticen o hayan sido admitidas a cotización en mercados regulados y Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) del AEE. No existen razones objetivas para restringir la aplicación del régimen únicamente al sector financiero (en esencia, si pensamos que la obligación de comunicar posiciones cortas es beneficiosa para el mercado, no sería de recibo limitarla a sectores determinados, aunque en su origen se centrasen estas medidas en el financiero debido al potencial sistémico de las empresas que lo componen). La inclusión de la mención a los SMN se realizó para evitar el “arbitraje regulatorio” y la desventaja competitiva que supondría para los mercados regulados una eventual excepción de aplicación del modelo a aquellas compañías que sólo cotizasen en SMN.

- La obligación de comunicación recae sobre las posiciones cortas de todas las compañías cotizadas en los mercados del Área Económica Europea.

3) **Las posiciones a comunicar lo serán siempre en términos netos, incluyendo para su cómputo las posiciones en contado y en productos derivados.** A pesar de que el documento no desciende a tal nivel de detalle, se entiende que para el cálculo de la posición en instrumentos derivados debe considerarse la delta ajustada de cada uno de los instrumentos.

- Las posiciones a comunicar lo serán en términos netos (incluyendo posiciones en contado y en productos derivados).

4) **La obligación de comunicar se establece para cada entidad legal.** El concepto de “entidad legal” a efectos de la obligación de comunicación será perfilado una vez que se hayan recibido los comentarios de la industria al documento a consulta. Una opción barajada es que la obligación de comunicación recaiga a nivel de fondo individual. Dentro de un grupo inversor, por ejemplo, es muy probable que existan diferentes entidades legales con posiciones cortas netas (fondos, sociedades etc.). Otra alternativa es imponer la comunicación a la persona física o jurídica que toma las decisiones para una o varias entidades legales (fondos).

- La obligación de comunicar se establece para cada entidad legal.

5) **La comunicación de la posición debe realizarse, como máximo, en la sesión siguiente a la que surja la obligación de comunicar.** La información sobre posiciones cortas debe ser comunicada al supervisor y difundida al mercado lo antes posible. Retrasar ambas devalúa innecesariamente su contenido, afectando negativamente tanto a la potencial adopción de medidas por parte del supervisor como a las decisiones de inversión de los participantes del mercado. La experiencia obtenida hasta ahora por parte de la CNMV respecto al cumplimiento de esta obligación (D+1) es relativamente satisfactoria, si bien es necesario vigilar el grado de cumplimiento en caso de que los titulares de posiciones cortas comiencen a deshacerlas al descender del umbral de comunicación existente. Es conveniente apuntar que el régimen de comunicación propuesto no pretende ni puede ofrecer información sobre posiciones cortas intradiarias. La aplicación de

- La comunicación de la posición debe realizarse, como máximo, en la sesión siguiente a la que surja la obligación de comunicar.

un sistema de comunicación en tiempo real de posiciones cortas con información intradía (acercándonos al sistema de *flagging*) sería muy costosa y difícil de implementar, sin garantizar necesariamente que la información que se facilite ofrezca una idea exacta del nivel de posicionamiento en corto sobre un valor.

- Únicamente los creadores de mercado y figuras asimilables quedan exceptuados de la obligación de comunicar.

6) **Únicamente los creadores de mercado y figuras asimilables, en el ejercicio de dicha función, quedan exceptuados de la obligación de comunicar.** Las funciones de creador de mercado han sido definidas en el documento a consulta (si bien únicamente a efectos ilustrativos). Algunos países han considerado incluir en la excepción diferentes formas de provisión de liquidez asimilables en algunos casos a la creación de mercado. En este sentido la CNMV considera que no debe hacerse una interpretación demasiado extensiva de dicha función. CESR comprende que la actividad de un creador de mercado necesita de cierta flexibilidad en el mantenimiento de posiciones largas y cortas. Sin embargo, tal como se manifiesta en el documento a consulta, no se otorgará la excepción a aquellos creadores de mercado que mantengan de forma continua y sistemática posiciones cortas significativas al término de una sesión.

- La remisión de la comunicación deberá realizarse al supervisor del mercado más relevante en términos de liquidez.

7) **La remisión de la comunicación deberá realizarse al supervisor del mercado más relevante en términos de liquidez,** siguiendo el criterio del artículo 25,3 de la MiFID, en contraposición al criterio determinado por la Directiva de Transparencia (artículo 21,1, criterio del Estado Miembro de origen) para la comunicación de derechos de voto. La decisión se basa en el hecho de que no sería lógico tener una autoridad competente para la supervisión de los mercados y el desarrollo de facultades de investigación e inspección y otra diferente para la recepción de la comunicación de la posición corta. El documento a consulta pone asimismo de relieve la necesidad de cooperación efectiva entre supervisores.

- El umbral de comunicación se rebaja al 0,25% en situaciones de ampliación de capital.

8) **Por último, el umbral de comunicación se rebaja al 0,25% en situaciones de ampliación de capital,** al reconocerse que el emisor tiene unas necesidades de protección mayor en este tipo de situaciones y al haberse detectado en otras jurisdicciones intentos de manipulación de las cotizaciones en este contexto. El umbral inferior del 0,1% sigue manteniéndose para la comunicación al supervisor. Es posible algún ajuste en los umbrales como consecuencia de la consulta, ya que existen pequeñas ampliaciones de capital que no requerirían una protección especial y, por ende, una disminución en el umbral de comunicación.

La formulación definitiva sobre los modelos de comunicación se realizará después de recibir los comentarios de la industria al documento de consulta.

Se han mantenido asimismo discusiones sobre el modelo de comunicación de posiciones cortas. Una formulación definitiva se realizará una vez se reciban los comentarios de la industria al documento a consulta. El modelo que se propone intentará replicar las características de los ya existentes en algunos miembros de CESR, para no hacer incurrir en costes adicionales a aquellos obligados a remitir la comunicación. Las características generales serían las siguientes:

- a) La responsabilidad de la remisión de la comunicación recae en el titular de la posición, si bien se puede aceptar que su agente o intermediario envíe las comunicaciones en su nombre.
- b) El contenido mínimo de la notificación contendría la identidad del titular de la posición, el nombre del emisor sobre el que se ha abierto la posición, el tamaño o importe de ésta y la fecha en la que se originó la obligación de comunicar.

5.3.2 Otros aspectos: venta en corto descubierta e incidencias en la liquidación y medidas de emergencia

CESR continúa trabajando en otros aspectos de la operativa de ventas en corto, en particular:

- a) La elaboración de una serie de medidas de contingencia a adoptar por los supervisores en casos de emergencia. Estas medidas deberían al menos facilitar la imposición de requisitos temporales de transparencia (más allá de las medidas generales propuestas en el documento sobre el régimen armonizado) y posibilitar la prohibición de restringir ciertas actividades de negociación (*trading halts*) y/o modalidades de venta en corto, cubierta o descubierta. Las circunstancias propuestas para activar las medidas de emergencia serían, entre otras, la evidencia de ventas en corto “abusivas”, la caída agresiva de precios en un sector determinado, la situación de grandes pérdidas en el valor de la acción de un emisor que pudiese amenazar la estabilidad financiera y la existencia de una volatilidad excesiva en un sector o emisor que pusiera en riesgo la confianza en la inversión realizada.
- b) La realización de un análisis para determinar la relación entre incidencias en la liquidación y la actividad de ventas en corto en descubierto. A juicio de la CNMV, existen suficientes elementos que sustentan la existencia de relación directa. Los datos sobre la liquidación de la negociación de los que dispone refuerzan dicha correlación. Además, el sistema de liquidación del mercado español se encuentra, por sus características especiales, en mejor situación para valorar dicha relación que la mayoría de los demás sistemas (en los que para la determinación de la relación el supervisor tiene que realizar una investigación *ad hoc* en cada caso).

Asimismo, CESR continúa trabajando en otros dos aspectos de la operativa de ventas en corto:

1) La elaboración de medidas de contingencia a adoptar por los supervisores en casos de emergencia y

2) La realización de un análisis para determinar la relación entre incidencias en la liquidación y la actividad de ventas en corto en descubierto.

5.4 Últimas decisiones adoptadas por los supervisores de valores

Durante el verano de 2009 se han producido en algunas jurisdicciones algunos cambios legislativos, modificaciones o prórrogas en la normativa que regula la venta en corto y acontecimientos que merece la pena resaltar.

En EEUU, la SEC estableció el 27 de julio como definitiva la regulación temporal (Rule 204T, que expiraba el 31 de julio) que intenta reducir los efectos dañinos de la actividad de la venta en corto descubierta, imponiendo a los intermediarios la obligación de tomar prestadas inmediatamente (o asegurarse de tener acceso al préstamo de valores) las acciones que venden y que se encuentran “marcadas” (*flagged*) como venta en corto. Dicha regulación intenta desincentivar la realización de la venta en corto descubierta. En cuanto a las obligaciones de transparencia, la SEC informó que se encontraba en negociaciones con varios operadores de mercado con estatuto de autorregulación (Self Regulatory Organizations) para publicar a través de sus páginas web los volúmenes de operaciones de venta en corto.

La FSA británica publicará próximamente las opiniones y reacciones a su documento de consulta sobre ventas en corto.

En Italia la CONSOB anuló, con efectos de 31 de julio, la interpretación de no considerar como valor disponible para aceptar ventas en corto aquél cuyo origen proviniese de un préstamo de valores (prohibición de facto de venta descubierta). Dicha

A lo largo del verano de 2009 se han producido cambios legislativos, modificaciones o prórrogas relevantes en la normativa que regula las ventas en corto en algunas jurisdicciones importantes: SEC (EEUU), FSA (Reino Unido), CONSOB (Italia), SFC (Hong Kong) y AMF (Francia).

interpretación es únicamente válida ahora en el supuesto de ventas realizadas durante una ampliación de capital.

La SFC de Hong Kong publicó un documento para consulta pública, con fecha 31 de julio, en el que se requerían opiniones sobre el establecimiento de un régimen de transparencia de posiciones cortas (en los mercados de Hong Kong opera ya el sistema de *flagging*).

La AMF francesa ha prorrogado por 6 meses (hasta el 31 de enero de 2010) las medidas adoptadas en septiembre de 2008 y ha declarado que esperará a los resultados del documento de CESR para proponer un régimen permanente. No obstante, ha manifestado públicamente su posición respecto a los aspectos a incluir en la futura regulación. En este sentido, la AMF se muestra preocupada por la correlación entre venta en corto descubierta e incidencias en la liquidación. Asimismo, propone implantar las mismas obligaciones de liquidación para SMN y mercados regulados y el establecimiento de acuerdos de préstamo de valores entre el participante que vende en corto y las entidades prestamistas antes de la ejecución de la venta (venta en corto descubierta).

5.5 Conclusiones: el futuro de la regulación de las ventas en corto

El consenso alcanzado en CESR respecto al modelo común paneuropeo de transparencia basado en la comunicación y publicación de posiciones cortas constituye un éxito y supone un paso importante para futuros acuerdos en la materia. En este sentido, las siguientes tareas a desarrollar deberían centrarse, por un lado, en la implementación del régimen de transparencia acordado y, por otro, en el desarrollo de un modelo que armonice el resto de la regulación de la actividad de la venta en corto.

Existe un punto de partida común, respecto a dos aspectos, que puede servir de base para la futura regulación. Por un lado, se reconoce que la venta en corto, en condiciones normales, es una actividad beneficiosa²⁴ que favorece la eficiencia del mercado y reduce la existencia de burbujas especulativas. Por otro lado, también existe consenso en aceptar la capacidad de los supervisores para, en situaciones excepcionales, restringir dicha actividad o incluso prohibirla si la estabilidad financiera o la integridad del mercado se ven amenazadas.

La parte central del debate afecta al grado de tolerancia que debe aplicarse a la modalidad de venta en corto descubierta. Numerosos observadores señalan que esta operativa contribuye a la aparición de espirales bajistas y a generar incidencias en el proceso de liquidación de las operaciones. Estos observadores señalan que sería asimismo difícil identificar aquellos beneficios de esta operativa que no pudieran lograrse a través de las ventas en corto cubiertas. En contra de esta opinión se han manifestado observadores que piensan que los efectos estabilizadores de la venta en corto se reducen sensiblemente si se exige la disponibilidad previa de los valores que se venden y que existen mecanismos eficaces para asegurar la disciplina de la liquidación incluso cuando se permite la venta en corto descubierta. La experiencia española muestra que la prohibición de las ventas en corto descubiertas no parece reducir la eficiencia del mercado y ciertamente limita el riesgo de incidencias en la

El consenso alcanzado en CESR en materia de transparencia constituye un éxito y abre el camino para desarrollar un modelo que armonice la regulación de la actividad de la venta en corto.

Sin embargo, a pesar de que hay un cierto consenso sobre los beneficios de esta actividad y sobre la capacidad que deben tener los supervisores para restringirla en determinados casos...

...no hay, por el momento, un acuerdo sobre el grado de tolerancia que debe aplicarse a la modalidad de venta en corto descubierta.

24 Para un mayor detalle sobre los efectos positivos y negativos de la operativa de *short selling*, véase el artículo de Rodrigo Buenaventura del boletín trimestral de la CNMV correspondiente al cuarto trimestre de 2008 "Las ventas en corto de acciones (*short selling*)".

liquidación de operaciones. Ahora bien, las peculiaridades del sistema de liquidación español, en el que la firmeza de las operaciones se alcanza en el momento de la contratación, impiden sacar conclusiones definitivas sobre la relevancia de la restricción de las ventas en corto descubiertas para contener el riesgo de incidencias en la liquidación en el proceso de post-contratación.

II Informes y análisis

Evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en el segundo semestre de 2008

Belén de Anta Montero y Carolina Moral Sánchez (*)

* Belén de Anta Montero y Carolina Moral Sánchez pertenecen a la Dirección de Informes Financieros y Contables de la CNMV.

1 Introducción

La finalidad de este artículo es analizar las principales magnitudes de la información periódica¹ que los emisores han comunicado a la CNMV referida al segundo semestre de 2008.

Dicha información se refiere a los resultados, la posición financiera, los flujos de efectivo, el número de empleados y los dividendos distribuidos. Las entidades analizadas, que ascienden a 184, pertenecen a los siguientes sectores: energía (13 entidades); comercio y servicios (39 entidades); construcción e inmobiliario (27 entidades); industria (52 entidades); bancos (11 entidades); cajas de ahorro (35 entidades); otras entidades financieras (4 entidades); y entidades de seguros (3 entidades).

El análisis tiene en cuenta las siguientes consideraciones:

- Los datos analizados se obtienen de los informes financieros periódicos², consolidados o individuales³, remitidos a la CNMV por los emisores de acciones e instrumentos de deuda⁴ cotizados en un mercado regulado español, cuando España sea Estado miembro de origen.
- Las cifras agregadas excluyen a los emisores dependientes de grupos cotizados. Sin embargo, los datos por ramas de actividad los incluyen cuando desarrollan su actividad en un sector distinto al de su sociedad dominante.
- Los datos de periodos distintos al segundo semestre de 2008 se han extraído de una muestra representativa de las entidades cotizadas en cada momento.

En la sección 2 de este artículo se analiza la evolución, desde el año 2005, del importe neto de la cifra de negocios; en las secciones 3 y 4, el comportamiento de los resultados y la rentabilidad del patrimonio y de las inversiones, respectivamente; la sección 5 se refiere al endeudamiento de las entidades no financieras; las secciones 6, 7 y 8 recogen, respectivamente, la evolución de los flujos de efectivo, la plantilla y los dividendos distribuidos. Finalmente, la sección 9 resume las principales conclusiones.

1 De conformidad con lo establecido en el artículo 35 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, cuando España sea Estado miembro de origen los emisores cuyos acciones o valores de deuda estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea harán público y difundirán un informe financiero semestral relativo a los seis primeros meses del año y un segundo informe financiero semestral referido a los doce meses del ejercicio.

2 Remitidos con los modelos establecidos en la Circular 1/2008.

3 Excepto las entidades que no presentan información comparativa, de conformidad con la Disposición transitoria cuarta del Real Decreto 1415/07, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad.

4 Excepto las entidades que han emitido participaciones preferentes y otras sociedades instrumentales constituidas para la emisión de valores de renta fija y el ICO.

2 Importe neto de la cifra de negocios

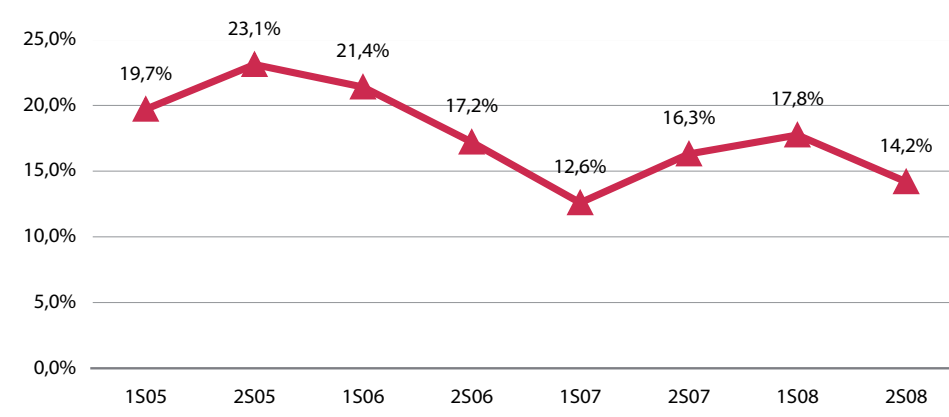
En el gráfico 1 se muestran las tasas de variación interanuales del importe neto de la cifra de negocios⁵ para el periodo comprendido entre el primer semestre de 2005 y el cierre del ejercicio 2008.

La tasa de variación interanual al cierre del ejercicio 2008 ha sido ligeramente inferior a la de los dos semestres precedentes, situándose en el 14,2%. El menor crecimiento se debió a una evolución no tan positiva del sector energético, en parte como consecuencia del descenso del precio del crudo durante la segunda mitad de 2008. Los sectores energético, financiero y de seguros son los únicos que presentan tasas de crecimiento superiores a la media, en torno al 20%, mientras que los porcentajes alcanzados por el resto de sectores se mantienen muy por debajo de la misma.

Con la información disponible en el primer trimestre de 2009, publicada por las principales entidades de la muestra⁶, se observa una tasa de variación agregada negativa del 1,80 % respecto al primer trimestre del ejercicio 2008.

Tasas de variación importe neto cifra de negocios

GRÁFICO 1



Fuente: Elaboración propia.

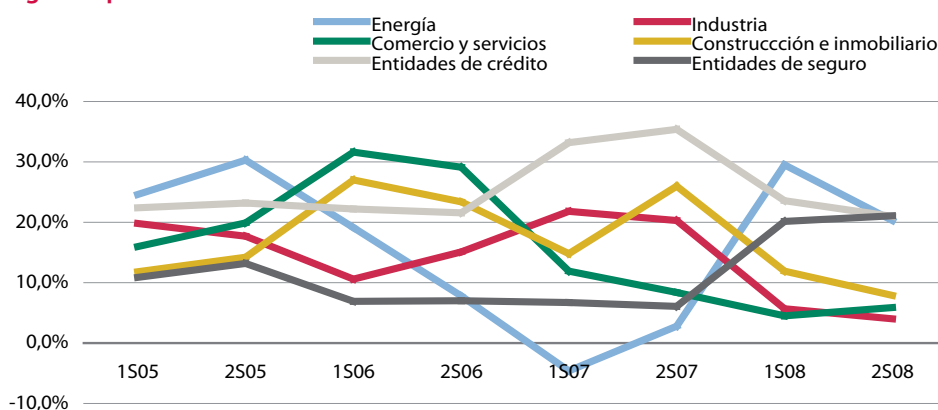
En el gráfico 2 se presenta la evolución de la cifra de negocios para las distintas ramas de actividad.

5 Como importe neto de la cifra de negocios se ha considerado para las entidades de crédito la cifra de intereses y rendimientos asimilados y para entidades de seguros el importe de las primas imputadas al ejercicio, netas de reaseguro de vida y no vida.

6 Se ha tomado una muestra de 61 entidades, que incluye la totalidad de las sociedades del Ibex 35.

Tasas de variación importe neto cifra de negocios por ramas de actividad

GRÁFICO 2



Fuente: Elaboración propia.

Como se ha indicado, la evolución de la cifra de negocios ha sido desigual entre los distintos sectores:

- **Energía.** El importe neto de la cifra de negocios se ha incrementado un 20,3%, principalmente, por los siguientes motivos:
 - i En el ejercicio 2008 se ha integrado la totalidad de los resultados del periodo de ciertas sociedades significativas que en el ejercicio 2007 no se integraron por la totalidad del periodo.
 - ii Aunque las empresas eléctricas han soportado incrementos significativos en los costes de generación derivados del aumento de los precios de combustibles, sus precios de venta también han aumentado considerablemente. El precio medio del barril en su calidad brent se ha incrementado un 39,8% en el ejercicio 2008, pero su evolución durante el ejercicio ha sido desigual, con un incremento significativo durante el primer semestre y un descenso pronunciado durante el segundo.
- **Industria.** La tasa de crecimiento registrada en el ejercicio 2008, que asciende al 4%, es muy inferior a la obtenida en años anteriores en los que se alcanzaron variaciones superiores al 20%. Este dato confirma el cambio de tendencia iniciado en el primer semestre del año 2008 y la desaceleración que está registrando la actividad industrial.
- **Comercio y servicios.** En este sector, el importe neto de la cifra de negocios ha experimentado en el ejercicio 2008 un crecimiento aproximado del 5,9%, ligeramente superior al del primer semestre del año 2008 (4,5%), pero lejos de las tasas de variación del ejercicio 2007, cuando comenzó la desaceleración de la actividad económica.
- **Construcción e inmobiliario.** El crecimiento del 7,9% de la cifra de negocios agregada de ambos sectores se ha debido, fundamentalmente, a la consolidación por primera vez de la participación en empresas del sector energético. Excluido este impacto, su tasa de variación se reduce al 2,2%, reflejando un escaso crecimiento de su nivel de actividad. Por su parte, la cifra de negocios del sector inmobiliario ha disminuido un 8,2%.

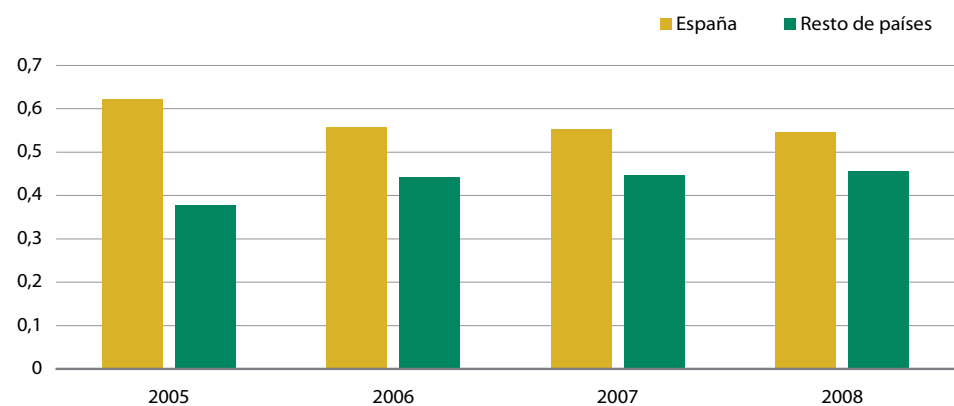
- **Entidades de crédito.** A pesar de la evolución alcista de los tipos de interés durante los nueve primeros meses del año 2008, el crecimiento interanual de los ingresos y rendimientos asimilados, en torno al 21%, es muy inferior al de periodos anteriores, como consecuencia de la disminución del volumen de negocio asociada a las restricciones crediticias derivadas de los problemas de liquidez y del empeoramiento de la situación económica. La aceleración del deterioro económico y el cambio de tendencia de los tipos de interés en el segundo semestre del ejercicio 2008 han tenido un impacto superior en las cajas de ahorro que en los bancos, que consiguen mantener sus niveles de crecimiento interanuales.
- **Empresas de seguros.** El crecimiento orgánico generalizado del volumen de primas basado en el lanzamiento de nuevos productos de seguro, la ampliación de los canales de distribución, la expansión en el extranjero (especialmente Latinoamérica) y nuevas adquisiciones de dependientes han permitido un crecimiento de la cifra de negocios de en torno al 21%.

En el gráfico 3 se muestra la distribución geográfica de la cifra de negocios de las entidades no financieras desde 2005 hasta el cierre del ejercicio 2008.

Como se puede apreciar, en el ejercicio 2006 se incrementa de forma significativa el peso relativo de las ventas generadas fuera del territorio nacional, debido a adquisiciones corporativas de entidades extranjeras y, en menor medida, a la constitución y desarrollo de empresas o negocios (concesiones de autopistas, etc.) en los mercados exteriores. En los periodos posteriores, el porcentaje de las ventas que se genera en el extranjero se ha mantenido relativamente estable, con una ligera tendencia ascendente. En el ejercicio 2008, el porcentaje de cifra de negocios que se genera en el extranjero se mantiene ligeramente por encima del registrado en 2007, debido a las adquisiciones corporativas realizadas en el sector energético.

Distribución geográfica del importe neto de la cifra de negocios

GRÁFICO 3



Fuente: Elaboración propia.

En el cuadro 1 se recoge la distribución geográfica del importe neto de la cifra de negocios para las distintas ramas de actividad de las entidades no financieras. Como se advierte en el mismo, la actividad exterior continuó ganando peso durante 2008 en la cifra de negocios de los sectores energético y de construcción e inmobiliario.

Distribución geográfica del importe neto de la cifra de negocios por ramas de actividad

CUADRO 1

		2005	2006	2007	2008
Energía	España	67,3%	62,2%	58,8%	57,5%
	Resto de países	32,7%	37,8%	41,8%	42,5%
Industria	España	43,8%	40,2%	44,8%	40,7%
	Resto	56,2%	59,8%	55,2%	59,3%
Comercio y servicios	España	55,9%	45,2%	47,7%	49,9%
	Resto de países	44,1%	54,8%	52,3%	50,1%
Construcción e inmobiliario	España	76,9%	71,1%	66,8%	63,8%
	Resto de países	23,1%	28,9%	33,2%	36,2%

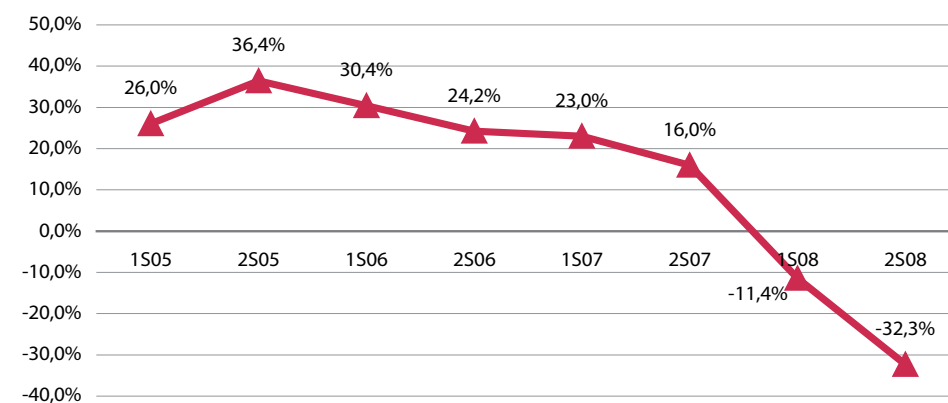
Fuente: Elaboración propia.

3 Resultados

El gráfico 4 muestra las tasas de variación interanuales de los resultados antes de impuestos agregados de las empresas cotizadas para las actividades continuadas desde el primer semestre del año 2005. Se observa desde el primer semestre de 2006 una disminución progresiva, que se ha acelerado significativamente en el ejercicio 2008 con un descenso del 32,3%.

Tasas de variación de los resultados antes de impuestos

GRÁFICO 4

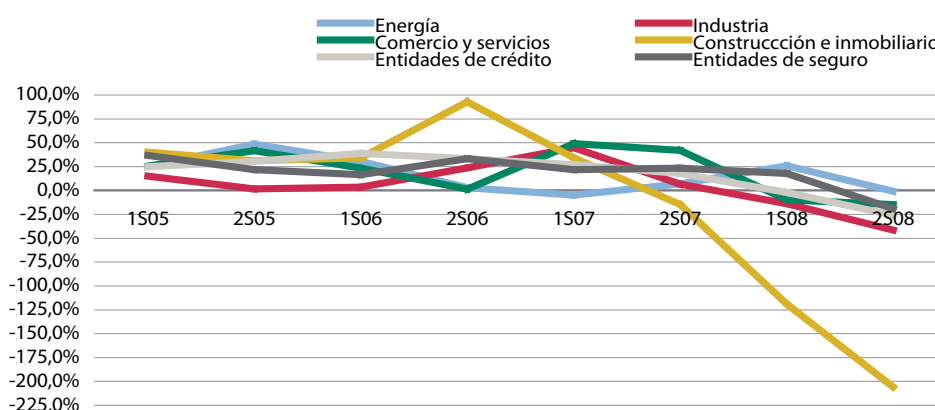


Fuente: Elaboración propia.

En el gráfico 5 se recoge la evolución de esta magnitud para las distintas ramas de actividad, que muestra, de manera generalizada, caídas en sus resultados. La caída es especialmente intensa en el sector de la construcción e inmobiliario, con 6.428 millones de pérdidas en 2008, frente a unos beneficios de 6.078 millones al cierre del ejercicio 2007. En el sector energético, pese a la favorable evolución de los resultados del primer semestre, que se cerró con un incremento del 26% respecto al mismo periodo del año anterior gracias a la materialización de plusvalías no recurrentes, los resultados al cierre del ejercicio experimentaron un descenso del 0,8% respecto a 2007.

Tasas de variación de los resultados antes de impuestos por ramas de actividad

GRÁFICO 5



Fuente: Elaboración propia.

En el cuadro 2 se muestran los principales márgenes de la cuenta de resultados, correspondientes al cierre del ejercicio 2008, y su variación respecto al año anterior.

EBITDA¹, resultado de explotación y resultado del ejercicio

CUADRO 2

Ud. Millones de euros	EBITDA		Rdo. explotación		Rdo. ejercicio ²	
	Importe	% Var.	Importe	% Var.	Importe	% Var.
Energía	29.340	3,8%	20.034	2,4%	17.556	34,1%
Industria	5.775	-19,2%	3.622	-30,7%	2.380	-35,7%
Comercio y servicios	31.373	-1,9%	19.427	-2,2%	11.401	-23,0%
Construcción e inmobiliario	3.759	-69,9%	80	-99,2%	-6.906	-191,4%
Entidades de crédito			23.151	-21,91%	22.665	-23,0%
Entidades de seguros					999	-21,0%

Fuente: Elaboración propia.

1 EBITDA = resultado de explotación + amortización del inmovilizado.

2 Resultado después de impuestos

Por sectores, los hechos más destacados son los siguientes:

- **Energía.** Los resultados operativos del sector se incrementaron un 2,4%, siendo este porcentaje significativamente inferior al incremento de la cifra de negocios (20,3%) por el aumento de los costes de aprovisionamiento relacionados con el precio del petróleo.

Esta caída del resultado de explotación, junto con el aumento del 13,3% de la carga financiera neta y el descenso del 12,4% de los resultados por enajenación de instrumentos financieros (aumento del 297 % en el primer semestre de 2008), han supuesto una reducción del 0,8% del resultado antes de impuestos.

El resultado del ejercicio se incrementó un 34,1% principalmente por los resultados procedentes de operaciones interrumpidas. Excluyendo dicho impacto el incremento hubiera sido del 1%.

- **Industria.** La desaceleración registrada por la economía española a lo largo del ejercicio 2008 ha afectado especialmente a las empresas de este sector. A pesar del incremento del 4% de la cifra de negocios, el resultado de explotación ha disminuido un 30,7% debido al incremento de los gastos de explotación, personal y amortizaciones y al deterioro del inmovilizado y las existencias por la bajada de precios de materias primas al cierre del ejercicio. Adicionalmente, en el primer

semestre de 2008 se produjo un aumento de los costes de aprovisionamiento de la materias primas y un incremento del precio de la energía.

El resultado antes de impuestos disminuyó un 41,5% por el aumento de la carga financiera neta, en un 28,1%. No obstante, la reducción de la carga impositiva, en un 43,5%, ha permitido que la disminución del resultado del ejercicio sea inferior a la caída del resultado antes de impuestos.

- **Comercio y servicios.** El resultado del ejercicio de esta rama de actividad disminuyó un 23%, a pesar de que el EBITDA y el resultado de explotación se mantienen en línea con el ejercicio anterior (ligeros descensos del 1,9% y el 2,2% respectivamente) debido al aumento de los gastos financieros (11,9%), a las pérdidas por enajenación de instrumentos financieros (358 millones de pérdidas frente a 539 millones de beneficios al cierre del ejercicio 2007), y al aumento de la carga fiscal en un 39,5%.
- **Construcción e inmobiliario.** Es el sector más afectado por la desaceleración económica con un resultado del ejercicio que asciende a 6.906 millones de pérdidas (7.552 millones de beneficios al cierre del ejercicio 2007). El EBITDA y el resultado de explotación agregados han disminuido un 69,9% y un 99,2%, respectivamente. Esta evolución no ha sido homogénea entre las diversas empresas constructoras e inmobiliarias.

El EBITDA, el resultado de explotación y del ejercicio de las empresas inmobiliarias han sido negativos, por importes de 5.870, 5.966 y 8.887 millones de euros, respectivamente. Esta situación refleja:

- i la caída de las ventas;
- ii la evolución negativa de los precios de venta;
- iii las actualizaciones a valor de mercado de los activos inmobiliarios adquiridos a través de combinaciones de negocios; y
- iv la reducción de valor de las existencias e inversiones inmobiliarias.

A diferencia de las empresas inmobiliarias, las empresas constructoras presentan un EBITDA y unos resultados de explotación y del ejercicio positivos, pero con tasas de variación negativas con respecto al ejercicio anterior, de un 4,6%, un 15,5% y un 67,12%, respectivamente, debido a su exposición al mercado inmobiliario (por la consolidación de empresas de este sector), a las pérdidas registradas por deterioro y enajenación del inmovilizado (236 millones de euros frente a 1.076 millones de euros de plusvalías en 2007) y a los cambios de valor razonable de los instrumentos financieros (1.097 millones de euros de minusvalías frente a 68 millones de euros de plusvalías en 2007).

- **Entidades de crédito.** El incremento del coste de la financiación, debido a las mayores dificultades existentes para la captación de recursos, y la disminución del negocio de crédito, a causa de la contracción de la actividad económica, inciden directamente sobre el margen de intereses con un crecimiento del 14% en el ejercicio 2008, inferior al 22% alcanzado en el ejercicio 2007.

En el ejercicio 2008 el conjunto de las entidades financieras ha tenido que hacer frente a elevadas dotaciones de provisiones para cubrir el incremento de la morosidad. De hecho, esta circunstancia ha deteriorado significativamente el

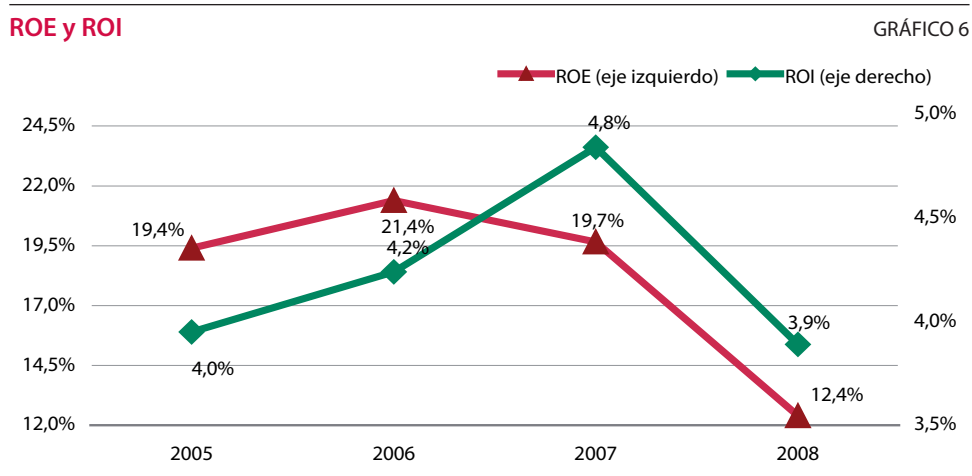
resultado de la actividad de explotación (con una disminución del 22%) ya que el importe de las pérdidas por deterioro de activos financieros ha aumentado un 85,6% hasta absorber el 24% del margen bruto al cierre del ejercicio 2008 (14% al cierre del ejercicio 2007). Los menores resultados procedentes de operaciones interrumpidas han elevado al 23% la caída del resultado del ejercicio 2008.

- **Entidades de seguros.** A pesar del importante incremento de la cifra de negocios (21%) el incremento de la siniestralidad, tanto en la rama “no vida” (32%) como en la de “vida” (39%), y de los gastos de explotación de la rama “no vida” (35,8%) han implicado una reducción del resultado del ejercicio 2008 de un 21%.

Con la información disponible en el primer trimestre de 2009, publicada por las principales entidades de la muestra⁷, se observa una tasa de variación negativa del 7,7% y del 16,2% en el resultado de explotación y el resultado del ejercicio, respectivamente, en relación con el primer trimestre de 2008.

4 Rentabilidad del capital y de las inversiones

En el gráfico 6 se muestra la evolución del ROE (rentabilidad sobre el patrimonio) y el ROI (rentabilidad sobre las inversiones) desde el ejercicio 2005. Tal y como se observa, la disminución de los resultados agregados ha motivado una caída en el ejercicio 2008 de ambos indicadores hasta niveles inferiores a los registrados en 2005.



Fuente: Elaboración propia.

Los cuadros 3 y 4 muestran la evolución de ROE y ROI para los distintos sectores. Por primera vez desde el ejercicio 2005, el ROE y el ROI de las empresas del sector comercio y servicios registrados en 2008 han disminuido en doce y cuatro puntos porcentuales, respectivamente.

Las empresas de los sectores industrial y constructor e inmobiliario mantienen la tendencia iniciada en el 2007, con un empeoramiento de ambas ratios, especialmente en el sector de la construcción e inmobiliario, donde el ROE toma valores negativos por las pérdidas obtenidas en el ejercicio y el ROI se sitúa por debajo del coste

⁷ Se ha tomado una muestra de 61 entidades, que incluye la totalidad de las sociedades del Ibex 35.

de la deuda, con una caída de siete puntos porcentuales tomando valores próximos a cero.

Respecto a las entidades de crédito y de seguros, la incorporación a la muestra de entidades de crédito emisoras de valores de renta fija que no tenían obligación de remitir información periódica en el ejercicio 2007 y anteriores acentúa el descenso del ROE. Excluyendo estas entidades, el ROE ascendería a 16,4%, inferior al de periodos anteriores como consecuencia de la caída del resultado del ejercicio.

Sin embargo, el sector de la energía incrementa tanto la rentabilidad del capital como de las inversiones debido a los resultados obtenidos de operaciones interrumpidas, que representan un 28,1% del resultado del ejercicio 2008.

ROE		CUADRO 3			
	2005	2006	2007	2008	
Energía	20,6%	18,6%	15,9%	19,5%	
Industria	16,0%	20,6%	17,7%	10,6%	
Comercio y servicios	25,4%	27,6%	32,4%	20,1%	
Construcción e inmobiliario	19,4%	29,8%	18,3%	-17,6%	
Entidades de crédito y seguro	17,2%	19,1%	19,1%	13,0%	
TOTAL	19,4%	21,4%	19,7%	12,4%	

Fuente: Elaboración propia.

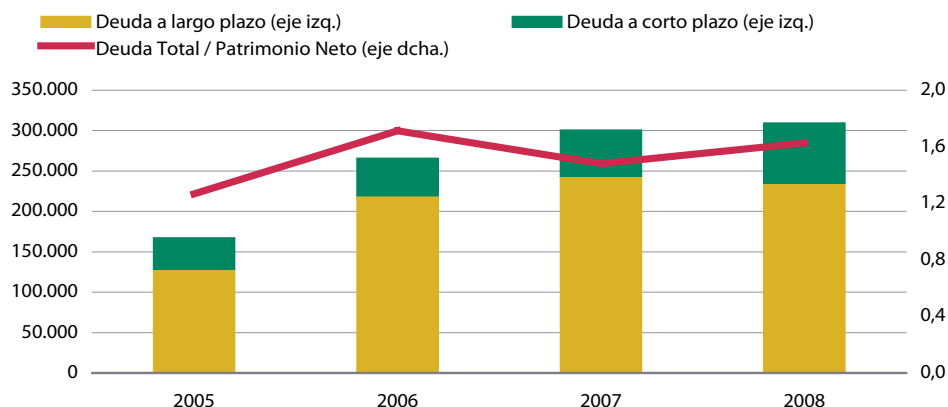
ROI		CUADRO 4			
	2005	2006	2007	2008	
Energía	10,2%	9,6%	9,1%	10,5%	
Industria	9,0%	11,6%	11,5%	7,7%	
Comercio y servicios	10,5%	10,8%	12,1%	8,3%	
Construcción e inmobiliario	8,3%	10,1%	7,8%	0,4%	
Entidades de crédito y seguro	2,8%	3,0%	3,8%	3,8%	
TOTAL	4,0%	4,2%	4,8%	3,9%	

Fuente: Elaboración propia.

5 Endeudamiento

En el gráfico 7 se muestra la evolución del endeudamiento financiero bruto⁸, en millones de euros, de las entidades de la muestra, excluidas las entidades de crédito y de seguros.

8 Endeudamiento bruto = deudas entidades de crédito + emisiones de obligaciones y valores negociables.



Fuente: Elaboración propia.

Tras varios años de crecimientos significativos en el endeudamiento (2003 - 2006) y una ralentización en el ejercicio 2007, con una tasa de crecimiento del 13,1%, al cierre del ejercicio 2008 el incremento se reduce al 2,9% debido, principalmente, a la disminución de las adquisiciones societarias (a pesar de las operaciones realizadas por dos compañías del sector comercio y servicios y del incremento generalizado de las empresas del sector energético) y a las restricciones crediticias impuestas por las entidades financieras.

Sin embargo, el porcentaje de la deuda que vence a corto plazo se ha incrementado en cinco puntos porcentuales respecto al cierre del ejercicio anterior, entre otros motivos, por el incumplimiento de ciertas cláusulas asociadas a los préstamos (*covenants*) debido a la caída de los resultados en las sociedades y al empeoramiento de la situación financiera de las entidades. De acuerdo con las NIIF adoptadas, cuando una sociedad incumple algún *covenant* y no ha obtenido la autorización del incumplimiento por los prestamistas (*waiver*) antes del cierre del periodo contable, debe reclasificar la deuda afectada a corto plazo, con independencia de su vencimiento contractual.

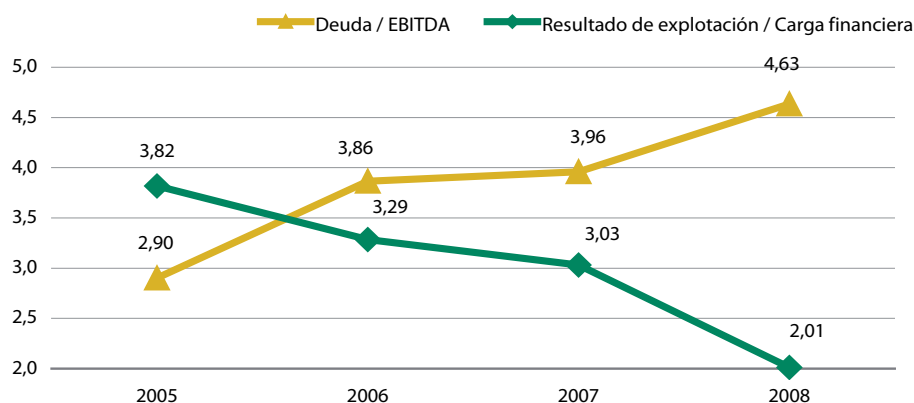
En 2008, muchas entidades (en particular constructoras e inmobiliarias) han renegociado, o están en proceso de renegociar, la reestructuración de los vencimientos y condiciones de su deuda financiera, lo que se traduce en alargar los plazos y encarecer el coste de la financiación.

La ratio de apalancamiento, que relaciona la deuda con el patrimonio neto, aumentó en 2008 hasta situarse en 1,63 veces los recursos de capital, frente a 1,48 del cierre de 2007, sin llegar a alcanzar, por tanto, los niveles de 2006.

En el gráfico 8 se recoge la evolución de los ratios de cobertura del endeudamiento y la carga financiera, a través del EBITDA y del resultado de explotación. Como consecuencia del deterioro de los márgenes de explotación ambos ratios han empeorado de forma notable, poniéndose de manifiesto las dificultades que están atravesando las entidades no financieras para atender el servicio de la deuda con los recursos generados en sus negocios ordinarios.

Ratios de cobertura

GRÁFICO 8



Fuente: Elaboración propia.

En el cuadro 5 se muestra la evolución del nivel de endeudamiento y las principales ratios relacionadas por ramas de actividad. En particular, destacan las empresas constructoras e inmobiliarias cuya ratio deuda / EBITDA se sitúa en el 31,87, frente al 10,83 en 2007. Su ratio resultado de explotación / carga financiera se reduce al 0,01, desde el 1,17 de 2007.

Evolución del endeudamiento por ramas de actividad

CUADRO 5

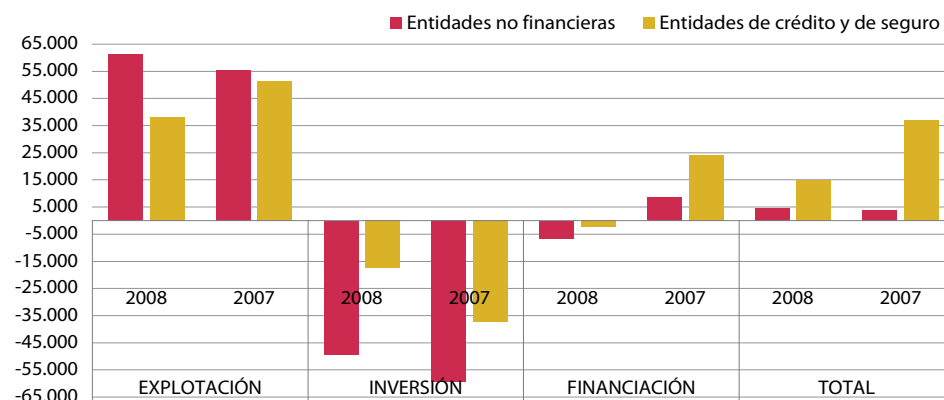
		2005	2006	2007	2008
Energía	Deuda	58.586	59.191	69.172	82.608
	Deuda / Patrimonio	0,93	0,89	0,78	0,89
	Deuda / EBITDA	2,41	2,17	2,48	2,82
	Rtdo explotación / Carga financiera	4,02	4,65	4,10	3,67
Industria	Deuda	12.760	15.684	13.312	15.645
	Deuda / Patrimonio	0,75	0,78	0,61	0,69
	Deuda / EBITDA	2,07	2,07	1,82	2,71
	Rtdo explotación / Carga financiera	6,50	5,71	5,93	3,41
Comercio y servicios	Deuda	55.710	91.522	96.941	112.322
	Deuda / Patrimonio	1,70	2,52	1,70	2,14
	Deuda / EBITDA	2,68	3,58	3,01	3,58
	Rtdo explotación / Carga financiera	3,37	2,44	3,23	2,86
Construcción e inmobiliario	Deuda	48.324	111.000	138.933	119.788
	Deuda / Patrimonio	2,16	3,10	3,08	3,77
	Deuda / EBITDA	6,52	11,52	10,83	31,87
	Rtdo explotación / Carga financiera	2,79	2,04	1,17	0,01
Ajuste		-7.942	-11.199	-17.391	-20.802
TOTAL	Deuda	167.438	266.198	300.967	309.561
	Deuda / Patrimonio	1,27	1,71	1,48	1,63
	Deuda / EBITDA	2,90	3,86	3,96	4,63
	Rtdo explotación / Carga financiera	3,82	3,29	3,03	2,01

Fuente: Elaboración propia.

6 Flujos de efectivo

En el gráfico 9 se muestra la evolución agregada de los flujos de efectivo generados en los ejercicios 2007 y 2008 por las entidades de la muestra. Se diferencian las entidades no financieras de las entidades de crédito y de seguros, dada la distinta naturaleza de sus actividades.

millones de euros



Fuente: Elaboración propia.

La evolución de los flujos de efectivo ha sido dispar a escala sectorial, como se indica a continuación.

- **Entidades no financieras.** Los flujos de caja generados en las actividades de explotación y las desinversiones del periodo (37.530 millones frente a 28.866 millones de euros en 2007) han permitido compensar los desembolsos de las actividades de financiación (6.535 millones de euros) y las inversiones del año (87.717 millones de euros), que se mantienen estables con respecto al periodo anterior.

Por ramas de actividad, cabe destacar que el sector energético es el único que ha registrado un aumento neto de efectivo y equivalentes debido a las desinversiones del periodo (12.687 millones de euros) y a la financiación recibida (11.481 millones de euros).

- **Entidades de crédito y seguros.** En el primer semestre del ejercicio, el estado de flujos de efectivo del conjunto de entidades de crédito reflejaba las tensiones de liquidez existentes en los mercados financieros, ya que los recursos obtenidos no evitaron el consumo de una parte de los excedentes de liquidez generados en periodos anteriores. Los planes anticrisis activados por los distintos gobiernos y por el Banco Central Europeo han permitido suavizar los problemas de liquidez del conjunto de dichas entidades al cierre de 2008.

En términos cuantitativos, los fondos generados por el conjunto de entidades de crédito en la explotación de sus negocios caen un 24,7%, debido al incremento de los impagos y a las mayores dificultades de captación de recursos de clientes. Los fondos obtenidos de las actividades de financiación registran un cambio de signo, con unas salidas netas de efectivo de 3.621 millones de euros, frente a una financiación neta positiva de 23.699 millones de euros al cierre del ejercicio 2007. Estas variaciones se han visto compensadas con una reducción en un 57% de los recursos destinados a actividades de inversión, por lo que el importe agregado del efectivo y equivalentes al efectivo al cierre del ejercicio 2008 supera en un 18,8% el nivel existente al cierre del ejercicio 2007.

Respecto a las entidades de seguro destacan los fuertes incrementos de los flujos obtenidos de las actividades de financiación y de los destinados a las actividades de inversión, de un 192% y un 124% respectivamente. Los recursos procedentes

de las actividades de explotación son muy poco significativos. Las variaciones indicadas sitúan el importe agregado del efectivo y equivalentes al efectivo, al cierre del ejercicio 2008, un 16,2% por debajo del saldo al cierre del ejercicio anterior.

7 Número de empleados

El cuadro 6 muestra la plantilla media y agregada para las seis ramas de actividad, en el ejercicio 2008 y 2007, donde se observa un incremento de la plantilla media de en torno al 6%, respecto al año anterior.

Plantilla media por ramas de actividad

CUADRO 6

	2008	2007	Variación
Energía	142.303	137.531	3,5%
Industria	230.974	211.142	9,4%
Comercio y servicios	576.763	553.533	4,2%
Construcción e inmobiliario	423.619	397.763	6,5%
Entidades de crédito	432.680	407.138	6,3%
Entidades de seguros	39.439	32.562	21,1%
Ajustes	-29.163	-26.610	9,6%
TOTAL	1.816.615	1.713.059	6,0%

Fuente: Elaboración propia.

El mayor incremento corresponde a las compañías de seguros (21,1%) debido a las nuevas incorporaciones al perímetro de consolidación de participaciones en el extranjero.

El crecimiento del número medio de empleados de las entidades de crédito (6,28%) está también muy influenciado por la consolidación de empresas dependientes adquiridas en el extranjero. El coste unitario medio por empleado se mantiene en 49 mil euros y se produce una mejora de la ratio de intereses y rendimientos asimilados sobre la plantilla media en un 12%.

La plantilla media agregada del conjunto de entidades no financieras ha experimentado un crecimiento del 5,6%. Destaca el descenso de empleados en las empresas del sector inmobiliario (-37,4%) y el aumento en el resto de los subsectores que viene motivado, en todos los casos excepto en el industrial, por la consolidación de empresas dependientes adquiridas en el primer semestre de 2008.

La ratio del importe neto de la cifra de negocios sobre la plantilla media de las entidades no financieras muestra, a nivel agregado, un crecimiento de en torno al 5,7%. Sin embargo, existe una fuerte dispersión entre los sectores, destacando la caída en un 4,9% de la ratio del sector industrial y el importante aumento del 16,3% de la correspondiente al sector energético. El coste unitario medio por empleado agregado para las entidades no financieras se mantiene constante.

8 Dividendos

Los dividendos distribuidos en el 2008 ascendieron a 22.353 millones de euros. En el cuadro 7 se muestran los dividendos repartidos en el ejercicio 2008 y 2007 por ramas de actividad.

Dividendos distribuidos por ramas de actividad		CUADRO 7	
	2008	2007	Variación
Energía	5.847	5.109	14,4%
Industria	1.557	1.614	-3,5%
Comercio y servicios	6.838	10.135	-32,5%
Construcción e inmobiliario	1.645	1.515	8,6%
Entidades de crédito	7.467	7.253	2,9%
Entidades de seguros	435	302	44,0%
Ajustes	-1.436	-5.711	
TOTAL	22.353	20.217	10,6%

Fuente: Elaboración propia.

Tal y como se observa, en el conjunto de entidades se ha producido un incremento del 10,6% que es debido, principalmente, al aumento de los dividendos repartidos por las entidades de crédito y las empresas energéticas. Destaca, por otro lado, la disminución de los dividendos distribuidos por el sector de comercio y servicios, principalmente por entidades dependientes de grupos consolidados cotizados.

9 Conclusiones

Las principales magnitudes financieras de las entidades con valores admitidos a negociación, en 2008, reflejan la inestabilidad en los mercados financieros internacionales, especialmente a partir de septiembre, coincidiendo con la quiebra de Lehman Brothers, y el debilitamiento de la economía real, que se ha acentuado en los últimos meses del año.

La crisis del mercado inmobiliario ha provocado un descenso significativo del volumen de ventas y de los márgenes obtenidos por las empresas constructoras e inmobiliarias, que presentan elevados niveles de endeudamiento debido a las operaciones corporativas llevadas a cabo en periodos anteriores.

Este entorno macroeconómico ha generado para las entidades de crédito: (i) importantes dificultades para obtener financiación, por su dependencia de los mercados mayoristas internacionales; (ii) una importante ralentización de su crecimiento, consecuencia de los ajustes en el mercado inmobiliario y en el sector de la construcción, unidos a una oferta más restrictiva por la percepción de un aumento generalizado del riesgo de crédito; y (iii) una importante disminución de los resultados del ejercicio debido al fuerte incremento de la morosidad.

Por su parte, el sector industrial y el de comercio y servicios no han sido ajenos a la tendencia general de disminución de resultados, debido a la menor absorción de los costes fijos, el deterioro de las existencias y el inmovilizado, el incremento de los costes de aprovisionamiento por el encarecimiento de la energía en el primer semestre del año y el incremento de los gastos financieros.

Sin embargo, las entidades del sector energético muestran una evolución alcista, basada en los resultados positivos no recurrentes derivados de las actividades interrumpidas.

Apéndice

Para facilitar la interpretación de los datos se incluyen las siguientes definiciones adoptadas para calcular ROE, ROI:

- Para ROE se utiliza el resultado después de impuestos⁹, incluyendo el obtenido de las operaciones interrumpidas; dicho resultado se ajusta por los intereses netos del efecto fiscal¹⁰ a efectos del cálculo del ROI.

Para las entidades financieras, los intereses netos considerados en el ROI son los intereses y cargas asimiladas que forman parte del margen de intermediación.

- Las magnitudes de balance (patrimonio neto e inversiones) se calculan por la semisuma de los saldos al inicio y al final de cada periodo.

Las inversiones, para las entidades no financieras, equivalen al total de los activos menos los pasivos corrientes que no tienen interés explícito y al total activo para las entidades financieras.

9 Para grupos consolidados, se considera el resultado antes de la imputación a minoritarios.

10 El tipo impositivo utilizado es el efectivamente soportado por la sociedad para obtener el gasto contable por el impuesto sobre sociedades.

Los sistemas retributivos de los consejeros de las sociedades cotizadas

Soledad García Santa y Ángel Domínguez Fernández-Burgos (*)

* Soledad García y Ángel Domínguez pertenecen a la Dirección de Informes Financieros y Contables de la CNMV.

1 Introducción

En el contexto de la crisis económica actual, las autoridades financieras de todo el mundo han puesto especial atención en los sistemas retributivos de los consejeros y altos directivos de las sociedades cotizadas, pasando a ocupar un papel central en el debate sobre las prácticas de gobierno corporativo.

Este artículo contiene un análisis sobre los sistemas retributivos de los consejos de las sociedades cotizadas españolas, identificando sus principales prácticas de transparencia. Para ello, se hace uso de la información pública difundida por las empresas, en especial la contenida en los informes anuales de gobierno corporativo.

El artículo se estructura en seis secciones. La primera incluye una síntesis del marco normativo de transparencia en materia de retribuciones tanto a nivel nacional como europeo. En las secciones 3 a 7 se describen las principales características de los sistemas retributivos de las sociedades cotizadas españolas, y el grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno. Finalmente, la sección 8 presenta las conclusiones.

2 Marco normativo de transparencia

2.1 Recomendaciones de la Comisión Europea

En diciembre de 2004 (913/2004/CE) y febrero de 2005 (162/2005/CE), se aprobaron las recomendaciones de la Comisión Europea para promover un marco de gobierno corporativo adecuado y transparente en materia de remuneraciones de los administradores.

La Recomendación 913/2004/CE invita a los Estados Miembros a adoptar medidas en cuatro áreas:

- a) Sobre la transparencia de la política de remuneraciones, se recomienda que toda empresa cotizada difunda públicamente su política retributiva, en un informe independiente, en las cuentas anuales o en el informe anual de gobierno corporativo.
- b) Divulgación de la remuneración específica de cada consejero en las cuentas anuales o en el informe sobre las remuneraciones, como medida para que los accionistas valoren la vinculación entre remuneración y resultados.
- c) Votación en Junta general de la política de retribuciones, aunque sea con carácter consultivo, como medida para asegurar que los accionistas puedan expresar

sus opiniones y ejercer una influencia real en la política de remuneraciones de la sociedad.

- d) Aprobación previa de los accionistas, mediante resolución en la Junta General, de los sistemas de pagos basados en acciones, opciones o cualquier otro instrumento que dé derecho a adquirirlas.

Por su parte, la Recomendación 162/2005/CE establece, entre otras cosas, medidas para fomentar la presencia de consejeros no ejecutivos en los órganos de administración. En concreto, recomienda la creación de un Comité de Remuneraciones compuesto por consejeros externos, en su mayoría independientes, que desempeñe un papel fundamental en el proceso establecido para fijar las retribuciones de los administradores.

La Comisión Europea indica que la adopción de estas recomendaciones, por parte de los Estados Miembros, puede seguir el cauce de normas legales o reglas basadas en el principio “cumplir o explicar”, para garantizar un nivel de flexibilidad que permita las adaptaciones necesarias según las circunstancias propias de cada entidad.

En 2007, se divulgaron dos informes de la Comisión Europea sobre el grado de incorporación de estas recomendaciones, poniéndose de manifiesto que:

- La mayoría de los Estados Miembros han incorporado las recomendaciones relativas a la transparencia de la política de retribuciones, la divulgación de la remuneración individualizada de los consejeros, la aprobación en Junta de los sistemas retributivos basados en acciones y la creación de un Comité de Remuneraciones.
- Menos de un tercio de los Estados Miembros incorporaron la recomendación relativa a la aprobación en la Junta de la política de remuneraciones mediante voto separado.
- Menos de la mitad de los Estados Miembros adoptaron la recomendación que aconseja un número de administradores independientes en las Comisiones delegadas del Consejo.
- En la mayoría de los Estados Miembros que han incorporado estas recomendaciones, la publicación de la remuneración individualizada y la aprobación de los sistemas basados en acciones se han adoptado mediante mandato legal. La transparencia y el voto en Junta de la política retributiva, así como la creación del Comité de Remuneraciones han sido incorporadas bajo el principio “cumplir o explicar”.

El 30 abril de 2009, tras un proceso de evaluación de la incorporación y aplicación de los principios contenidos en ambas recomendaciones, la Comisión Europea publicó una nueva recomendación que complementa las anteriores e incluye nuevas propuestas relativas a:

- a) La estructura de la remuneración de los consejeros:
- Los componentes variables han de ir vinculados a criterios de rendimiento que sean predeterminados y medibles, deben tener límites y una parte de ellos debe aplazarse para comprobar si se cumplen las condiciones de rendimiento establecidas. Las empresas deben poder reclamar su devolución

cuando el pago no haya estado ajustado a dichas condiciones de rendimiento.

- Los pagos por rescisión de contratos no deben superar un importe establecido o un determinado número de años de remuneración anual –no más de dos años del componente fijo– y no deben abonarse cuando la rescisión del contrato sea consecuencia de un rendimiento inadecuado.
- b) La remuneración en acciones ha de limitarse a los consejeros ejecutivos, estar sujeta a criterios de rendimiento predeterminados y medibles y no debe hacerse efectiva hasta transcurrido un plazo de, al menos, tres años desde su adjudicación. Los consejeros que posean acciones por la aplicación de un sistema retributivo han de retener una parte de ellas hasta el final de su mandato.
- c) Para facilitar la evaluación de los accionistas, la declaración relativa a las remuneraciones debe de ser clara, fácilmente comprensible y más accesible. Los accionistas, en particular los institucionales, deben ser animados a asistir a las Juntas Generales y a ejercer su voto.
- d) Al menos uno de los miembros de la Comisión de Remuneraciones ha de tener conocimientos y experiencia en materia de política de retribuciones. Además, dicha Comisión debe revisar periódicamente la política de remuneraciones y evitar los posibles conflictos de intereses de los consultores externos que contraten.

2.2 Marco regulatorio en España

Recomendaciones de los códigos

Con anterioridad a la adopción de las recomendaciones de la Comisión Europea, el Código Olivencia (1998) y el Informe Aldama (2003) establecían que la política de retribuciones debía inspirarse en el principio de máxima transparencia y orientarse por exigencias del mercado para atraer a personas competentes, estar presidida por la regla de moderación y vinculada a los rendimientos individuales y de la compañía, ofreciendo incentivos para la plena dedicación de los consejeros pero sin comprometer su independencia.

En mayo de 2006 se aprobó el Código Unificado de Buen Gobierno, que incorpora, bajo el principio de “cumplir o explicar”, todas las medidas establecidas en las Recomendaciones 913/2004/CE y 162/2005/CE de la Comisión Europea que no hubieran sido incorporadas a una norma legal.

Adicionalmente a lo establecido en dichas recomendaciones de la Comisión Europea, el Código Unificado recomienda: que se limite a los consejeros ejecutivos la práctica de vincular las retribuciones a la evolución de la cotización de las acciones; que las retribuciones variables incorporen cautelas técnicas para asegurar que tales retribuciones guardan relación con el desempeño profesional y no derivan simplemente de la evolución general de los mercados; y que la remuneración de los consejeros externos sea la necesaria para retribuir su dedicación y cualificación, pero no tan elevada como para comprometer su independencia.

Ordenamiento jurídico

Las sociedades cotizadas deben informar públicamente sobre las retribuciones de sus consejeros. Esta información se facilita por varias vías, con unos criterios de desglose y de exigencia distintos. En concreto, la información sobre la remuneración de los consejeros se difunde a través de los siguientes documentos:

- El Informe Anual de Gobierno Corporativo: la Ley 26/2003, de 17 de julio, de transparencia obliga a las sociedades anónimas cotizadas a hacer público en el IAGC información sobre la remuneración de los miembros del Consejo de Administración.

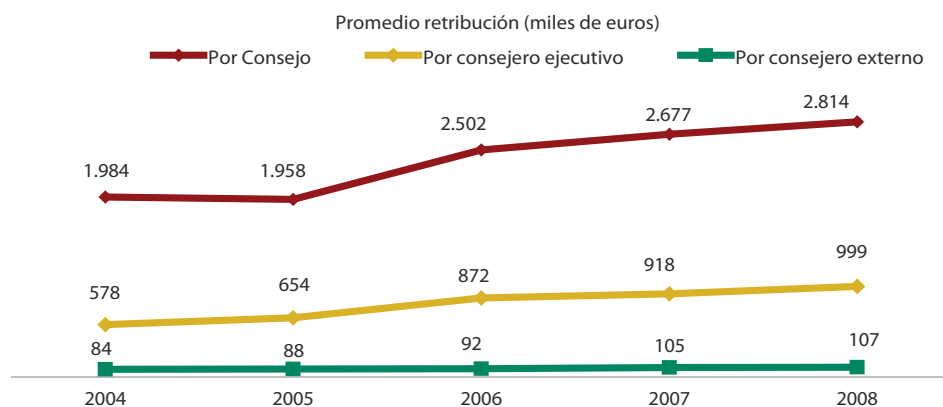
En desarrollo de esta Ley, la Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la CNMV establece, como parte del contenido obligatorio de dicho informe, las retribuciones agregadas desglosadas por conceptos y por tipología de consejeros, así como la identificación de los miembros de la alta dirección junto con la remuneración total devengada por ellos.

- El Informe de Gestión: los consejos de Administración de las sociedades cotizadas presentan a la Junta general un informe en el que se explican, entre otros, los acuerdos entre la sociedad y sus cargos de administración que dispongan indemnizaciones por dimisión o despido improcedente, o si la relación laboral llega a su fin con motivo de una oferta pública de adquisición.
- Las Cuentas Anuales: la NIC 24, Transacciones con Partes Vinculadas, exige cierta información sobre las remuneraciones de los consejeros, que debe incluirse en la memoria de las cuentas anuales.
- Las notificaciones de los consejeros y directivos: el Real Decreto 1362/2007, sobre requisitos de transparencia, establece la obligación de notificar a la CNMV los sistemas retributivos basados en acciones de los que son beneficiarios. Además, los consejeros deben comunicar la posesión de instrumentos financieros que les den derecho a la adquisición futura de acciones. La Circular 2/2007 de la CNMV desarrolló los modelos de notificación.

Por último, la Ley de Sociedades Anónimas impone un límite a la retribución que consista en una participación en las ganancias, y la obligación de aprobar en Junta general los sistemas retributivos basados en acciones, derechos de opción sobre las mismas o que estén referenciados al valor de las acciones.

3 Remuneración del Consejo y de la Alta Dirección en España

Las sociedades anónimas cotizadas informan de la retribución de los miembros de Consejo de Administración y de la Alta Dirección en la información financiera periódica y en el IAGC. De esta información pueden deducirse las siguientes pautas de comportamiento correspondientes al periodo 2004-2008:



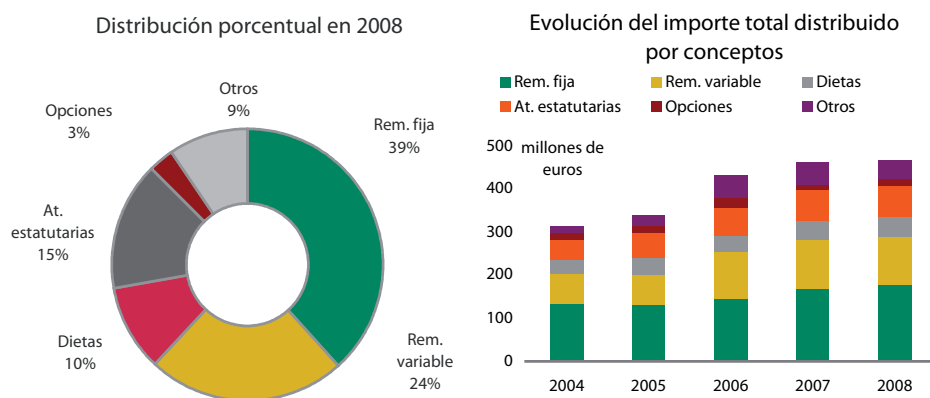
Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

¹ En 2008, hay un total de 1.709 consejeros en las 166 sociedades cotizadas de la muestra. El 18,6% son ejecutivos, el 45,9% dominicales, el 30,5% independientes y el 5,5% otros externos.

- Los conceptos retributivos de carácter fijo (remuneración fija y dietas) se incrementan cada año. En 2008, también han aumentado pero de forma más moderada que en ejercicios precedentes.
- Las remuneraciones variables, de carácter anual, ligadas a resultados (remuneración variable y atenciones estatutarias) han disminuido por primera vez en 2008.
- Los planes retributivos plurianuales (opciones y otros conceptos) tienen un comportamiento más cíclico. En 2008, se ha registrado un incremento del vencimiento de planes de opciones y una disminución de los planes de incentivos plurianuales no basados en acciones.
- Sin embargo, se observa que la disminución en unos conceptos retributivos se neutraliza por el incremento de otros y, en consecuencia, la remuneración media por Consejo y consejero aumenta cada año, como se aprecia en el gráfico 1.
- En el ejercicio 2008, la retribución media por Consejo de las sociedades del Ibex alcanza los 7,6 millones de euros, mientras que para el resto de sociedades cotizadas se sitúa en 1,3 millones de euros.

3.1 Análisis de la retribución del Consejo por conceptos retributivos

En el gráfico 2 se muestra la distribución, por concepto retributivo, de las remuneraciones percibidas por los consejos de Administración de las sociedades cotizadas y su evolución a lo largo del periodo analizado.



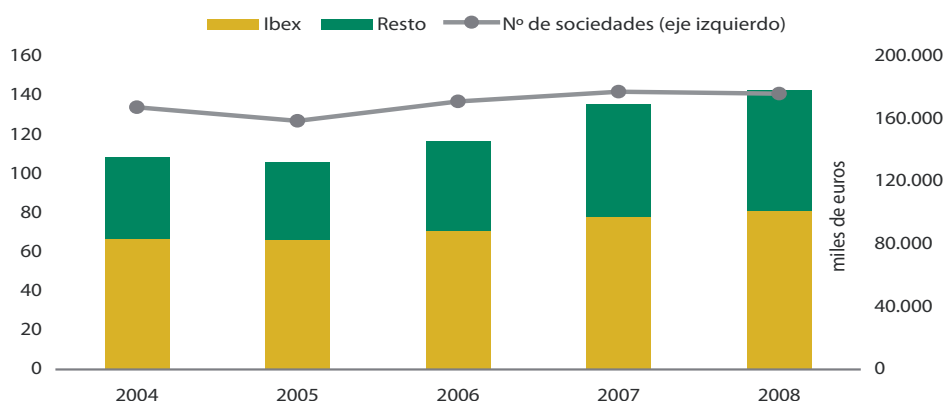
Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

La suma de la retribución fija y variable representa, cada año, más del 50% del importe total de las remuneraciones.

3.1.1 Retribución fija

Es un concepto retributivo anual que se determina, según manifiestan las compañías, siguiendo los estándares del mercado.

Evolución de la retribución fija del Consejo



	Nº sociedades	Promedio (miles de euros)	Máximo (miles de euros)	Mínimo (miles de euros)	% Variación promedio 2008-2007	% Variación importe total 2008-2004	% Peso dentro del total de la remuneración
2008 Ibex	35	2.903	10.976	380	4,3	21,9	38,4
2008 Resto	106	728	4.331	5	8,8	48,4	41,1

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

- En el año 2008, el 75% de las sociedades analizadas retribuyeron por este concepto un importe inferior a 1,5 millones de euros por Consejo. En el 25% restante se observa un elevado nivel de dispersión. Un total de 9 compañías (8 del Ibex) superan los 4 millones de euros.

- La retribución fija media por Consejo es el único concepto retributivo que cada año se incrementa respecto al ejercicio anterior. En torno al 50% del total pagado por este concepto se concentra en el Ibex.

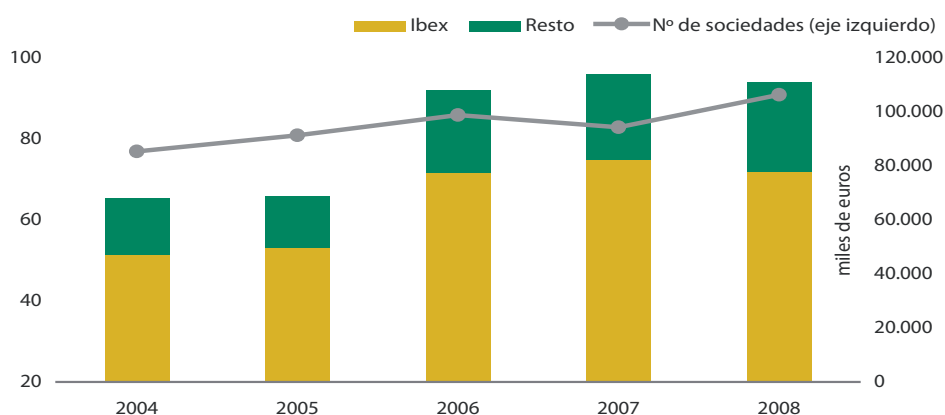
El incremento registrado en el año 2008 (6,5%) ha sido más moderado que en ejercicios anteriores, si bien sólo un tercio de las sociedades analizadas ha reducido la retribución por este concepto respecto a 2007.

3.1.2 Remuneración variable

Este concepto retributivo se destina, en la mayoría de los casos, a los consejeros ejecutivos e incluye elementos de carácter anual, vinculados a la consecución de objetivos de negocio y la evaluación del desempeño individual, y/o incentivos a medio o largo plazo relacionados con planes estratégicos o la creación de valor.

Evolución de la retribución variable del Consejo

GRÁFICO 4



	Nº sociedades	Promedio (miles de euros)	Máximo (miles de euros)	Mínimo (miles de euros)	% Variación promedio 2008-2007	% Variación importe total 2008-2004	% Peso dentro del total de la remuneración
2008							
Ibex	33	2.227	15.240	9	-14,1	66,1	29,5
Resto	58	575	5.689	8	-3,4	58,8	17,8

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

- El 75% de las sociedades que en 2008 han pagado retribución variable a sus consejeros no han alcanzado 1,5 millones de euros. Un total de 12 entidades (10 del Ibex), han superado los 2,5 millones de euros.

Más del 70% del total pagado cada año por este concepto corresponde a sistemas retributivos de las sociedades del Ibex.

- A lo largo del periodo analizado, se observa un incremento de las retribuciones variables en 2006 que se mantiene en 2007, frente a un descenso en 2008, siendo éste el primer ejercicio en el que la retribución variable disminuye respecto al año anterior.

Las sociedades que hacen público un informe de retribuciones señalan como parámetros de referencia para el cálculo de la retribución variable a corto plazo, entre otros: el beneficio neto; el resultado operativo (EBITDA); o la realización del presupuesto. Para el cálculo de la remuneración variable a medio o largo plazo, lo pará-

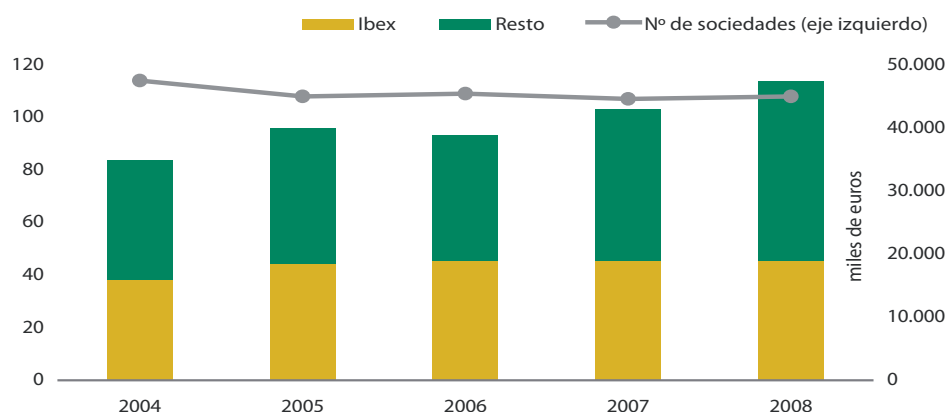
metros señalados son, entre otros: evolución de la cotización bursátil; beneficio por acción; y tasa de retorno del accionista.

3.1.3 Dietas

Las dietas retribuyen la participación de los consejeros en los distintos órganos de gobierno.

Evolución de las dietas a consejeros

GRÁFICO 5



	Nº sociedades	Promedio (miles de euros)	Máximo (miles de euros)	Mínimo (miles de euros)	% Variación promedio 2008-2007	% Variación importe total 2008-2004	% Peso dentro del total de la remuneración
2008							
Ibex	22	861	4.167	23	13,3	19,3	7,2
Resto	86	331	2.837	1	12,8	50,7	14,7

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

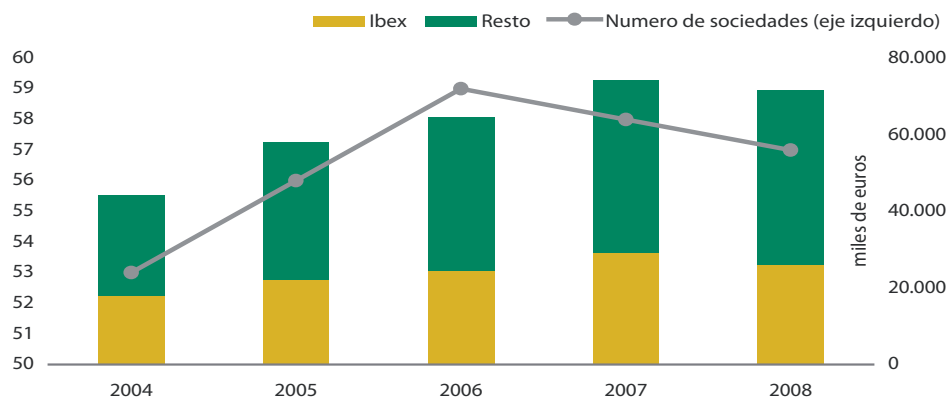
- En 2008, más del 70% de las sociedades han pagado menos de 600.000 euros en concepto de dietas. Sólo 7 sociedades (4 del Ibex) superaron la cifra de 1 millón de euros.
- Al igual que en el caso de la retribución fija, el incremento del importe medio de las dietas percibidas en 2008 por Consejo de Administración es más moderado que en el ejercicio anterior, si bien sólo un 25% de las sociedades de la muestra han disminuido las dietas respecto al 2007.

3.1.4 Atenciones estatutarias

Es un concepto retributivo de carácter anual del que son beneficiarios todos los miembros del Consejo, con independencia de su tipología.

Evolución de las atenciones estatutarias a consejeros

GRÁFICO 6



2008	Nº sociedades	Promedio (miles de euros)	Máximo (miles de euros)	Mínimo (miles de euros)	% Variación promedio 2008-2007	% Variación importe total 2008-2004	% Peso dentro del total de la remuneración
Ibex	14	1.864	4.657	56	8,3	44,4	9,9
Resto	43	1.058	5.395	42	-3,6	73,2	16,8

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

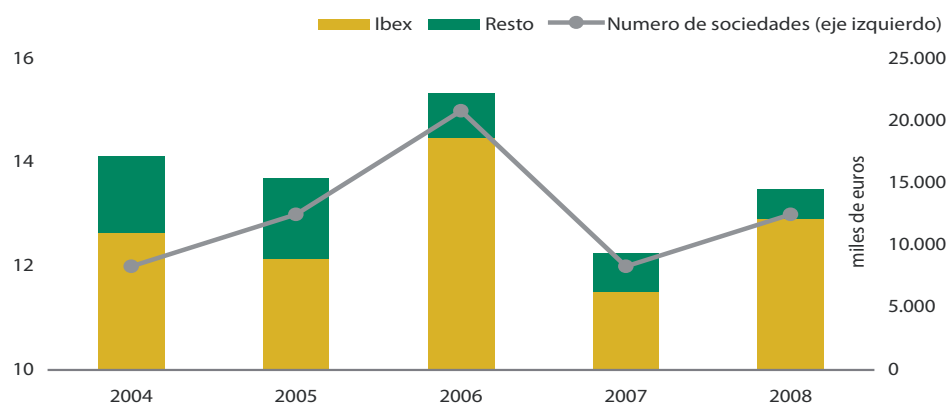
- Cada año, entre 50 y 60 sociedades declaran haber pagado atenciones estatutarias. En 2008, más del 70% de las sociedades que han pagado atenciones estatutarias a sus consejeros no han superado la cantidad de 1,5 millones de euros. Otras 12 sociedades (5 del Ibex) han desembolsado en este ejercicio más de 2 millones de euros.

3.1.5 Opciones sobre acciones y/o otros

Es una retribución que tiene como beneficiarios, de forma mayoritaria, a los consejeros ejecutivos. Suele configurarse dentro de los planes de incentivos a medio y largo plazo que buscan la fidelización del equipo directivo.

Evolución de las opciones sobre acciones a consejeros

GRÁFICO 7



2008	Nº sociedades	Promedio (miles de euros)	Máximo (miles de euros)	Mínimo (miles de euros)	% Variación promedio 2008-2007	% Variación importe total 2008-2004	% Peso dentro del total de la remuneración
Ibex	6	2.031	6.612	172	29,5	10,9	4,6
Resto	7	334	1.044	92	-14,2	-62,1	1,7

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

Como se observa en el gráfico 7, el nivel más alto se alcanza en 2006, disminuye significativamente en 2007 y vuelve a incrementarse en 2008.

Entre 12 y 15 sociedades declaran cada año el ejercicio de estos sistemas retributivos. Las sociedades del Ibex concentran más del 60% del total pagado anualmente por este concepto.

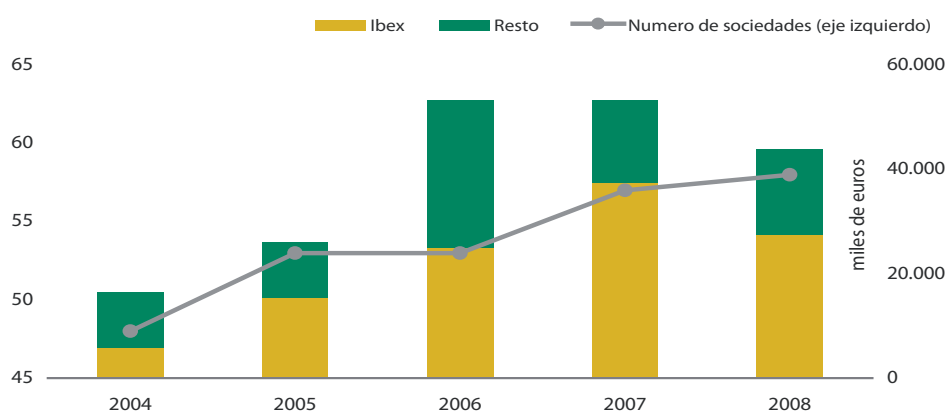
3.1.6 Otros conceptos retributivos

Las mayores cuantías incluidas en este concepto retributivo corresponden al pago de indemnizaciones o de planes de incentivos plurianuales cuando no se consideran como parte de la remuneración variable.

Los pagos en especie también se reflejan en este apartado, aunque el importe declarado por las sociedades relativo a estos pagos no es significativo.

Evolución de otros conceptos retributivos a consejeros

GRÁFICO 8



2008	Nº sociedades	Promedio (miles de euros)	Máximo (miles de euros)	Mínimo (miles de euros)	% Variación promedio 2008-2007	% Variación importe total 2008-2004	% Peso dentro del total de la remuneración
Ibex	22	1.251	10.539	3	-23,2	367,2	10,4
Resto	36	456	3.386	1	-1,8	53,9	7,8

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

- En 2006, como resultado del vencimiento de un elevado número de planes de incentivos plurianuales, se produjo un incremento interanual muy significativo, que se mantuvo en 2007 por el pago de indemnizaciones por cese o jubilación de importes elevados. En 2008, los desembolsos por este concepto disminuyeron sensiblemente.
- En 2008, un total de 91 sociedades (27 del Ibex) declaran tener constituidas cláusulas de blindaje a favor de 507 directivos (278 del Ibex). El análisis de las sociedades que aportan información relativa a estas cláusulas indemnizatorias muestra que la mayoría de ellas establecen indemnizaciones equivalentes a más de 2 anualidades de la retribución, alcanzándose las 5 anualidades en contratos de los consejeros ejecutivos de 7 sociedades del Ibex.

3.1.7 Otros beneficios retributivos

Además de los conceptos retributivos señalados, las entidades conceden a sus consejeros otros beneficios, cuyo importe medio¹ y evolución se muestran en el cuadro 1:

Importe medio de Otros beneficios retributivos

CUADRO 1

(miles de euros)

	Ibex					Resto					Total				
	2004	2005	2006	2007	2008	2004	2005	2006	2007	2008	2004	2005	2006	2007	2008
Anticipos	343	219	44	149	430	38	44	74	22	134	89	160	108	106	282
Créditos concedidos	9.047	3.191	4.358	6.073	7.938	27.465	28.233	49.256	17.818	9.230	20.448	18.693	30.889	12.784	8.861
Ap. planes de pensiones	2.116	1.749	5.193	3.582	3.728	564	290	411	193	271	1.415	1.019	2.973	1.699	1.832
Obli. contraídas planes pensiones	41.938	38.961	48.268	68.280	80.843	8.571	13.756	8.092	7.412	7.605	28.591	28.459	32.815	40.613	47.553
Primas seguros de vida	214	119	159	402	224	112	217	342	35	34	156	170	257	202	111
Garantías constituidas	3.840	2.024	4.876	4.191	8.612	33.988	41.726	42.987	18.692	7.705	21.929	24.711	26.653	12.650	8.083

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

- El importe medio de estos beneficios ha disminuido progresivamente en todos los grupos de capitalización bursátil, excepto por lo que se refiere a los anticipos, cuyo importe no es significativo, y las obligaciones contraídas por planes de pensiones.
- Se observa que la mayoría de las entidades que pagan estos beneficios a sus consejeros pertenecen al sector financiero, siendo los bancos las sociedades que cada año pagan mayores importes por estos conceptos.

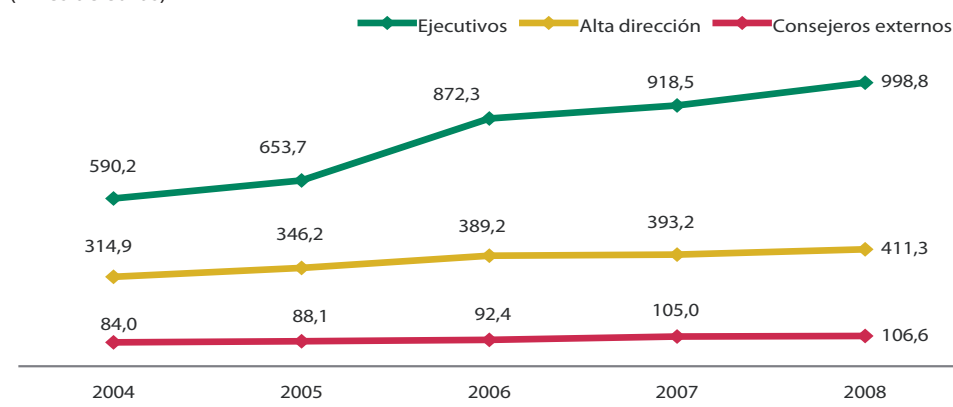
3.2 Evolución de la remuneración del Consejo por tipología de consejero

En el gráfico 9 se observa la evolución de la remuneración media de los miembros del Consejo de Administración y de la Alta Dirección

Remuneración media de consejeros y altos directivos

GRÁFICO 9

(miles de euros)



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

- Como se puede observar, en el periodo analizado, la remuneración media percibida por los consejeros y los altos directivos se ha incrementado cada año.

1 El importe medio se calcula tomando como base el número de sociedades que declara cada concepto.

- La remuneración media de los consejeros ejecutivos supera en más de dos veces la percibida por los altos directivos y más de siete veces la retribución de los consejeros externos.

3.2.1 Remuneración de los consejeros ejecutivos

La remuneración de los consejeros ejecutivos representa, cada año del periodo analizado, más del 60% del total de la remuneración de los miembros del Consejo de Administración. Los consejeros ejecutivos son los principales beneficiarios de los conceptos retributivos variables (retribución variable anual, planes de incentivos a medio y largo plazo y derechos de opción). Además, en la retribución fija se incluye el sueldo que cobran por el desempeño de su función directiva.

Como se observa en el cuadro 2, la retribución media de los consejeros ejecutivos de las sociedades del Ibex es sensiblemente más elevada que en el resto de entidades de la muestra, ya que son las que mayoritariamente tienen establecidas políticas retributivas que buscan la fidelización del equipo directivo mediante planes de incentivos, derechos de opción y cláusulas contractuales por cese o jubilación de elevada cuantía.

	2004	2005	2006	2007	2008
Ibex	1.371	1.465	1.911	2.264	2.206
Resto	308	350	455	433	539
Total	578	654	872	918	999

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

- Un total de 18 sociedades han pagado en 2008 una remuneración media por consejero ejecutivo superior a 2 millones de euros.

Hay 12 sociedades que pertenecen al Ibex y mantienen año tras año dicho nivel de remuneración.

Entre las 6 sociedades que no pertenecen al Ibex, cuatro de ellas –que en años anteriores no alcanzaban 1 millón de euros de remuneración media por consejero ejecutivo– han superado los 2,5 millones de euros en 2008 debido al pago de indemnizaciones por cese.

- En 2006 se produjo la mayor variación interanual de la remuneración media de los consejeros ejecutivos, como consecuencia del vencimiento de un elevado número de planes de incentivos plurianuales.
- En 2008, se ha registrado una disminución en la remuneración total pagada a los consejeros ejecutivos de las sociedades del Ibex. Sin embargo, no es una reducción real del nivel medio de retribución, sino la consecuencia de la desviación que se produjo en 2007 por el pago de indemnizaciones a los equipos directivos de tres sociedades del Ibex.

3.2.2 Remuneración de los consejeros externos

El cuadro 3 muestra la evolución de la remuneración media por consejero externo:

Remuneración media de los consejeros externos CUADRO 3
(miles de euros)

	Ibex					Resto					Total				
	2004	2005	2006	2007	2008	2004	2005	2006	2007	2008	2004	2005	2006	2007	2008
Dominicales	124	135	119	131	144	67	66	74	90	87	82	83	86	101	102
Independientes	113	130	148	184	171	37	47	48	63	65	65	80	85	105	104
Otros externos	239	439	528	169	321	69	104	88	88	99	119	212	208	135	162

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

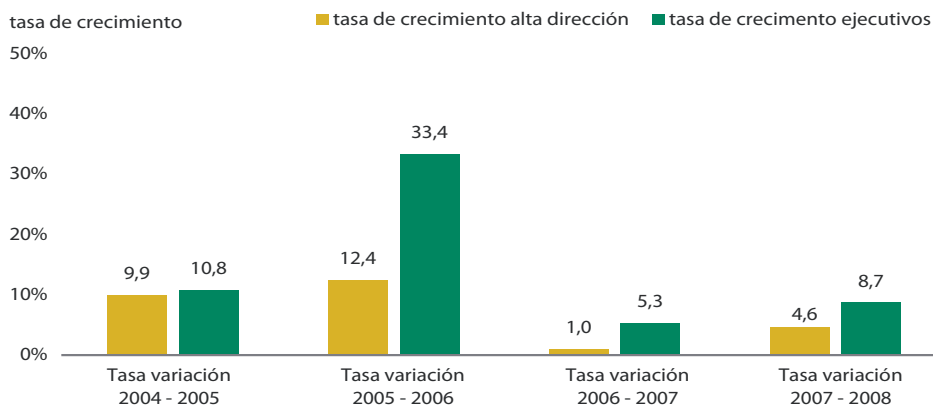
- En 2008, un total de 18 sociedades (7 del Ibex) pagaron a cada uno de sus consejeros externos, en promedio, más 200.000 euros.
- En 2008, los consejeros dominicales y otros externos han visto incrementada su remuneración media total, mientras que los independientes la han visto disminuida.
- En las compañías del Ibex se observa, en 2008, un incremento significativo de la retribución de los consejeros clasificados como otros externos, frente a la disminución de los importes percibidos por los independientes. Esto es debido a la aplicación de las definiciones del Código Unificado, que supuso la reclasificación de consejeros independientes a la categoría de otros externos, trasladando a esta última sus derechos retributivos.

3.2.3 Remuneración de los miembros de la Alta Dirección

La retribución de los miembros de la Alta Dirección tiene, al igual que en el caso de los consejeros ejecutivos, un componente fijo (sueldo) y un componente de carácter variable (retribución variable anual, planes de incentivos a medio y largo plazo y derechos de opción).

El gráfico 10 muestra la evolución de la remuneración de la Alta Dirección, comparándola con la de los consejeros ejecutivos.

Tasas de variación de la remuneración media de los consejeros ejecutivos y altos directivos GRÁFICO 10



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia

- Tal como se deduce del gráfico, la remuneración media percibida por la Alta Dirección se incrementa cada año del periodo analizado, pero su tasa de crecimiento es inferior a la de los consejeros ejecutivos.
- En 2008, más del 50% de la muestra ha incrementado la remuneración de sus directivos y 13 sociedades (9 de Ibex) han pagado una remuneración media por directivo superior a 600.000 euros.

4 Descripción de los sistemas retributivos basados en acciones

Según la información de los IAGC de 2008, un total de 22 sociedades declaran a 70 consejeros titulares de derechos de opciones sobre acciones que corresponden a sistemas retributivos cuyo plazo de ejercicio no ha vencido.

Cinco consejeros de 3 sociedades cotizadas son titulares de derechos de opción que representan entre un 0,5% y un 1% del capital. En el resto de casos no alcanzan el 0,5%.

La caída de los mercados de valores ha coincidido con el hecho de que las empresas recurran cada vez menos a sistemas retributivos referenciados a la cotización de la acción para remunerar a sus directivos. Desde 2008, únicamente 19 sociedades –el 11,4% del total de cotizadas– han comunicado la concesión de sistemas retributivos basados en la cotización de la acción.

También ha disminuido de forma significativa el impacto que estos sistemas tienen para la empresa y sus consejeros:

- a) El 40% de los planes de opciones concedidos en el ejercicio 2008 tienen un límite máximo de 12.000 euros por beneficiario, para aprovechar ciertas ventajas fiscales. Estos sistemas conceden a sus beneficiarios la posibilidad de cobrar en acciones una parte de su remuneración y aplicar la correspondiente exención fiscal.
- b) En 7 compañías que no tienen este límite de 12.000 euros la adjudicación de acciones no está sujeta a ninguna condición distinta a la permanencia en el cargo.
- c) El resto vinculan el devengo del incentivo al cumplimiento de objetivos de negocio; a la evaluación personal del beneficiario; o a la rentabilidad de la acción, calculada comparándola con las principales empresas internacionales del sector.

En la mayoría de los casos el plazo de ejercicio de los sistemas retributivos es inferior a tres años y no se establecen límites a este tipo de componentes variables, salvo cuando subyacen objetivos fiscales. Exceptuando cuatro sociedades, la concesión se limita a consejeros ejecutivos o directivos.

Durante 2008, han vencido sistemas retributivos basados en acciones en 13 compañías. El importe total del beneficio bruto antes de impuestos aplicado a este concepto asciende a 14,3 millones de euros, correspondiendo el 73% de este importe a dos entidades financieras que forman parte del Ibex.

5 Evolución de la remuneración en relación con los resultados

Con carácter general, la evolución de la remuneración media del Consejo y de la Alta Dirección no sigue la misma tendencia que la registrada por los resultados medios de las sociedades cotizadas.

En 2008, el 68% de las sociedades analizadas registraron una disminución de resultados respecto a 2007. Un total de 42 sociedades (21 en 2007) declaran un resultado antes de impuestos negativo y otras 73 sociedades obtuvieron beneficios inferiores a 2007.

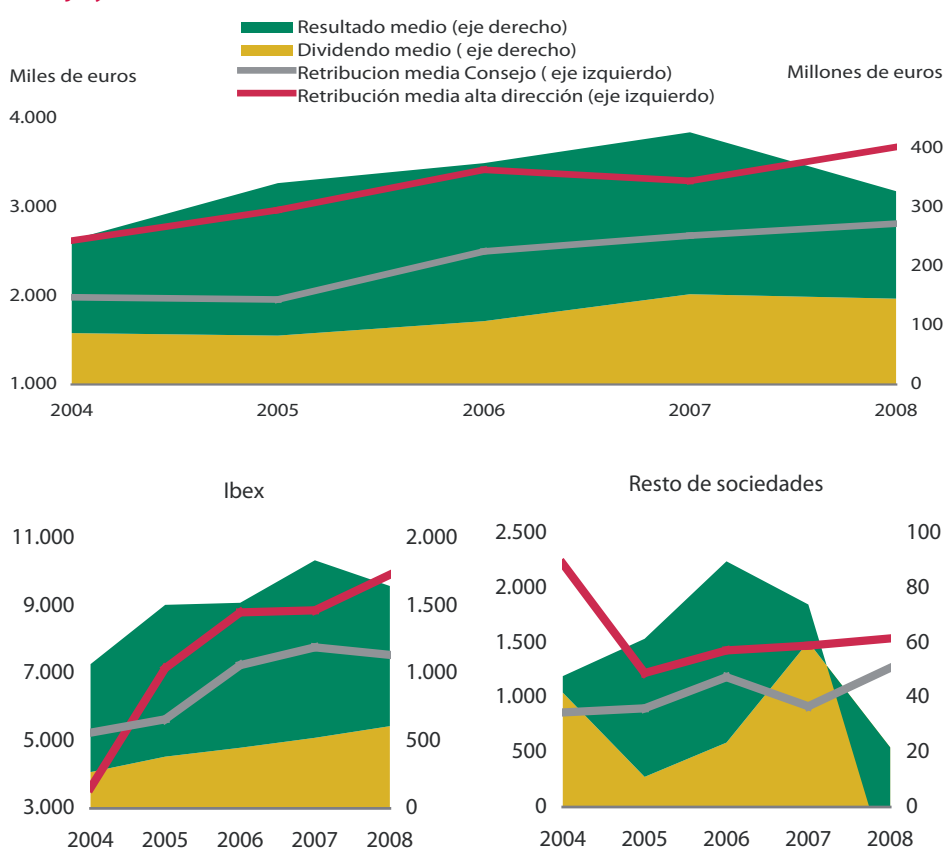
En este año, la retribución media del Consejo y de la Alta Dirección mantiene una línea ascendente, que resulta particularmente pronunciada en el caso de los directivos y que contrasta con la evolución adversa de los resultados.

Sin embargo, como se observa en el gráfico 11, el descenso de los resultados del ejercicio 2008 ha ido acompañado de un cierto grado de ajuste en la retribución media del Consejo y en los dividendos pagados, que se manifiesta especialmente en al sociedades del Ibex.

No obstante, la desaceleración de las retribuciones en 2008 de las empresas del Ibex se debe a que en 2007 pagaron una cifra extraordinaria en indemnizaciones por cese.

Evolución de resultados, dividendos y remuneración del Consejo y la alta dirección

GRÁFICO 11



Fuente: IAGC, IPP de las empresas y elaboración propia.

El cuadro 4 muestra los movimientos en la estructura retributiva de las sociedades que en 2008 registraron una disminución de resultados:

Porcentaje de sociedades con aumento de las retribuciones del Consejo o de la Alta Dirección

CUADRO 4

	% de sociedades	
	RAI 2008 positivo pero inferior a RAI 2007 (73 sociedades)	Pérdidas en 2008 (42 sociedades)
Aumento de la retribución del Consejo	46,6	57,1
Aumento de la retribución fija	58,9	40,5
Aumento de las dietas	38,4	33,3
Aumento de la retribución variable	16,4	21,4
Aumento de la retribución Otros conceptos retributivos	21,9	16,7
Aumento de la retribución media de consejeros ejecutivos	50,7	42,9
Aumento de la retribución media consejeros externos	46,6	40,5
Aumento de la retribución de la alta dirección	56,2	38,1

Fuente: IAGC, IPP de las empresas y elaboración propia.

Tal como puede observarse, los conceptos retributivos menos sensibles al ajuste derivado de la disminución de los beneficios son aquellos que no están vinculados a condiciones de eficiencia o resultados, sino que retribuyen el mero desempeño de la actividad (retribución fija y dietas).

5.1 Sociedades con resultado antes de impuestos negativo en 2008

De las 42 sociedades (4 del Ibex) que presentan pérdidas en 2008, el 57,1% incrementó la retribución del Consejo y el 38,1% la de la Alta Dirección:

- En 7 de ellas, la retribución fija pagada aumentó más de un 10%, respecto al ejercicio anterior. Otras 12 sociedades incrementaron el importe de alguno de los conceptos retributivos de carácter variable, lo que pone de manifiesto la ausencia de medidas de ajuste por parte de sociedades que están en situación de pérdidas.
- La retribución media de los consejeros ejecutivos se ha incrementado más del 15% en 10 entidades, debido al pago de indemnizaciones o conceptos retributivos variables.
- En 11 sociedades con pérdidas en 2008, se han pagado conceptos retributivos que están limitados estatutariamente a un porcentaje máximo de beneficios.

Una de ellas indica que el límite se aplicará sobre los resultados del ejercicio precedente y otras dos explican que compensarán dichos pagos con las remuneraciones que se devenguen en ejercicios futuros.

5.2 Sociedades con beneficios en 2008 inferiores a 2007

La mayoría de las 73 sociedades (15 del Ibex) que no han sufrido pérdidas pero cuyo beneficio ha disminuido respecto al año anterior incrementaron la retribución del Consejo de Administración y de la Alta Dirección:

- En 20 casos la remuneración fija ha aumentado más de un 20% respecto al 2007. Hay 6 sociedades que pagaron en concepto de retribución variable un 20% más y otras 8 entidades incrementaron el pago por otros conceptos retributivos por encima de ese porcentaje. En 17 sociedades, la retribución de los consejeros ejecutivos aumentó por encima del 20%.
- En la mayoría de los casos, estos crecimientos obedecen al vencimiento de planes plurianuales de incentivos que finalizaban en 2007 y generaron la obligación de pago en 2008, con independencia de la evolución del resultado del ejercicio.

6 Remuneraciones del Consejo por sectores de actividad

En el cuadro 5 se muestran las remuneraciones medias de los consejos de Administración de las sociedades cotizadas, agrupadas por sectores de actividad, para el periodo comprendido entre 2004 y 2008:

Remuneración media del Consejo por sector de actividad		CUADRO 5				
	2004	2005	2006	2007	2008	
Energía y agua	2.877	2.937	3.692	4.482	4.310	
Industria	1.257	1.432	1.328	1.558	1.403	
Construcción e inmobiliario	1.622	1.617	2.685	2.547	2.945	
Comercio y servicios	2.007	2.411	2.603	2.880	3.224	
Sector financiero	2.020	2.327	3.522	3.616	5.495	

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

- El sector que tradicionalmente registra una mayor remuneración media por Consejo es el de Energía y agua, del que forman parte las empresas de mayor capitalización.

En 2004, la remuneración media del sector Energía y agua representaba el doble de la percibida por los consejos de Administración de las empresas del sector Industria. Esa proporción se ha ido incrementando desde el ejercicio 2004, hasta suponer más del triple en 2008.

- Hasta 2006 no había diferencias significativas entre la retribución media de los sectores Financiero y Comercio y servicios. Sin embargo en ese año, con el vencimiento de los planes plurianuales de incentivos de dos bancos, se produce un mayor incremento en el sector financiero.

En 2008, la retribución media de los consejos del sector financiero es un 70,4% mayor que la del sector Comercio y servicios. En el último año, la remuneración del sector financiero se incrementó un 52,8%, pasando de 3,6 millones de euros en 2007 a 5,5 millones en 2008.

- En 2008, la retribución media del sector de Construcción e inmobiliario aumentó un 15,6%. Parte de este aumento se explica por el incremento del 135% de la remuneración del Consejo en una sociedad, que ha pagado indemnizaciones por el cese de consejeros.

- El sector Comercio y servicios registra un incremento respecto a 2007 del 11,9%, pero no corresponde a un aumento de la remuneración de las sociedades que componen el sector, sino a cambios en las entidades que conforman la muestra.

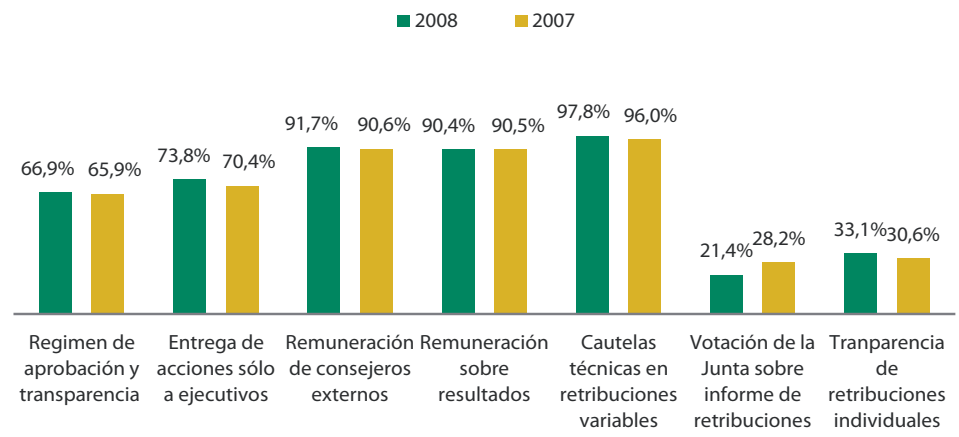
7 Seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado

Las sociedades tienen que informar en sus IAGC, bajo el principio de cumplir o explicar, del grado de seguimiento de las recomendaciones del Código. Los datos que se analizan a continuación han sido extraídos de los IAGC de 2008. Por tanto, conviene advertir que el proceso de revisión actualmente en curso podría generar modificaciones de los epígrafes de los IAGC sobre el grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado.

El gráfico 12 muestra el grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado sobre las retribuciones para los ejercicios 2007 y 2008:

Grado de seguimiento del Código Unificado

GRÁFICO 12



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

- El 33,1% de las sociedades cotizadas declara no seguir la recomendación relativa al régimen de aprobación y transparencia de la política de retribuciones, bien porque no la han definido como tal o porque dicha política no contempla todas las cuestiones previstas en el Código, en particular la retribución variable y los sistemas de previsión.
- El Código Unificado recomienda que se circunscriban a los consejeros ejecutivos los sistemas retributivos que incorporan una retribución variable vinculada a la evolución de los beneficios, a otros indicadores financieros de gestión o a la cotización de la acción. Durante el ejercicio 2008 se ha incrementado el número de sociedades que siguen esta práctica de buen gobierno, pasando de cumplirla el 70,4% de las sociedades en 2007, al 73,8% en 2008.
- El 91,7% de las sociedades (90,6% en 2007) siguen la recomendación de que la remuneración de los consejeros externos sea la necesaria para retribuir la dedicación, cualificación y responsabilidad que el cargo exija; pero no tan elevada como para comprometer su independencia.

- El Código recomienda que las remuneraciones relacionadas con los resultados de la sociedad tomen en cuenta las eventuales salvedades del informe de auditoría. El 9,6% de las sociedades declaran en su IAGC que no han tenido en cuenta esta práctica de buen gobierno.
- La recomendación relativa a las retribuciones del Consejo con mayor nivel de aceptación es la referente a que las remuneraciones variables guarden relación con el desempeño profesional de sus beneficiarios, y no deriven simplemente de la evolución general de los mercados o de otras circunstancias similares.

Únicamente el 2,2% de las sociedades declaran que no siguen esta práctica de buen gobierno. Sin embargo, la mayoría de los informes sobre retribuciones difundidos no concretan los procedimientos de medición del desempeño.

- La recomendación con menor nivel de seguimiento es la de someter a la Junta, como punto separado del orden del día y con carácter consultivo, un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros. Únicamente la siguen completamente el 21,4% de las sociedades, porcentaje inferior al 28,2% registrado en los IAGC de 2007.

Algunas sociedades han optado por que sea el Consejo quien apruebe dicha política e informe a la Junta General de las remuneraciones devengadas durante el ejercicio, pero sin publicar la política de retribuciones futura.

- El 33,1% de las sociedades cotizadas indican en sus IAGC que detallan en la memoria de las cuentas anuales las retribuciones individuales de los consejeros. Las sociedades que no siguen esta recomendación lo justifican diciendo que la información exigida por la Ley, en el IAGC y en las cuentas anuales, es suficiente.

8 Conclusiones

En España, al igual que en el resto de los Estados de la Unión, la arquitectura regulatoria sobre las retribuciones de los consejeros de las sociedades cotizadas se ha desarrollado de forma híbrida, mediante una combinación de requisitos legales y recomendaciones en Códigos de buen gobierno bajo el principio “cumplir o explicar”, pudiendo señalarse que:

- En la gran mayoría de los Estados Miembros, a excepción de los sistemas basados en acciones, la aprobación de los sistemas retributivos es una materia que se reservan los consejos de Administración. Los contenidos de la política retributiva están normalmente desarrollados en códigos voluntarios y la transparencia individualizada de las retribuciones es, en la actualidad, una exigencia legal en la mayoría de los países de la Unión Europea.
- Cuando el marco de referencia sobre estas materias se establece a través de recomendaciones de códigos de buenas prácticas, el nivel de transparencia y de implicación de los accionistas en el proceso de fijación de las políticas retributivas se reduce sensiblemente.
- En Estados Unidos, las reformas de la nueva ley para la protección de los accionistas (la “Schumer Bill”) permitirá a las juntas opinar sobre las retribuciones de los administradores de las sociedades (*say on pay*).

El Código Unificado español incorporó las recomendaciones formuladas por la Comisión Europea en 2004. Sin embargo, al analizar su seguimiento efectivo por las sociedades cotizadas españolas se pone de manifiesto que:

- a) El principio de “cumplir o explicar” otorga la flexibilidad necesaria para que cada sociedad cotizada adapte el cumplimiento de las recomendaciones a sus circunstancias concretas, pero también implica que a los accionistas se les facilita información con distintos niveles de transparencia en materia de retribuciones:
 - En los ejercicios 2007 y 2008, las recomendaciones del Código con menor índice de seguimiento fueron las relacionadas con la transparencia de las retribuciones de los consejeros.
 - La difusión individualizada de todos los conceptos retributivos devengados o percibidos por los miembros del Consejo es una recomendación seguida tan sólo por un 33% en 2008.
 - El seguimiento de la recomendación sobre la votación en la Junta general del informe sobre la política de retribuciones se reduce al 21% de las sociedades cotizadas, frente al 28% en 2007.
- b) Algunos informes sobre retribuciones se limitan a reproducir los preceptos establecidos en la normativa interna de las sociedades, mientras que otros detallan, en mayor o menor medida, los aspectos de la política retributiva y de las remuneraciones individuales.
- c) En la práctica totalidad de las sociedades cotizadas que difunden información, el contenido de los componentes de la retribución variable no muestra el grado de detalle necesario para que un inversor pueda evaluar su razonabilidad, o el grado de alienación de sus intereses con los de los administradores y, por tanto, su oportunidad.

En cuanto a la evolución de la estructura y la cuantía de las retribuciones de los consejeros en 2008, el análisis de los informes públicos de las sociedades españolas permite destacar lo siguiente:

- d) La remuneración media por Consejo y por consejero se incrementa cada año, incluso en 2008, a pesar del descenso de los resultados de las empresas cotizadas. No obstante, el aumento registrado en este año ha sido algo inferior al de años anteriores, donde se registraron incrementos significativos.
- e) En 2008, la disminución de los conceptos retributivos variables ha sido compensada con un incremento de la remuneración de los conceptos fijos.
- f) En algunas sociedades con pérdidas en 2008 se han pagado conceptos retributivos que estatutariamente estaban condicionados a la obtención de beneficios. También se han materializado planes de incentivos e indemnizaciones por cese que no han tenido en cuenta la situación actual de la empresa.
- g) Las empresas recurren cada vez menos a sistemas retributivos referenciados a la cotización de la acción.
- h) Tradicionalmente, el sector que mejor remuneraba a sus consejeros era el de Energía y Agua. En 2008, estos sectores han sido superados por el sector financiero.

La Recomendación complementaria difundida en 2009 por la Comisión Europea establece nuevas medidas que, en su mayoría, no están recogidas en el Código español. Debe señalarse que algunas prácticas de las sociedades españolas no se ajustan a lo recomendado, como se advierte a continuación:

- i) En la mayoría de los casos, el plazo de ejercicio de los sistemas retributivos basados en acciones es inferior a tres años, en lugar de superarlos como recomienda la Comisión.
- j) La mayoría de las indemnizaciones que se establecen en las cláusulas de los contratos son equivalentes a más de dos anualidades de salario fijo, que es el límite que recomienda la Comisión.

Además, es muy frecuente que el importe de las indemnizaciones pactadas por los consejeros españoles no se limite al componente fijo recomendado, pues también incluyen la parte variable.

- k) Aunque en algunos casos se indican los parámetros de referencia para el cálculo de los componentes de la retribución variable, prácticamente ninguno de los informes públicos sobre retribuciones desglosa la fórmula concreta que determina su cuantía de forma predeterminada y medible, tal y como recomienda la Comisión Europea.

Los Estados Miembros tendrán que estudiar y evaluar antes del 31 de diciembre de 2009 la necesidad de incorporar estas nuevas medidas planteadas por la Comisión Europea, y definir el cauce obligatorio (norma vinculante) o voluntario (principio de “cumplir o explicar”) para su adopción. La CNMV tiene previsto hacer una propuesta concreta al Ministerio de Economía y Hacienda sobre esta materia.

9 Bibliografía

Código Unificado de Buen Gobierno (2006).

Executive Remuneration – ABI Guidelines on Policies and Practices (2007).

ICGN Remuneration Guidelines (2006).

Informe anual de gobierno Corporativo de las sociedades anónimas cotizadas (ejercicios 2004 al 2008).

Informes de remuneraciones difundidos en las juntas generales de las sociedades cotizadas (ejercicios 2007 y 2008).

Informes elaborados en 2007 por la Comisión Europea sobre la incorporación por los Estados Miembros de las recomendaciones 2004/913/CE y 2005/162/CE.

Información pública periódica de las sociedades cotizadas (ejercicios 2004 al 2008).

OECD - *Corporate Governance Lessons from the financial crisis* (2009).

Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

Recomendación de la Comisión Europea que complementa las recomendaciones 2004/913/CE y 2005/162/CE. (2009).

Recomendaciones de la Comisión Europea 2004/913/CE, 2005/162/CE por las que se regula la remuneración de los consejeros y el papel de los comités de los consejos de administración de las empresas con cotización en bolsa.

Organización de los mercados de derivados y las cámaras de contrapartida central

Javier González Pueyo (*)

* Javier González Pueyo pertenece al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV. El presente artículo es un resumen actualizado de la monografía nº 35 de la CNMV, del mismo título.

1 Introducción

El objetivo de este artículo es presentar la situación actual y las perspectivas de los mercados de derivados (regulados y *over the counter*, OTC) y de las cámaras de contrapartida central (CCP) que sirven de infraestructura de liquidación de esos contratos. En el actual entorno marcado por la crisis financiera internacional, los mercados de derivados se encuentran inmersos en el mayor proceso de cambio de su historia. Esta etapa de transformación surge como consecuencia tanto de los propios movimientos estratégicos del mercado como de la proyectada reforma del régimen de regulación y supervisión iniciada en Europa y EE.UU., cuyo objetivo final es mejorar el funcionamiento de los mercados de derivados para salvaguardar la estabilidad financiera.

El primer apartado de este artículo describe las características de los principales mercados regulados de derivados, sus participantes, posición competitiva y las tendencias y estrategias de crecimiento que emplean. El segundo apartado se centra en el mercado OTC y, además de sus características más significativas, señala los efectos que se han producido como consecuencia de los problemas de sus mayores participantes.

Se dedica un tercer apartado a las CCP. En él, se hace un breve repaso de los riesgos a los que se enfrentan, así como de los mecanismos que utilizan para controlarlos, y se lleva a cabo una revisión de los estándares internacionales aplicables a las CCP. Se inicia el debate sobre la factibilidad y conveniencia de liquidar, incluso de manera obligatoria, los contratos OTC en las cámaras y los posibles inconvenientes que esto generaría sobre los riesgos de la cámara y del sistema financiero en su conjunto. Por último, se hace un repaso de la situación de los proyectos de reforma normativa y supervisora del mercado OTC en EE.UU. y Europa. En el quinto apartado se recogen las conclusiones.

2 Mercados regulados de derivados

Los mercados regulados de derivados (*exchange traded derivatives markets*) presentan unas características diferenciadoras respecto a los mercados OTC que van más allá de su carácter multilateral, frente al bilateral tradicionalmente predominante en estos últimos.

2.1 Caracterización

Durante 2008 se negociaron en los mercados regulados 17.639 millones de contratos y al final de 2008 permanecían abiertos 626 millones. Al cierre de diciembre de 2008 el importe nocional de los contratos de derivados pendientes de liquidar (posición

abierta) en el conjunto de los mercados regulados ascendía a 59,8 billones de dólares¹. El cuadro 1 incluye los volúmenes en número de contratos negociados en los principales mercados mundiales y en MEFF (mercado español). Dada la heterogeneidad de los nocionales de cada contrato es muy difícil hacer una clasificación en términos de efectivo, pero dejando a un lado la Korea Exchange, cuyos contratos son de nocional muy pequeño, podría concluirse que los tres mercados más importantes son CME Group, Eurex y Liffe.

Mayores mercados regulados de derivados

CUADRO 1

Numero de contratos negociados y/o liquidados

Posición	Mercado	ene-dic 2007	ene-dic 2008	% Variación
1	CME Group	3.158.383.678	3.277.645.351	3,8%
2	Eurex (inc. ISE)	2.704.209.603	3.172.704.773	17,3%
3	Korea Exchange	2.777.416.098	2.865.482.319	3,2%
4	NYSE Euronext Liffe	1.525.247.465	1.675.791.242	9,9%
5	CBOE	945.608.754	1.194.516.467	26,3%
6	BM&F Bovespa	794.053.775	741.889.113	-6,6%
24	MEFF (España)	51.859.591	83.416.762	60,9%

Fuente: Futures Industry.

Tipos de contratos negociados en los principales mercados mundiales de derivados

CUADRO 2

Subyacente contratos	CME Group ¹	Eurex ²	Liffe ³	
			(NYSE Euronext)	MEFF
Índices renta variable	✓	✓	✓	✓
Acciones individuales		✓	✓	✓
				✓
Tipos de interés	✓	✓	✓	(sin actividad)
Materias primas	✓	✓	✓	
Energía	✓	✓	✓	
Divisas	✓		✓	
Crédito (CDS)	✓	✓	✓	

Fuente: Elaboración propia con información pública de cada mercado.

- 1 CME Group incluye los mercados Chicago Mercantile Exchange (CME), Chicago Board of Trade (CBOT) y New York Mercantile Exchange (NYMEX).
- 2 Eurex está participada a partes iguales por la Deutsche Börse AG y la SIX Swiss Exchange AG. En 2007 adquirió Internacional Securities Exchange, Inc.
- 3 Liffe es el área de negocio de derivados del grupo NYSE Euronext Group y opera en los mercados de Ámsterdam, Bruselas, Lisboa, Londres y París.

Los contratos sobre subyacentes de renta variable (índices, en primer lugar, y acciones individuales, en segundo) son los más negociados en los principales mercados y es en este segmento donde la participación minorista es mayor.

Los participantes en los mercados regulados de derivados son fundamentalmente entidades de crédito, empresas de servicios de inversión, fondos de inversión, aseguradoras y empresas. Además de la complejidad de los instrumentos negociados, el tamaño de los contratos, en términos de valor nominal, es elevado², lo que limita la participación directa del inversor minorista. El segmento de derivados sobre tipos de interés a corto plazo y sobre bono nocional ha sido tradicionalmente un nicho

1 BIS Quarterly review, March 2009.

2 Como ejemplo, en el segmento de tipos de interés de Eurex, un contrato de futuros sobre el Eonia a un mes tiene un nominal de 3 millones de euros, y los futuros sobre bono nocional, de 100.000 euros.

de participantes interbancarios. El segmento de derivados de crédito (CDS) también cuenta con una participación casi exclusiva de entidades de crédito, *hedge funds* y aseguradoras.

Los mercados regulados³ cuentan con una normativa que guía su actuación. Dependiendo del modelo de regulación, la normativa puede emanar del propio mercado (*self regulatory organizations* o SRO, con facultades en áreas como la determinación de los participantes en los mercados, la admisión de contratos y la negociación) o de una autoridad competente (Comisión de Valores, Tesoro o Ministerio de Economía) que elabora normas de rango legal superior y que autoriza y supervisa a las SRO. En la Unión Europea, la Directiva 2004/39 de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID), señala una serie de requisitos recogidos en los artículos 37 a 45 que deben cumplir los mercados que deseen ser autorizados como mercados regulados.

Además, los mercados regulados están sujetos a supervisión, que puede ser del propio mercado, con el alcance determinado en su regulación, o de una autoridad pública. En la mayoría de casos la supervisión es compartida, en diversos grados, entre el mercado y la autoridad supervisora, como sucede en el caso español.

2.2 Tendencias

Internacionalización de los productos

Como se señaló en el cuadro 2, en la actualidad los mayores mercados mundiales cuentan con una amplia gama de productos. Dentro de cada uno de ellos, los contratos tienen como subyacente activos internacionales (fundamentalmente acciones y bonos), algo que no era habitual en el pasado más reciente, salvo en los contratos sobre bono nocial.

Hasta mediados de los años noventa, el negocio de los mercados de derivados estaba basado primordialmente en subyacentes domésticos con liquidación por entrega física. Estas dos características conferían un alto grado de diferenciación a cada mercado, lo que, unido a la existencia de barreras de entrada⁴, reducía el nivel de rivalidad entre mercados de diferentes países⁵.

En la actualidad, el segmento de los contratos sobre acciones individuales está sujeto a la competencia internacional debido a la entrada de sustitutos, constituidos por contratos con idénticas características⁶. Salvo el Grupo CME, centrado en los índices, la mayoría de los mercados de derivados (MEFF incluido) ofertan contratos de futuros y opciones sobre acciones de empresas internacionales y no existen barreras de

3 La Directiva 2004/39 de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID), define un mercado regulado como un sistema multilateral operado por un gestor, que permite reunir según normas no discrecionales los diversos intereses de compra y venta de múltiples terceros. También incluye la necesidad de que el mercado esté autorizado por una autoridad competente y funcione de forma regular.

4 Materializadas en una alta inversión en sistemas de negociación y red de comunicaciones, en los procesos de aprobación del mercado y en el saber hacer (*know how*) específico de los mercados de derivados.

5 De acuerdo con el modelo de Porter (1985), en el sector había una reducida rivalidad debido a la ausencia de productos sustitutivos.

6 En el caso de MEFF, los contratos de futuros sobre acciones españolas liquidables por diferencias son idénticos a los ofrecidos por Eurex y BClear.

entrada ni objeciones normativas que impidan la deslocalización en la negociación de los subyacentes nacionales, de manera que pueden encontrarse futuros sobre una misma acción en diferentes mercados internacionales.

Por otra parte, la alternativa de liquidación por diferencias elimina las dificultades y los mayores costes que supondría la liquidación por entrega en los contratos sobre acciones internacionales, lo que facilita la entrada en el negocio a nuevos participantes y el lanzamiento en los mercados establecidos de contratos sobre diversos subyacentes con independencia de su país de negociación en contado.

Conexiones, accesos internacionales e inversión creciente en sistemas de negociación

Los avances tecnológicos han facilitado el acceso remoto a los diferentes mercados de derivados mundiales y han proporcionado las herramientas para la interconexión de estos y la puesta en práctica de diferentes *joint ventures*.

Las conexiones y accesos internacionales incluyen desde la instalación de pantallas de negociación en otros países para facilitar el acceso remoto al mercado hasta los acuerdos por los que se posibilita la negociación de contratos de otros mercados a través del sistema de negociación (*cross-listing*). En ambos casos, se trata de ampliar la base de clientes haciendo que la localización del mercado no sea un elemento esencial en su estrategia de negocio.

Un número creciente de operaciones tiene su origen en sistemas automatizados de negociación, lo que obliga a los mercados de derivados a una mejora tecnológica continua de sus sistemas de negociación que les permita absorber un creciente flujo de órdenes por segundo. Esta creciente inversión en tecnología constituye uno de los principales motivos para la consolidación de los mercados de derivados.

Consolidaciones entre mercados

La globalización de los mercados financieros, la convergencia regulatoria⁷, la posibilidad de explotar economías de escala y la necesidad de reducir costes medios de explotación han promovido un proceso continuo de consolidación en los mercados de derivados. Esta concentración no se ha detenido en fusiones horizontales intermercados, sino que también se han producido fusiones que han dado lugar a mercados conjuntos de derivados y contado, o a fusiones verticales entre mercados y Cámaras de Contrapartida Central (CCP).

Los tres mercados regulados de derivados más importantes del mundo (CME Group, Eurex y Liffe) provienen de la consolidación de diferentes mercados dentro de su continente. Adicionalmente, Liffe, adquirida en 2001 por Euronext, pertenece a una alianza trasatlántica con la NYSE (EE.UU.).

Según IOSCO⁸, uno de los retos que presentan estos grupos con actividad en diferentes jurisdicciones se encuentra en la puesta en práctica de una supervisión coordinada entre los diferentes países implicados. Entre las soluciones propuestas se señalan la búsqueda de acuerdos de cooperación e intercambio de información entre reguladores y la colaboración de las bolsas para llevar a cabo una supervisión

7 Promovida desde IOSCO y CESR y puesta en vigor a través de las directivas europeas.

8 "Regulatory issues arising from exchange evolution".

más eficiente y efectiva. Cabe destacar la petición realizada por NYSE para que las actividades de Euronext conserven la supervisión y regulación europeas.

2.3 Convergencia entre mercados regulados y OTC

Plataforma multilateral de negociación

Hasta hace unos años, uno de los rasgos diferenciadores entre el segmento OTC y los mercados regulados se encontraba en la organización de la negociación. La negociación de los contratos en los mercados regulados de derivados tiene lugar principalmente a través de plataformas electrónicas (mayoritarias en los mercados europeos) y, cada vez en menor medida, mediante corros (*open outcry*, utilizados únicamente en algunos mercados de derivados sobre materias primas). En ambos casos, la negociación se realiza de manera multilateral. Por el contrario, la negociación en el segmento OTC suele tener lugar de manera bilateral y predominantemente por vía telefónica.

En los últimos años se ha observado una convergencia en la negociación de los mercados regulados y OTC. Por un lado, se ha producido un incremento de la negociación de instrumentos OTC a través de plataformas electrónicas multilaterales⁹ y, por otro, una parte de la negociación en los mercados regulados se canaliza a través de operaciones bilaterales que posteriormente se comunican al mercado para su registro en la CCP.

Existencia de CCP

Otra de las tradicionales diferencias entre ambos mercados reside en la existencia de una CCP que garantiza el buen fin de los contratos registrados en los mercados regulados. De esta manera, los participantes de los mercados regulados sustituyen el riesgo de crédito de la contraparte por el de una CCP. Sin embargo, en los últimos años, el registro de los contratos en CCP ha dejado de ser un elemento exclusivo de los instrumentos negociados en los mercados regulados¹⁰.

No obstante, según el informe “The Global Derivatives Market” del Deutsche Börse Group, todavía menos del 10% de los contratos OTC se liquidan en cámaras. El segmento OTC más maduro en términos de utilización de cámaras de contrapartida central es el de *swaps* de tipos de interés, donde SwapClear liquida el 40% de los contratos totales de acuerdo con el informe trimestral de diciembre de 2007 del BIS.

9 Como ejemplo, Creditex, adquirida en 2008 por el mercado regulado Intercontinental Exchange, fue en 2004 la primera plataforma electrónica de negociación de Credit Default Swaps (CDS), que también pueden negociarse en otras plataformas como MarketAxess y Tradeweb.

10 Buena muestra de ello fue el lanzamiento, el 22 de diciembre de 2008, de un servicio de contrapartida central para CDS por parte de BClear, propiedad de LCH.Clearnet Ltd., y los planes en este mismo sentido de Eurex Clearing, CME Group Citadel (que en diciembre de 2008 obtuvo la autorización de la Reserva Federal de Nueva York y la CFTC) e Intercontinental Exchange, que opera desde marzo de 2009. BClear también ofrecerá servicios de contrapartida central a contratos OTC sobre materias primas (cacao, café y azúcar). Mucho antes, en septiembre de 1999, LCH.Clearnet había lanzado SwapClear, una cámara de contrapartida central para *swaps* sobre tipos de interés, proyecto que MEFF Renta Fija también estuvo evaluando en 1995 sin llegar a materializarlo.

Contratos estandarizados

Los contratos negociados en los mercados regulados de derivados presentan un alto grado de estandarización en lo que respecta a sus principales características. Esta estandarización facilita su fungibilidad de manera que una posición compradora en un contrato puede cancelarse tomando una posición contraria (vendedora) en el mercado.

En los últimos años, los mercados OTC han incrementado la estandarización de los contratos, especialmente los de derivados sobre crédito y los de *swaps* de tipos de interés, que presentan las mayores semejanzas con los mercados regulados. En ambos casos, los contratos presentan un elevado grado de estandarización y un porcentaje importante se negocia en plataformas electrónicas y se liquida en CCP.

3 Mercados de derivados OTC

De acuerdo con la definición de la ISDA¹¹, una operación *over the counter* (OTC) es aquella en la que los términos del contrato se determinan libremente por dos contrapartes, en contraposición con las realizadas en los mercados regulados, en las que las características de los contratos están predeterminadas. Aunque tradicionalmente la actividad de los mercados OTC no ha estado sujeta a regulación y supervisión, las reformas de los sistemas de supervisión financieros iniciadas en EE.UU. y Europa prevén la incorporación de determinados contratos a su ámbito de supervisión, como consecuencia del papel generador y acelerador de la crisis atribuido a estos mercados por no pocos autores. La innovación, una de las señas de identidad de los mercados OTC e impulso positivo para el bienestar general, ha servido también para conseguir objetivos que únicamente generan beneficios para los estructuradores y distribuidores de los contratos, tales como el enmascaramiento del riesgo real de los productos, la búsqueda de lagunas regulatorias y la distribución rápida generadora de importantes comisiones.

3.1 Caracterización

El importe nocional pendiente de liquidar de los contratos OTC ascendía en diciembre de 2008 a 591 billones de dólares, lo que suponía una cuota del 92% sobre el total del mercado de derivados (OTC más regulado) de acuerdo con el último informe sobre actividad OTC publicado por el BIS en mayo de 2009. El volumen de negociación OTC es varias veces superior al de los mercados de derivados regulados, especialmente en los contratos de tipos de interés y de divisas.

En los contratos sobre renta variable (índices y acciones) la cuota de negociación OTC y en mercados regulados se reparte al 50%. Una de las posibles causas de este equilibrio en la cuota de negociación en los contratos sobre renta variable podría encontrarse en el menor tamaño nominal de los contratos en los mercados regulados, que facilitaría el acceso y propiciaría la mayor participación de minoristas (ausentes de los mercados OTC) que acudirían, en su totalidad, a los mercados regulados.

11 International Swaps and Derivatives Association, Inc.

Con respecto al peso de los distintos subyacentes, los contratos sobre tipos de interés representan casi tres cuartas partes del nominal vivo, siendo los contratos sobre materias primas y renta variable los que menor volumen vivo suponen. El carácter eminentemente interbancario de los mercados OTC hace que los *swaps* sobre tipos de interés sean los contratos más negociados y de mayor volumen pendiente de vencimiento (55% del total del mercado OTC).

Nacionales pendientes de liquidar en miles de millones de dólares CUADRO 3
(% valor de mercado de los contratos sobre notional)

Subyacente	dic-07	jun-08	dic-08
Tipos de interés	393.138 (1,8%)	458.304 (2,0%)	418.678 (4,4%)
Divisas	56.238 (3,2%)	62.983 (3,5%)	49.753 (7,8%)
Credit Default Swaps (CDS)	57.894 (3,4%)	57.325 (5,5%)	41.868 (13,5%)
Renta variable	8.469 (13,4%)	10.177 (11,2%)	6.494 (17,1%)
Materias primas	8.455 (22,4%)	13.229 (16,7%)	4.427 (21,5%)
Otros	71.146 (2,5%)	81.708 (2,8%)	70.742 (5,4%)
Total	595.341 (2,6%)	683.725 (2,9%)	591.963 (5,7%)

Fuente: BIS.

Lo más relevante de los últimos datos recogidos en el informe semestral del BIS¹² de mayo de 2009 es la disminución, por primera vez desde 1999, del volumen de contratos abiertos (-13%), especialmente significativo en el caso de los contratos sobre materias primas (-65%), renta variable (-36%) y CDS (-27%). Además, se ha producido un incremento del valor de mercado de los contratos como consecuencia de las importantes variaciones de precios de los activos subyacentes producidas en el segundo semestre de 2008. En el caso de los CDS, se confirma el cambio de tendencia observado en el anterior informe del BIS con datos a junio, en el que por primera vez se producía un descenso en los volúmenes pendientes de liquidar de estos contratos.

El informe de ICAP¹³ estima que cada día se producen 2 millones de transacciones en los mercados OTC por un nominal de 5 billones de dólares. Esto daría un tamaño medio por operación de unos 2,5 millones de dólares, lo que indicaría una participación en el mercado casi exclusiva de mayoristas.

Los datos remitidos al BIS muestran que las contrapartes de los contratos son mayoritariamente bancos, empresas de servicios de inversión, compañías de seguros y grandes empresas. En los contratos sobre tipos de interés sólo el 10% del nominal vivo a diciembre de 2008 pertenecía a contrapartes no financieras. En los CDS los participantes más activos son los bancos, *hedge funds* y compañías de seguros, y, de acuerdo con el informe de agosto de 2009 de Fitch Ratings, la concentración en la negociación ha aumentado desde la caída de Lehman.

Precisamente debido a que los participantes más activos en ciertos contratos OTC han recibido el principal impacto de la crisis financiera, la contratación del mercado OTC se vio especialmente afectada en el segundo semestre de 2008 y con mayor anticipación que en los mercados regulados. En concreto, podría suceder con los

12 BIS (2008), "OTC derivatives markets activity in the first half of 2008". Incluye datos remitidos por los bancos centrales del G-10.

13 ICAP White Paper, "The Future of OTC Markets", November 2008, pág. 7.

bancos de inversión¹⁴, que al actuar como creadores de mercado asumen posiciones por cuenta propia y, ante las dificultades para obtener capital en los mercados y para disminuir el apalancamiento, podrían reducir la toma de riesgos/posiciones OTC. La recomendación primera del informe del G-30 sobre reforma financiera¹⁵ aboga por la limitación, sujeta a requisitos de capital y liquidez, de la toma de posiciones por cuenta propia por parte de las entidades de crédito.

A finales de 2008, los *hedge funds* también se vieron afectados por un proceso de desapalancamiento/cierre de posiciones para: (i) cubrir pérdidas en otros mercados; (ii) hacer frente al aumento de garantías en las posiciones bilaterales por el aumento del riesgo de contraparte y (iii) satisfacer reembolsos de partícipes.

En los derivados sobre crédito¹⁶, el segmento con mayor participación de bancos y *hedge funds*, se apreció la primera señal de estancamiento en junio de 2008. El informe del BIS, con datos hasta junio de 2008, recogió la primera reducción (1%), desde que se publican datos, en el nominal vivo del segmento de derivados sobre crédito debido a cancelaciones multilaterales de CDS. Esta reducción contrasta con los crecimientos anuales previos superiores al 45%. Los datos más recientes del BIS y de la Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC, 24 billones de dólares en julio de 2009) recogen una significativa reducción del importe nominal de los contratos vivos, aunque en alguna medida esto se explica por la sustitución de contratos redundantes (*portfolio compression*) realizada por la ISDA en octubre de 2008. En este contexto, en que por un lado se reduce la liquidez por el descenso de actividad de los creadores de mercado y por otro se producen cierres de posiciones “a cualquier precio” (*distressed trades*), sería conveniente plantearse el grado de representatividad de los precios de los CDS como indicadores del riesgo de crédito.

Por último, hay que mencionar que la complejidad de algunos derivados OTC (especialmente en el segmento de crédito) ha motivado una deficiente comprensión de sus riesgos y valoración. Los problemas generados por esta complejidad y las consecuencias que han tenido en las valoraciones de emisiones que, en teoría, contaban con elevadas calificaciones crediticias han favorecido que se tienda hacia la concentración de la negociación en aquellos contratos más sencillos (*flight to simplicity*). Esta mayor simplicidad podría favorecer la estandarización y la liquidación de los contratos en las cámaras de contrapartida central. El Departamento del Tesoro de EE.UU. ha propuesto que únicamente inversores “sofisticados” puedan acceder a las inversiones en derivados OTC. En este aspecto coincide con el BIS, que en su último informe anual adelanta la necesidad de crear un registro de productos similar a los medicamentos que, gradualmente, en función de su riesgo, serían accesibles a todos los inversores, únicamente a aquellos inversores sofisticados y en último extremo llegarían a ser considerados ilegales.

14 De los cinco grandes bancos de inversión norteamericanos, Bear Sterns fue adquirido por J.P. Morgan Chase, Lehman Brothers quebró, Merrill Lynch fue adquirido por el Bank of America y, por último, Morgan Stanley y Goldman Sachs solicitaron a la Reserva Federal su cambio de estatus a *bank holdings* y ya han anunciado una reducción en los niveles de riesgo por cuenta propia a asumir, lo que reducirá su cartera de derivados OTC.

15 Group of Thirty, “Financial Reform. A framework for financial stability”, 15 January 2009.

16 Cuyo primer contrato fue creado por J.P. Morgan en 1997 y que durante los últimos años ha sido el segmento más dinámico y con mayores tasas de crecimiento.

3.2 Tendencias en los mercados OTC

Estandarización de los contratos

El mercado OTC es el segmento innovador por excelencia, debido a que permite flexibilidad en los términos de los contratos. En un principio, los nuevos contratos del mercado OTC surgen para satisfacer necesidades de cobertura/inversión muy concretas, por lo que se trata de instrumentos a medida.

Con el tiempo, un mayor número de entidades comienza a utilizarlos y puede acabar estandarizándose una parte significativa de sus características (nominal del contrato, vencimiento), aunque sin llegar a la plena fungibilidad de los contratos negociados en mercados regulados.

En la última fase de evolución de los productos algunos contratos OTC acaban admitiéndose a cotización en los mercados regulados, aunque esta opción no es factible para todos los productos OTC ya que algunos son excesivamente complejos.

Tendencia a la negociación en plataformas electrónicas

Los derivados OTC suelen negociarse de manera bilateral y, en la mayoría de los casos, se liquidan también bilateralmente.

En los mercados regulados, los contratos pendientes de liquidación pueden cerrarse antes de su vencimiento realizando una operación contraria en el mercado. En el mercado OTC, si una contraparte quiere cerrar su posición en un determinado contrato, lo habitual es que realice un contrato similar pero de sentido contrario (*offsetting transaction*) con una tercera entidad¹⁷. En marzo de 2009 la ISDA modificó las reglas y prácticas del mercado de CDS al objeto de hacer más fungibles los contratos y facilitar así la apertura/cierre de posiciones, como sucede en los mercados regulados.

La tendencia del mercado OTC es negociar un mayor número de operaciones en sistemas electrónicos, quedando la negociación telefónica para aquellos contratos más complejos y con menor grado de estandarización. En Europa, de acuerdo con el informe de ICAP¹⁸, el 80% de la negociación de CDS sobre índices y el 50% de los CDS sobre una entidad (*single name*) se realiza de forma electrónica, en muchos casos en plataformas multilaterales.

Registro y liquidación de operaciones en cámaras de contrapartida central

La confirmación y registro de las operaciones realizadas en los mercados regulados es automática, ya que el sistema de negociación está conectado con los de liquidación y compensación. En el caso de las operaciones OTC, el proceso es mucho más lento y pueden liquidarse en un plazo de cinco días en el caso de los contratos más estandarizados y en un plazo mayor en el resto. La existencia de operaciones sin confirmar supone un riesgo para los participantes en el mercado, por lo que se están incorporando sistemas de registro electrónico. Otra tendencia es el uso de cámaras de contrapartida central en los OTC, a lo que se dedica el apartado 3 de este artículo.

17 Podría pactar una cancelación anticipada con la contraparte e incluso entrar en una novación con un tercero.

18 ICAP White Paper, "The Future of OTC Markets", November 2008, pág. 12.

La negociación en plataformas electrónicas, unida a la estandarización e incluso al registro en CCP, son señas de convergencia entre los mercados OTC y los regulados. En el caso de los derivados sobre crédito y los *swaps* de tipos de interés, tienen contratos estandarizados, un porcentaje elevado se negocia en plataformas electrónicas y, en el caso de los *swaps*, un 40% se registra en cámaras.

Hacia una mayor transparencia y regulación

A diferencia de los mercados regulados, la actividad del mercado OTC no ha estado sujeta a la supervisión directa de los reguladores, aunque sí lo están sus principales participantes, las entidades de crédito (con excepción de los *hedge funds*). Los orígenes y los efectos de la crisis financiera internacional han puesto de relieve la necesidad de abordar una reforma del régimen de supervisión de los mercados OTC, cuyo estado actual se describe en el apartado 4.

4 Cámaras de Contrapartida Central (CCP)

4.1 Caracterización

Los contratos de derivados negociados en los mercados regulados se compensan y liquidan¹⁹ en una CCP que garantiza el cumplimiento de las obligaciones, sustituyendo cada contraparte el riesgo de crédito bilateral por el riesgo de crédito frente a la CCP. Por el contrario, en los contratos OTC la mayoría de las operaciones se liquidan bilateralmente entre las contrapartes, asumiendo éstas riesgo de crédito.

Una CCP es una entidad que se interpone entre las contrapartes de un contrato de derivados, siendo el comprador para todos y cada uno de los vendedores y el vendedor para todos y cada uno de los compradores de los contratos registrados. La figura legal por la que la CCP se interpone entre comprador y vendedor se conoce como novación y consiste en la sustitución del contrato original entre las contrapartes por otro nuevo de cada una de ellas con la CCP.

Al interponerse entre las partes y garantizar el buen fin de los contratos, la CCP asume riesgo de crédito frente al comprador y frente al vendedor del contrato. Al estar casadas las posiciones compradoras y vendedoras, en condiciones normales la CCP no asume inicialmente riesgo de mercado, pero sí lo asumiría si una de las partes incumpliera, ya que la CCP quedaría con una posición abierta como contraparte compradora o vendedora. Además, el riesgo de incumplimiento por parte de una de las contrapartes es mayor que en la liquidación bursátil o de renta fija, al tener los derivados un plazo mayor hasta su liquidación.

Existen en Europa y Estados Unidos diferentes figuras jurídicas y modelos de negocio bajo los que actúan las CCP. Russo, Hart y Schönenberger (2002) destacan que la principal diferencia entre las CCP de ambos continentes estriba en que las norteamericanas tienden a estar más especializadas, mientras que las europeas ofre-

19 Bliss y Steigerwald (2006) recogen que la compensación incluye procesos post-negociación (confirmación, case de operaciones y registro) y funciones de gestión de riesgos (neteo, cálculo de garantías). La liquidación incluye la transferencia de dinero y/o valores para hacer frente a las obligaciones de los contratos.

cen servicios a una amplia gama de productos de contado además de los derivados (acciones, bonos, repo y OTC).

Tradicionalmente los mercados de derivados tenían integrada su CCP²⁰, que únicamente daba contrapartida a sus productos, o la CCP se constituía como una entidad jurídica independiente, propiedad del mercado de derivados o de sus miembros. La salida a bolsa de los mercados, las alianzas internacionales y las economías de escala han favorecido el proceso de concentración de las CCP.

Las consolidaciones de CCP que operan en diferentes países requieren la cooperación y la coordinación de los diferentes supervisores implicados. El mayor exponente de esta cuestión es LCH.Clearnet: debido a las complejidades jurídicas que presentaría una supervisión consolidada, ésta se realiza en cada uno de los países en los que opera (Bélgica, Francia, Luxemburgo, Holanda, Portugal y Reino Unido). Las diferentes autoridades competentes en la supervisión (comisiones de valores y bancos centrales) han firmado un *memorandum of understanding* (MOU) para establecer los términos bajo los que se desarrolla la cooperación entre autoridades.

Las CCP pueden constituirse bajo diferentes estatus jurídicos (entidades de crédito, sociedades anónimas, entidades de contrapartida), lo que implica distintas autoridades competentes (bancos centrales, comisiones de valores) de su supervisión.

4.2 Beneficios y riesgos de las CCP

Ripatti (2004) identifica y agrupa los beneficios de las CCP para los participantes como se indica a continuación.

Beneficios en términos de riesgo

Al proporcionarse compensación multilateral, se sustituye el riesgo de crédito bilateral de cada participante por otro frente a la CCP y por tanto se pueden reducir los riesgos para los participantes siempre que su diseño y gestión de riesgos sean adecuados. Para los participantes, asumir riesgos frente a la CCP y no frente a otra contraparte presenta ventajas, ya que, por una parte, la gestión del riesgo de crédito bilateral tiene costes de información, pues es necesario analizar la solvencia de cada una de las contrapartes y establecer límites (líneas de crédito) individuales y, adicionalmente, las posiciones en derivados registradas en una CCP no están sujetas al consumo de requisitos de capital por riesgo de crédito.

Bliss y Steigerwald (2006) señalan como el efecto más importante de las CCP para los miembros liquidadores la homogeneización del riesgo de crédito, ya que estos están sujetos a los mismos requisitos de solvencia, mantenimiento de garantías y supervisión de riesgos por parte de las cámaras.

Beneficios en términos de negociación

La novación de los contratos proporciona anonimato de las posiciones, lo que puede contribuir a que aumente la actividad negociadora de los participantes.

20 Éste es el caso de MEFF y MFAO.

Beneficios operativos

Las cámaras contribuyen al ahorro en los costes operativos de la gestión de las posiciones, al realizarse una compensación multilateral en las liquidaciones de los contratos y el cálculo de las garantías. Además, en el caso de negociarse los contratos en mercados regulados la confirmación de las operaciones es automática, lo que facilita los procesos de *back-office*.

Beneficios de información para los supervisores

Para los supervisores, una de las mayores ventajas que proporcionan las cámaras es el acceso a la información sobre las posiciones de cada liquidador de manera consolidada, al disponerse de un sistema de registro central. El acceso a la información sobre posiciones y riesgos de los participantes en el mercado es uno de los aspectos destacados en las reformas en el régimen de supervisión de los mercados OTC iniciadas en Europa y EE.UU. para hacer obligatorio el registro de contratos OTC estandarizados en CCP.

Estos beneficios logrados por los participantes se deben confrontar con los riesgos que asumen las cámaras. Por su papel de contrapartida de todas las operaciones que se registran, las CCP agrupan y concentran el riesgo de crédito de los participantes (miembros liquidadores) y en consecuencia un problema en la CCP podría extenderse a los miembros y mercados en los que ofrece sus servicios si sus recursos no fuesen suficientes y/o el diseño de gestión de incumplimientos fuese inadecuado.

Para evitar, en la medida de lo posible, los incumplimientos y resolverlos una vez producidos, las CCP están dotadas de un sistema de control de riesgos a los que deben añadirse las líneas de defensa que constituyen los recursos propios y la posibilidad de contratar seguros externos. Entre los mecanismos de control de riesgos deben destacarse los siguientes:

1 Restricciones al acceso de miembros liquidadores:

Las CCP únicamente admiten miembros liquidadores con un determinado nivel de recursos propios y con unas capacidades operativas y técnicas que les permitan realizar sus funciones (cálculo y solicitud de garantías, liquidaciones diarias y a vencimiento de los contratos) frente a otros miembros no liquidadores y clientes.

2 Límite del coste de reemplazo de los contratos mediante la solicitud y mantenimiento de garantías y límites a la operativa:

En caso de incumplimiento, la CCP asume la posición y debe proceder a liquidarla contra el mercado. A partir de ese momento, la cámara asume riesgo de mercado. En determinadas situaciones no es posible liquidar inmediatamente la posición (por falta de liquidez o por un potencial impacto en el mercado), por lo que la CCP debe realizar operaciones de cobertura del riesgo de mercado mediante compraventas en los mercados de contado y/o derivados. Para limitar su riesgo, la cámara calcula para cada contrato y subyacente una garantía (*initial margin*) suficiente para cubrir las variaciones de precios (riesgo de mercado) de las sesiones que estime necesarias (entre 1 y 3) para cerrar la posición en caso de incumplimiento, con un intervalo de confianza de entre el 95 y el 97%.

Las garantías deben ser suficientes para cubrir variaciones de precios no extremas, pero sin que se desincentive la utilización de la CCP por resultar extremadamente conservadoras. Por otro lado, el estándar 2 de la EACH²¹ señala que no se deben buscar ventajas competitivas mediante la relajación de los requisitos de garantías por debajo de los límites prudenciales con el fin de atraer participantes de mercados competidores.

Adicionalmente, las CCP siguen dos procedimientos para mantener el nivel de garantía inicial (*variation margin*):

- Cada día a cierre de sesión las CCP valoran las posiciones en derivados²² según las condiciones de mercado, de manera que cada posición paga o recibe las variaciones de precios registradas. De esta forma, la garantía diaria se mantiene sin verse afectada por las variaciones diarias de precios.
- En otro modelo de gestión de riesgos, otras CCP solicitan garantías adicionales (*margin call*) cuando las variaciones diarias negativas acumuladas de la posición hacen descender la garantía inicial por debajo de un determinado nivel (*maintenance margin*).

3 Reparto de pérdidas entre los liquidadores (*loss mutualization*):

La mayoría de CCP²³ cuenta con un denominado fondo de liquidadores (*clearing fund*), constituido por garantías depositadas por todos los miembros liquidadores, cuyo objetivo es hacer frente a las pérdidas generadas por un hipotético incumplimiento que superasen todas las garantías depositadas por el incumplidor.

4 Recursos Propios de la CCP:

En la mayoría de CCP los recursos propios se utilizarían si las garantías del incumplidor y el fondo de liquidadores resultasen insuficientes para cubrir las pérdidas.

5 Contratos de seguros externos:

Algunas CCP (por ejemplo, LCH.Clearnet Ltd) tienen contratos de seguros para cubrir eventuales incumplimientos hasta un determinado importe.

4.3 Requisitos y estándares aplicables a las CCP

Pese a que múltiples trabajos²⁴ destacan los beneficios de las CCP sobre la estabilidad y eficiencia de los mercados financieros, también existe coincidencia en señalar los riesgos de potenciales quiebras de las CCP que, aunque poco probables, se han producido (París 1973, Kuala Lumpur 1983 y Hong Kong 1987) como recogen Knott y Mills (2002).

21 The European Association of Central Counterparty Clearing Houses (EACH), "Inter-CCP Risk Management Standards".

22 En el caso de MEFF, los contratos de opción no tienen liquidaciones diarias de pérdidas y ganancias, si bien los vendedores deben actualizar las garantías en función de los parámetros de cálculo de la sesión.

23 MEFF y MFAO no disponen por el momento de este fondo de liquidadores.

24 Kirsi Ripatti, 2004, pág. 3.

En el ámbito europeo, ninguna directiva establece unos requisitos mínimos de solvencia y de capacidad de gestión de riesgo para las CCP de derivados. La Directiva 98/26/EC sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y liquidación de valores no aborda estas cuestiones. Por su parte, la MiFID sólo recoge el principio de libertad de acceso a los sistemas de compensación y liquidación de los países miembros.

El documento de CPSS e IOSCO sobre recomendaciones para las cámaras de contrapartida central, publicado en 2004, destaca la importancia de que éstas cuenten con los recursos y esquemas de control apropiados para conseguir su función. Con vistas a ello recoge quince recomendaciones para conseguir un diseño de las CCP en el que se incorpore un esquema de control de riesgos. En éste se incluyen aspectos relacionados con el riesgo legal, mecanismos de gestión de riesgos, recursos propios de la CCP, procedimientos en caso de incumplimiento, gobierno corporativo y supervisión. A continuación se destacan algunas recomendaciones que se consideran especialmente relevantes:

La primera recomendación se refiere a la necesidad de que la CCP cuente con un esquema legal transparente y factible.

En relación con la gestión del riesgo de crédito, la recomendación 2 establece que los participantes (miembros liquidadores) en la CCP deben tener suficientes recursos financieros y operativos para desarrollar sus funciones.

Las recomendaciones 3 y 4 se refieren a la necesidad de medir el riesgo con sus miembros al menos una vez al día, y de limitar las exposiciones con la exigencia de garantías en función del riesgo de cada posición que permitan cubrir movimientos normales de mercado.

Es especialmente significativa la recomendación 5 referente a recursos financieros, que señala que la CCP debería mantener los recursos financieros suficientes para hacer frente, como mínimo, al incumplimiento del participante con la mayor exposición en el mercado²⁵. También debe evaluarse la cobertura de la quiebra de dos o más miembros. Esos recursos financieros incluirían no sólo los recursos propios de la CCP, sino también los fondos que pudiese exigir a los liquidadores no incumplidores (fondo de liquidadores o *clearing fund*), los que pueda obtener de su matriz o los contratos de seguros externos. También estima conveniente la realización mensual, o con mayor frecuencia si la volatilidad del mercado es elevada, de pruebas de tensión para evaluar periódicamente la adecuación de sus recursos a los riesgos asumidos en situaciones de mercado extremas.

La recomendación 6 es que existan unos procedimientos claros y públicos a seguir en caso de incumplimiento, que también incluyan los supuestos de declaración. Además, debe permitirse la gestión y/o cierre de las posiciones del incumplidor.

La recomendación 15 (Regulación y supervisión) destaca la necesidad de cooperación entre reguladores (bancarios, de valores e internacionales), así como la conveniencia de que estos hagan públicos sus objetivos y políticas de supervisión de las CCP.

25 Por miembro con mayor exposición se entiende aquél que tras realizar una prueba de tensión podría sufrir las mayores pérdidas por encima de las garantías depositadas.

4.4 Incorporación de derivados OTC a las cámaras de contrapartida central

Con la crisis financiera internacional se han intensificado los debates²⁶, por un lado, sobre la necesidad de incrementar la transparencia de los mercados de derivados OTC y, por otro, sobre la conveniencia de incorporar estos contratos a las CCP. La caída de Bear Stearns y la quiebra posterior de Lehman Brothers²⁷ pusieron de relieve los efectos sistémicos que podrían surgir de la concentración en unas pocas entidades de posiciones abiertas cuyo tamaño podría llegar a superar en varias veces la capitalización bursátil mundial.

El mercado OTC ha ido incorporando buena parte de los mecanismos de control de riesgos (garantías, límites a las posiciones, novación) utilizados por las CCP. El trabajo de Bliss y Papatthanassiou (2006) destaca que, a pesar de que los mercados en los que se liquida bilateralmente pueden parecer más vulnerables al riesgo sistémico, hasta 2006 habían mostrado su solidez en varias situaciones de estrés. El alcance de una quiebra depende del perfil de riesgo global de la posición de la entidad, así como de la cobertura del riesgo de crédito (garantías, acuerdos de compensación de posiciones o *netting*) que sus contrapartes tuviesen. Es decir, siempre se mantiene el carácter bilateral del riesgo de contraparte OTC frente a la interposición de una CCP que, en caso de incumplimiento, puede dividir su resolución entre los miembros liquidadores (*loss mutualization*).

No obstante, se debe tener en cuenta que los miembros liquidadores de las cámaras son en su mayoría entidades financieras que también participan en los mercados OTC y que, por tanto, si a su vez se hubieran visto afectadas, podrían hacer que el objetivo de mitigar y limitar el efecto contagio se viese comprometido. Es decir, en función de la magnitud del incumplimiento, la CCP podría no ser capaz de contener totalmente los efectos sobre el sistema y su alcance dependería del número de liquidadores implicados²⁸.

Las propuestas de liquidación de los derivados OTC en CCP avanzan a distinto ritmo en EE.UU. y en Europa. Los supervisores de EE.UU. ya han aprobado varias propuestas de mercados regulados y uno de ellos (NYSE:ICE) ya liquida CDS desde el 9 de marzo de 2009. En el caso de Europa existe un compromiso de los diez mayores participantes en el mercado de CDS para pasar a liquidar todas las operaciones en estos contratos en una CCP. Sin embargo, sigue el desacuerdo sobre la necesidad de liquidar o no todos los CDS en una única CCP. En este caso, se mantiene la discrepancia entre quienes consideran necesario que la CCP se encuentre en un país del área Euro y quienes mantienen que Londres, como primer centro de contratación Europeo, debería ser la sede. Mientras tanto, Eurex Clearing (Alemania) e ICE (del grupo NYSE:ICE) ya han comenzado a liquidar CDS sobre índices y Clearnet Francia (grupo LCH.Clearnet) tiene previsto hacerlo en los próximos meses. La elección final

26 En julio de 2008 la Reserva Federal de Nueva York, a cuyo frente estaba el hoy Secretario del Tesoro de EE.UU., se reunió con 17 bancos (que acumulaban más del 90% de la negociación de CDS) para proponer el registro de los contratos en una CCP. En Europa, en noviembre de 2008 el Comisario Europeo de Mercado Interior McCreevy instó al sector financiero a incrementar la transparencia de los mercados OTC, especialmente en los CDS, así como a crear una cámara de contrapartida central para reducir el riesgo de contraparte.

27 Según LCH.Clearnet, desde la quiebra de Lehman se ha duplicado el volumen de *swaps* liquidados en Swapclear.

28 Se puede recordar que en Eurex hay 125, 67 en CME Group, 50 en LIFFE, y 60 en MEFF.

de la CCP conlleva implicaciones para su futura supervisión, ya que, en el caso de ICE, se trataría de una CCP constituida y supervisada en un país extracomunitario y con una normativa de quiebras diferente a la europea. Para analizar esta cuestión, los supervisores de Alemania, Estados Unidos y Reino Unido, el BCE y el grupo de trabajo ESCB-CESR²⁹ han mantenido dos reuniones con el fin de identificar los objetivos de la supervisión de una futura cámara de CDS. Una de las áreas de trabajo iniciadas es la aplicación de estándares y la difusión de los objetivos y enfoques de supervisión, así como el reparto de responsabilidades entre las diferentes jurisdicciones potencialmente implicadas.

Condicionantes de la incorporación de contratos OTC a las CCP

La posibilidad de incorporar las operaciones OTC a las cámaras de contrapartida central conlleva el debate sobre algunas cuestiones. Así, en primer lugar se debe decidir si se incorpora la totalidad de operaciones. En este caso hay que señalar que, dado el volumen de las posiciones abiertas implicadas, sería necesario reforzar previamente los recursos propios y el fondo de liquidadores para cubrir el riesgo incremental de la operativa OTC.

Si, adicionalmente, se pretende centralizar todas las operaciones en una única cámara, las implicaciones sobre la concentración del riesgo sistémico podrían ser elevadas y, por ello, la dotación de recursos de las cámaras también debería ser superior. Tanto la ISDA³⁰ como la FOA³¹ coinciden en afirmar que es preferible una única CCP global para evitar complejidades y sobrecostes, aunque nueve³² de los mayores participantes del mercado de CDS han señalado su compromiso de participación en una cámara europea de CDS. Adicionalmente, es necesario analizar el régimen jurídico y la protección aplicable en cada jurisdicción a las garantías depositadas por los clientes en los miembros liquidadores, ya que pueden no ser asimilables a las existentes en sus países de procedencia.

Otra de las cuestiones a evaluar es el modelo de cámara a utilizar. Dado que se incorporaría un volumen importante de nuevos contratos, parece conveniente que la cámara cuente con diversas alternativas de resolución de incumplimientos y, entre ellas, la existencia de un fondo de liquidadores parece ser preferible a la utilización exclusiva de las garantías del incumplidor y los recursos propios de la cámara. Una CCP con diversificación de contratos y riesgos (tipos de interés, divisas, renta variable, crédito y materias primas) es preferible a una muy concentrada en un único tipo de riesgo. Estas CCP multiproducto además permitirían a los miembros ahorros de garantías si liquidasen varios contratos cuyos riesgos fuesen compensables. Surgiría un dilema entre una gran CCP que aprovechara las economías de escala y la concentración de riesgo sistémico y qué entidad actuaría como prestamista de última instancia en caso de problemas.

Por otra parte, puede ser complicado encajar toda la heterogeneidad de productos OTC y contratos no estandarizados. Bliss y Steigerwald (2006) señalan que determinados contratos OTC son demasiado especializados como para que alcancen un volumen crítico que haga eficiente su liquidación en las cámaras.

29 ESCB-CESR Working Group on Central Counterparties.

30 International Swaps and Derivatives Association.

31 Futures and Options Association.

32 Barclays Capital, Citigroup Global Markets, Crédit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, J.P. Morgan, Morgan Stanley y UBS.

La incorporación de nuevos productos a las cámaras de contrapartida central debe realizarse de acuerdo con una serie de requisitos que permitan mantener la seguridad en cuanto a su funcionamiento. Cabe señalar los siguientes requisitos para que se puedan incorporar contratos OTC a las CCP:

Es necesario que los contratos cuenten con un cierto nivel de estandarización y liquidez para posibilitar su liquidación en una CCP. Existen segmentos del mercado con un grado de madurez que permite su estandarización, lo que incrementa su liquidez y con ella su idoneidad para ser liquidados en las CCP. Así, los CDS sobre índices serían los primeros candidatos a registrarse en las CCP, ya que aglutinarían mayor liquidez que la mayoría de contratos sobre referencias individuales (*single name*).

Los contratos deben tener un perfil de riesgo conocido y que pueda ser estimado bajo cambios en las variables que condicionan su precio, para que la CCP pueda calcular las garantías diarias. La incorporación de nuevos contratos OTC exigirá la adaptación del control de riesgos de la CCP, que sería aún mayor en el caso de los derivados sobre crédito por su mayor complejidad.

Puesto que la liquidez puede ser inferior en una primera fase, podría suceder que la CCP no pudiese cerrar la posición incumplidora y que tuviera que gestionar el riesgo de mercado mediante coberturas con otros contratos más simples o instrumentos de contado.

La incorporación de nuevos riesgos a las CCP debe ir aparejada al establecimiento de requisitos internacionales de capital, sistemas de control de riesgos y a una mayor coordinación entre supervisores sobre la actividad y riesgos asumidos por los mayores participantes. En este sentido, durante abril de 2009 el grupo de trabajo ESCB/CESR³³ sometió a consulta pública un borrador de recomendaciones en el que se revisan varios principios de CPSS/IOSCO aplicables a las cámaras de contrapartida para adaptarlos a la liquidación de OTC. El principio 5 de ESCB/CESR ha sido modificado para destacar la necesidad de dotar a las cámaras de nuevos recursos (incluso un fondo de liquidadores específico para los OTC) si comenzasen a registrar OTC. Preservar la solidez de la CCP y su capacidad de contención del riesgo sistémico es un objetivo destacado tanto por la Comisión Europea como por el Tesoro de EE.UU. en sus propuestas de liquidación obligatoria de contratos OTC estandarizados. En este mismo sentido, se ha manifestado también el Director de Estabilidad Financiera del Banco de Inglaterra³⁴.

Posibles problemas

La alternativa de que los contratos OTC cuenten con una CCP no está exenta de problemas, algunos de los cuales se señalan a continuación:

Las posiciones en grandes intermediarios pueden dificultar la gestión de un incumplimiento por parte de la CCP. Debido al potencial impacto sobre el mercado del cierre de la posición, podría incluso ser necesario mantenerla por un periodo de tiempo sensiblemente mayor al estimado para los contratos estandarizados³⁵.

33 ESCB/CESR Consultation Paper, "Draft recommendations for central counterparties revised for CCPs clearing OTC derivatives".

34 Durante la 45ª conferencia anual de la Reserva Federal manifestó que, puesto que las CCP constituyen un único punto de potencial incumplimiento, sus estándares de resistencia deberían ser a "prueba de balas" (*bullet-proof*) y comparables a los de otros servicios públicos como gas, agua y electricidad.

35 Ésta fue la alternativa seguida por el consorcio de contrapartes que resolvió la quiebra del fondo LTCM,

Pirrong (2006) señala que podría producirse una selección adversa de las contrapartes y contratos OTC que se incorporan a las CCP, de forma que pasarían a liquidarse en la CCP aquellos con mayor probabilidad de incumplimiento y se mantendrían como OTC los contratos y contrapartes de menor riesgo. La alternativa de hacer obligatoria la liquidación de todos los contratos OTC en la cámara es imposible de hacer cumplir por la dificultad de su supervisión efectiva.

Además, hay que señalar que en el mercado OTC existen importantes asimetrías de información (Pirrong, 2006), ya que los intermediarios con mejores medios de análisis conocen mejor los contratos de mayor complejidad y también cuentan con mejor información sobre la solvencia de las contrapartes que la que podría tener la CCP.

Por otra parte, se debe evitar que se identifique la supervisión de las CCP con la ayuda financiera en caso de quiebra de alguna de éstas derivada de una mala práctica de gestión de riesgos (Kroszner, 2006).

Las contrapartes con mejor calificación crediticia pueden mostrarse contrarias al uso de las CCP, ya que ello relativiza la importancia de la calidad crediticia de los participantes³⁶. Kroszner (2006) señala la pérdida de la ventaja competitiva que se deriva de la mayor solvencia de los miembros con mejores calificaciones.

5 Estado de las reformas normativas del régimen de supervisión de los mercados de derivados en EE.UU. y Europa

Desde el inicio de la crisis financiera se han sucedido los análisis sobre los orígenes, consecuencias y reformas necesarias para evitar nuevos episodios futuros e incrementar la estabilidad financiera. Una de las primeras conclusiones, y en la que coinciden los informes de Larosière³⁷ y del Grupo de los Treinta³⁸, se centra en los mercados de derivados OTC. En ambos informes, se recomienda dotar al segmento OTC de una mayor transparencia, así como el inicio de la liquidación en CCP de los contratos con mayor grado de estandarización. Se persiguen dos objetivos fundamentales: 1) reducir el riesgo de contraparte y operativo y 2) permitir a los supervisores acceder a información sobre posiciones y riesgo de los participantes. La reforma remitida por el Tesoro al Congreso de EE.UU. y las propuestas de la Comisión Europea incluyen de manera armonizada propuestas de modificaciones normativas que persiguen la consecución de este doble objetivo. Dado el calado de las reformas iniciadas, es imprescindible la coordinación y armonización internacional al objeto de evitar arbitrajes regulatorios. Un exponente de este arbitraje puede encontrarse en el estudio del regulador de mercados de derivados sobre materias primas de EE.UU., por el que se plantea el establecimiento de límites a las posiciones especulativas más estrictos, lo que podría desplazar la negociación hacia los mercados de derivados de Reino Unido, Dubai y Brasil, que no se han planteado aún esta alternativa.

como señala el informe de CPSS "New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives", BIS, March 2007, pág. 37.

36 Randall S. Kroszner, "Central counterparty clearing: History, innovation and regulation", speech at the Board of Governors of the Federal Reserve System, April 3, 2006.

37 *The high-level group on financial supervision in the EU*, chaired by Jacques de Larosière, February 2009.

38 "Financial reform. A framework for financial stability", Group of Thirty, January 2009.

El Congreso de EE.UU. está debatiendo la propuesta de modificación del régimen de supervisión de los mercados de derivados OTC remitida por el Departamento del Tesoro. La exposición de motivos de la reforma reconoce que la regulación de los mercados OTC debe conseguir cuatro objetivos: 1) prevenir que las actividades del mercado supongan riesgo para el sistema financiero, 2) promover la transparencia y eficiencia, 3) prevenir el abuso de mercado, la manipulación y el fraude y 4) asegurar que los derivados OTC no se comercialicen a inversores minoristas. Para conseguir los objetivos anteriores y la contención del riesgo sistémico, se modificará la Commodities Exchange Act para hacer obligatoria la comunicación de todas las operaciones en derivados OTC, la liquidación de todos los contratos OTC estandarizados en CCP, la negociación de los contratos OTC estandarizados en mercados regulados y el cumplimiento de requisitos de capital por las posiciones OTC no liquidadas en cámaras.

En julio de 2009, la Comisión Europea sometió a consulta pública un documento en el que destaca la necesidad de modificar el funcionamiento de los mercados de derivados para salvaguardar el objetivo final de estabilidad financiera. Para ello, establece dos objetivos intermedios: 1) reducir el riesgo de contraparte y 2) incrementar la transparencia. Para conseguirlos, propone fomentar la estandarización de los contratos OTC, liquidar en CCP los contratos OTC ya estandarizados (el documento no hace definición ni lista de contratos estándar), incrementar la transparencia de precios, operaciones y posiciones mediante la utilización de registros centrales de datos, y reforzar la gestión de las garantías bilaterales en los contratos que no puedan liquidarse en cámaras. Estos puntos serán analizados en una conferencia a finales de septiembre.

La crisis internacional va a propiciar la mayor transformación de la estructura y el funcionamiento de los mercados OTC en toda su historia. Será necesario conciliar, por un lado, los intereses de los participantes OTC en mantener los mayores márgenes de los contratos a medida frente a los contratos estandarizados de los mercados regulados y, por otro, la necesidad de una mayor transparencia y control de riesgos demandados por los organismos reguladores. Es importante consolidar y materializar el consenso global inicial por el que todos los intervinientes coincidieron en la necesidad de modificar y reforzar la supervisión y transparencia de los mercados de derivados OTC. La suavización de los efectos de la crisis financiera y las primeras actuaciones contrarias de los *lobbies* del sector no deberían relajar ni dilatar la implantación de las reformas normativas que, de manera unánime y coordinada, se han apuntado tanto en Estados Unidos como en Europa.

Coincidiendo en el tiempo con las iniciativas de los reguladores para dotar al mercado OTC de una mayor transparencia se encuentra la investigación iniciada, en julio de 2009, por el Departamento de Justicia de EE.UU. sobre el mercado de CDS. En concreto, la división antimonopolios investiga los procedimientos de fijación de precios y su difusión. Para ello ha solicitado información a los principales agentes del mercado y a Markit, un difusor de precios propiedad de bancos de inversión. La Oficina contra el Fraude de Reino Unido también ha iniciado en julio una investigación sobre las ventas de productos estructurados complejos a precios superiores a su valor justo.

Es interesante destacar que, en el caso de España, la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores incluía una novedad sobre la transparencia de las operaciones en instrumentos financieros

OTC. Así, el artículo 59 bis de la Ley 24/1988 establece que las ESI y entidades de crédito que ejecuten operaciones sobre instrumentos financieros deberán comunicárselas a la CNMV a más tardar al finalizar el siguiente día hábil a su ejecución. La definición de instrumento financiero del artículo 2 de la Ley 24/1988 recoge la práctica totalidad de derivados y subyacentes conocidos hasta la fecha. La reforma de la ley española ha sido especialmente ambiciosa, ya que la obligación de comunicación de operaciones del artículo 25.3 de la MiFID se circunscribe, exclusivamente, a las operaciones sobre instrumentos financieros admitidas a cotización en un mercado regulado, excluyendo por tanto a los OTC.

6 Conclusiones

Los mercados regulados de derivados desarrollan su actividad en un marco competitivo internacional en el que no existen restricciones para lanzar contratos sobre subyacentes cotizados en otros mercados. Los mercados más importantes del mundo en la actualidad son consecuencia de un proceso de consolidación internacional, que sigue en curso, para ofrecer una amplia gama de productos y permitir amortizar las crecientes inversiones en sistemas de negociación. Estas alianzas transnacionales presentan importantes retos a la coordinación entre los supervisores de las jurisdicciones implicadas.

El mercado OTC sigue siendo el segmento más innovador de los mercados de derivados y el de mayor volumen de negociación y de posiciones abiertas. Algunos de los contratos presentan una elevada estandarización y un creciente número de operaciones se realizan en sistemas electrónicos de negociación e incluso se liquidan en CCP, lo que constituye una muestra de convergencia con los mercados regulados.

La crisis financiera internacional ha despertado el interés de los participantes en los mercados OTC en la liquidación de los contratos en las CCP con el fin de reducir el riesgo de contraparte, cuya percepción se ha incrementado por las dificultades experimentadas por la mayoría de las entidades. Este interés converge con las más recientes estrategias de crecimiento y diversificación de ingresos seguidas por los mercados regulados para ampliar sus servicios de contrapartida central al mercado OTC. También hay que sumar los proyectos de reforma normativa iniciados en Europa y EE.UU., que incluyen una mayor transparencia y supervisión del mercado OTC, así como la liquidación obligatoria de contratos OTC estandarizados en cámaras de contrapartida central con el fin de mitigar y contener el riesgo sistémico. Todo ello va a propiciar la mayor transformación del mercado OTC de su historia.

La liquidación de las operaciones OTC en una CCP debe comenzar por el análisis de la factibilidad y conveniencia de incluir de manera obligatoria estos contratos, así como las implicaciones de la concentración del riesgo sistémico en una única entidad que, además, puede adoptar diferentes figuras jurídicas dependiendo de cada país. Teniendo en cuenta los riesgos incrementales para las CCP que supondría la incorporación de los contratos OTC, debe establecerse como requisito previo el contraste de la solvencia, la solidez y la adecuación del sistema de gestión de riesgos de las cámaras de contrapartida. También se debe avanzar en el establecimiento de requisitos homogéneos internacionales de capital y control de riesgos tomando como base las recomendaciones de CPSS-IOSCO. Además, los contratos a registrar deben

contar con unos requisitos mínimos de estandarización, posibilidad de evaluación de riesgos y coberturas que permitan a las CCP calcular garantías y gestionar incumplimientos. Puede concluirse que no todos los contratos OTC podrán liquidarse en cámaras ni todas las CCP podrán liquidar OTC.

7 Bibliografía

BIS (2007). “New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives”, March.

BIS (2008). “OTC derivatives markets activity in the first half of 2008”.

BIS (2009). *Quarterly review*, March.

Bliss, R. y Papathanassiou, C. (2006). “Derivatives clearing, central counterparties and novation: the economic implications”.

Bliss, R. y Steigerwald, R. (2006). “Derivatives clearing and settlement: a comparison of central counterparties and alternative structures”, *Economics Perspectives*, vol. 30, no. 4, Fourth Quarter 2006.

Committee on Payment and Settlement Systems (BIS) (2007). “New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives”.

Committee on Payment and Settlement Systems (BIS) and the Technical Committee of the IOSCO (2004). “Recommendations for Central Counterparties”.

Deutsche Börse Group (2007). “The global derivatives market”. White paper.

EACH (2008). “Inter-CCP Risk Management Standards”, July.

ECB (2002). “The evolution of clearing and central counterparty service for exchange-traded derivatives in the United States and Europe: A comparison”. Occasional paper (September 2002) by Daniela Russo, Terry L. Hart and Andreas Schönenberger.

Elizalde, A. y Gallo, A. (2008). “Understanding Credit Derivatives”, Banco de España, *Revista de Estabilidad Financiera*, mayo.

ESCB/CESR (2009). “Draft recommendations for central counterparties revised for CCPs clearing OTC derivatives”, consultation paper.

European Association of Central Counterparty Clearing Houses (EACH) (2008). “Inter-CCP Risk Management Standards”.

Financial Times (2008). *Reports*, October 16.

Group of Thirty (2009). “Financial Reform. A framework for financial stability”, 15 January.

ICAP (2008). “The Future of OTC Markets”. White Paper, November.

International Swaps and Derivatives Association, Inc (ISDA) (2008). “Margin Survey”.

IOSCO (2003). “Objectives and principles of securities regulation”.

IOSCO (2006). "Regulatory issues arising from exchange evolution".

Knott, R. y Mills, A. (2004). "Modelling risk in central counterparty clearing houses", *Financial Stability Review*, Bank of England, December.

Kroszner, R. S. (2006). "Central counterparty clearing: History, innovation and regulation", speech at the Board of Governors of the Federal Reserve System, April 3.

Larosière, Jacques de (2009). *The high-level group on financial supervision in the EU*, February.

Pirrong, C. (2006). "Rocket science, default risk and the organization of derivatives markets".

Ripatti, K. (2004). "Central counterparty clearing: constructing a framework for evaluation of risk and benefits", Bank of Finland discussion papers 30/2004, pp. 3-16.

III Novedades regulatorias

La revisión de la Directiva sobre abuso de mercado

Cristina Ribó y Rodrigo Buenaventura (*)

* Cristina Ribó y Rodrigo Buenaventura pertenecen al Departamento de Mercados Secundarios de la CNMV.

1 Introducción

Han pasado más de seis años desde la aprobación de la Directiva 2003/6/CE¹ sobre abuso de mercado y un lustro desde que se transpusiese en el ordenamiento jurídico español. Tras este tiempo, parece oportuno echar la vista atrás y hacer unas reflexiones sobre el grado de cumplimiento de los objetivos señalados en su preámbulo para conseguir un mercado financiero integrado y eficiente en la Unión Europea: la lucha contra la manipulación del mercado y contra las operaciones realizadas con información privilegiada. Así lo ha entendido la Comisión Europea, que recientemente publicó un documento a consulta (hasta junio de 2009) sobre una posible revisión de la Directiva.

El propio paso del tiempo, la evolución de los mercados y productos cotizados en ellos, la aparición de nuevas prácticas entre inversores e intermediarios y, sobre todo, el propio aprendizaje que supone la aplicación práctica de una nueva norma, hacen que la revisión de la Directiva sobre Abuso de Mercado (en adelante DAM) sea imprescindible para no perder el objetivo señalado, adaptándose a las nuevas características y cubriendo las deficiencias que el paso del tiempo ha dejado al descubierto.

Este artículo pretende profundizar en determinados aspectos de la DAM que, aunque ya han suscitado ciertas reflexiones en el seno de la comunidad financiera internacional, merecen una especial atención por su relevancia sobre el mercado de valores. Así, la sección segunda del artículo expone los ejes básicos sobre los que se desarrolla esta norma y sus posibilidades de modificación. La sección tercera se centra en el ámbito de aplicación de la DAM y la sección cuarta trata de la obligación de publicar la información relevante y la posibilidad de retrasar su comunicación al mercado por parte de los emisores. La sección quinta versa sobre la definición particular de información relevante para los derivados sobre materias primas, y, por último, la sexta recoge las conclusiones de este artículo.

2 Funcionamiento de la DAM

La normativa europea sobre abuso de mercado fue la primera directiva aprobada en aplicación del procedimiento Lamfalussy. Dicho enfoque fue concebido por un grupo de expertos presidido por el barón Lamfalussy, y su recomendación consistió en aplicar un procedimiento legislativo más ágil que el tradicionalmente usado por la Unión Europea para la aprobación de la legislación financiera que tan urgente

1 La Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado) se publicó en el Diario Oficial de la Unión Europea el 12 de abril de 2003, con una fecha límite de entrada en vigor para los Estados Miembros de 12 de octubre de 2004.

resultaba entonces. El procedimiento Lamfalussy, como es bien sabido, está basado en un planteamiento normativo de cuatro niveles. La DAM, perteneciente al nivel 1, inauguró ese método recogiendo los principios marco de ámbito general para garantizar la integridad de los mercados financieros comunitarios y aumentar la confianza de los inversores en dichos mercados.

Posteriormente se elaboraron las medidas técnicas de aplicación que la desarrollan, correspondientes al nivel 2 del esquema Lamfalussy, como han sido las directivas 2003/124/CE², 2003/125/CE³ y 2004/72/CE⁴, así como el Reglamento de la Comisión 2273/2003⁵.

Sin embargo, este conjunto de normas no estaría completo si no se tomaran en consideración las medidas (sin ser normas en el sentido del derecho positivo) adoptadas en el nivel 3, que consisten en 3 paquetes de recomendaciones elaboradas por el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) aprobados en mayo de 2005, julio de 2007 y mayo de 2009, respectivamente.

La flexibilidad que otorga este planteamiento normativo de cuatro niveles permite analizar los temas que nos ocupan aportando sugerencias a una posible modificación no necesariamente de la DAM, sino de las directivas de segundo nivel o del Reglamento que la desarrollan, facilitando así el proceso de cambio. Incluso, pueden existir aclaraciones o posibles interpretaciones que pueden venir solventadas a través de las publicaciones de CESR. En todo caso, la revisión que la Comisión Europea plantea actualmente se centra en el nivel 1: en la directiva base de la que parte el resto de la regulación comunitaria en materia de abuso de mercado.

3 Ámbito de aplicación de la Directiva

La DAM se aplica a cualquier instrumento financiero admitido a negociación o que va a ser admitido a negociación en al menos un mercado regulado de la Unión Europea. Con la reciente incorporación de la MiFID⁶, se ha planteado hasta qué punto la ausencia de una regulación general contra el abuso de mercado puede afectar al objetivo de la DAM, puesto que ésta no abarca:

- 2 La Directiva de la Comisión 2003/124/CE, de 22 de diciembre de 2003, a efectos de aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y el Consejo sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado.
- 3 La Directiva de la Comisión 2003/125/CE, de 22 de diciembre de 2003, a efectos de aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y el Consejo sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses.
- 4 La Directiva de la Comisión 2004/72/CE, de 29 de abril de 2004, a efectos de aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y el Consejo en lo relativo a las prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de las operaciones sospechosas.
- 5 El Reglamento de la Comisión N° 2273/2003 de 22 de diciembre de 2003, por el que se aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y el Consejo en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros.
- 6 La Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros

- los mercados no regulados, pero sí organizados y recogidos como tales (un año después de la aprobación de la DAM) en la Directiva MiFID, es decir los sistemas multilaterales de negociación (SMN). Estos han supuesto la emigración de determinados instrumentos financieros y de determinadas operaciones de los mercados regulados a estos nuevos mercados y
- otros instrumentos financieros recogidos en la MiFID y que no están contemplados como tales en la DAM, especialmente nuevos instrumentos financieros cuyo valor depende de otros que sí pertenecen al ámbito de la DAM.

Esto ha suscitado reflexiones sobre la conveniencia o no de modificar la DAM para ampliar su ámbito de aplicación y extender la lucha contra el abuso de mercado en estos dos sentidos: recoger en la DAM otros mercados además de los mercados regulados y otros instrumentos financieros además de los señalados en su artículo 1.3.

3.1 Mercados regulados

Dada la interrelación de los mercados, su integridad sólo puede estar garantizada con una aplicación general de la prohibición de abuso de mercado en todas las plazas financieras, independientemente de su organización.

Los sistemas multilaterales de negociación, cuyo volumen de negocio es creciente aunque hoy por hoy no es significativo, están sujetos a unos requisitos menos estrictos, en cuanto a la DAM se refiere, que los mercados regulados, ya que sólo tienen la obligación de detectar anomalías en las condiciones de negociación o de actuación que puedan suponer abuso de mercado.

Es importante no olvidar que uno de los principales motivos que ha favorecido la aparición de los SMN es la normativa que se aplica a los mercados regulados, pues en las directivas para crear un único mercado financiero europeo (normativa sobre abuso de mercado; normativa sobre opas; normativa de folletos sobre ofertas, emisiones y admisiones a cotización o normativa sobre transparencia y desgloses de información) el elemento común de aplicación son los mercados regulados. Por tanto, la extensión de todos los requisitos establecidos en las directivas citadas a los SMN haría que la existencia de los mismos dejara de tener sentido.

Ahora bien, no es menos cierto que la lucha contra el abuso de mercado queda desvalida si no se aplica la DAM de modo global a todos los mercados, estableciendo para todos unas mismas reglas básicas de juego tanto en materia de manipulación de mercado como en lo referente a la prohibición de uso de la información privilegiada.

Así lo han entendido algunos Estados Miembros, como Francia, Reino Unido y España, que, en la transposición de la MiFID a las legislaciones nacionales, han extendido la aplicación de las prohibiciones de la DAM a los SMN. Concretamente, en el mercado español, las normas del régimen de abuso de mercado (capítulo II del Título VII) son de aplicación sin excepción alguna (artículo 121.5 de la LMV) al Latibex, al Mercado Alternativo Bursátil, a SENA y a MTF España, que son en la actualidad Sistemas Organizados de Negociación (en vías de transformación, actualmente, a SMN).

Por el contrario, hay Estados Miembros que opinan que la extensión a los SMN debe hacerse sólo en la parte referente a manipulación de mercado y no para las obligaciones de transparencia contenidas en la DAM, entre las que destacan la publicación de información relevante, la elaboración de listas de iniciados, la comunicación de las operaciones realizadas por los administradores de una entidad sobre los valores emitidos por la misma, las normas sobre elaboración de análisis y la comunicación de operaciones sospechosas. Uno de los motivos alegados por los Estados que mantienen esta opinión es que, en los SMN, la admisión a cotización de los valores puede no haber sido solicitada por el propio emisor, sino por un tercero. Pero, principalmente, la opción de no extender las obligaciones de la DAM a todos los SMN radica en el coste que supondría para los emisores de valores que hayan optado por cotizar en un SMN en vez de en un mercado regulado.

En este punto, es necesario recalcar que, de entre todas las prohibiciones contenidas en las distintas directivas del FSAP⁷, las relativas a manipular cotizaciones, difundir información engañosa a sabiendas o aprovecharse de información privilegiada son claramente las más universalmente aceptadas. No parece razonable defender que en ciertos sistemas de negociación pueda resultar lícito, por ejemplo, que un inversor manipule los precios de cierre en su beneficio, que un directivo de una compañía venda todas sus acciones en el momento de darse cuenta de que la compañía tendrá que solicitar el concurso de acreedores o que un inversor difunda un rumor falso de fusión para obtener un beneficio.

Por tanto, la cuestión se reduce, fundamentalmente, a un elemento de coste de cumplimiento: el coste asociado a las medidas que acompañan a las prohibiciones arriba enumeradas. Sin embargo, se puede defender la extensión del régimen de abuso de mercado de la DAM a los SMN (para los instrumentos que no están admitidos en ningún mercado regulado) sin que sea imprescindible equiparar las medidas que coadyuvan a su cumplimiento y sin trasladar, por tanto, el coste de su cumplimiento a los emisores de los valores admitidos en un SMN.

Las medidas enunciadas anteriormente (obligación precisa de publicación de hechos relevantes, comunicación de operaciones sospechosas, sistemas de seguimiento y transparencia de transacciones de administradores...) facilitan el cumplimiento de las prohibiciones señaladas y son especialmente útiles desde el punto de vista de la supervisión. Puede aducirse, con razón, que sin estas medidas supervisar las conductas de abuso de mercado resultaría harto complejo. Siendo así, no es menos cierto que la inexistencia de estas medidas no impide una investigación en profundidad a posteriori y una sanción adecuada.

Aunque la supervisión sea, en efecto, menos efectiva y más costosa, extender las prohibiciones a los SMN permitirá un margen sancionador imprescindible para que estos sistemas no se conviertan en espacios abiertos al abuso de mercado cuyas consecuencias sean sufridas con especial severidad por el pequeño inversor. Por todo ello, sería extremadamente positivo que el legislador europeo hiciese, como hizo en su día el español en el momento de transponer la DAM, una lectura amplia del ámbito de aplicación, incluyendo a los SMN al menos en las prohibiciones de los artículos 2, 3 y 4 de la DAM, que se refieren al uso indebido de información privilegiada, y del 5, de la DAM, que se refiere a las prácticas de manipulación de mercado.

7 Financial Services Action Plan, publicado en 1999 por la Comisión Europea.

3.2 Instrumentos financieros

En lo referente a la definición de *instrumento financiero* a utilizar en el ámbito de aplicación de la DAM, y su posibilidad de ampliarla en relación con la definición desarrollada en la MiFID, caben varias reflexiones:

- a) Sobre los instrumentos financieros definidos directamente en la DAM: la directiva recoge una enumeración explícita de los mismos y además se añade *cualquier otro instrumento admitido a negociación en un mercado regulado de un Estado miembro o para el cual se haya presentado una solicitud de admisión a negociación en dicho mercado* (menciones contenidas en el artículo 1.3). Es decir, la condición para su inclusión en el ámbito de la DAM es la admisión de dicho instrumento a cotización en un mercado regulado o su solicitud de admisión al mismo. A estos instrumentos actualmente les son de aplicación todas las disposiciones relativas a la manipulación de mercado y al uso de información privilegiada.
- b) Sobre los instrumentos financieros no admitidos a negociación en un mercado regulado de un Estado Miembro pero cuyo valor dependa de un instrumento financiero mencionado en el párrafo anterior (mención contenida en el artículo 9, primer párrafo de la DAM): según se manifiesta explícitamente en ese mismo artículo, a estos les son de aplicación las disposiciones relativas al uso de información privilegiada, pero nada se dice al respecto de las prohibiciones sobre manipulación del mercado y por ello surge la duda sobre la aplicación del artículo 5 a los mismos.
- c) Sobre otro tipo de instrumentos financieros, definidos expresamente en la MiFID (definiciones contenidas en el Anexo I, sección C) y que están simplemente mencionados en el artículo 1.3 de la DAM, como son:
 - futuros, opciones, *swaps* y los acuerdos de tipo de interés a plazo con liquidación en efectivo y admitidos a cotizar en SMN o que, aunque no coticen, puedan ser liquidados en especie y presenten las *características de otros instrumentos financieros derivados* (son liquidados a través de cámaras de compensación o son objeto de ajustes regulares en los márgenes de garantía). Para estos instrumentos, que presentan las características de otros instrumentos financieros derivados a los que se aplica en toda su extensión la DAM, puesto que aparecen explícitamente recogidos en el artículo 1.3 de la misma, no parece justificado no incorporarlos en su ámbito de aplicación.
 - aquellos otros derivados sobre materias primas con liquidación en especie que estén admitidos a cotización en un SMN o aquellos que puedan ser liquidados mediante entrega física y que presenten las características de otros instrumentos financieros derivados (son liquidados a través de cámaras de compensación o son objeto de ajustes regulares en los márgenes de garantía). En este punto, resulta necesario un juicio particular, ad hoc, de cada instrumento financiero para determinar su carácter financiero o comercial.
- d) Sobre otro tipo de instrumentos financieros, definidos expresamente en la MiFID (definiciones contenidas en el Anexo I, sección C) pero que no están contemplados en la DAM:
 - los contratos por diferencias (CFD) y las permutas sobre riesgo de crédito (CDS): sí podría considerarse que les son de aplicación las disposiciones

sobre uso de información privilegiada, puesto que tienen la consideración de *instrumento financiero derivado relacionado* especificado en el artículo 1.1, pero cabe la duda respecto a las normas de manipulación de mercado en cuanto a su no referencia como tal en la definición del artículo 1.2 de la DAM. La inclusión específica de ambos entre los instrumentos financieros de la DAM, como sucede de hecho en la MiFID, disiparía cualquier duda sobre la sujeción de los mismos a las normas sobre manipulación de mercado y la conveniencia de su inclusión sería innegable para evitar circunvalar las prohibiciones de la DAM a través de estos instrumentos.

- los derivados climáticos, los derivados sobre cuotas de emisión de efecto invernadero, los derivados sobre la inflación y otros derivados exóticos con liquidación en efectivo que negocien en un mercado regulado, SMN o presenten las características de otros instrumentos financieros derivados (son liquidados a través de cámaras de compensación o son objeto de ajustes regulares en los márgenes de garantía). Por las especiales características de estos instrumentos parece oportuno abordar un análisis específico, que en todo caso no reviste especial importancia para los mercados españoles en el momento actual.

Todo ello lleva a pensar que la definición en la DAM de instrumentos financieros podría ser ampliada para cubrir, por un lado, aquellos instrumentos no recogidos en ella a los que se quiera aplicar las normas sobre abuso de mercado y, por otro, reconocer explícitamente la inclusión en el ámbito de aplicación de la DAM de aquellos instrumentos sobre los que recae alguna duda. Dado que las dos directivas (MiFID y DAM) tienen el mismo objetivo de regulación de los mercados de valores en sentido amplio, parece razonable que se utilice una misma definición de *instrumentos financieros* en ambas. Consecuentemente sería interesante, en la línea de lo expresado en la sección 2.1 de este artículo, poder ampliar a la gran mayoría de los instrumentos financieros contenidos en la MiFID las prohibiciones de los artículos 2, 3, 4 y 5 de la DAM.

4 La información relevante: concepto y obligación de publicar

A diferencia del ordenamiento español, donde se distingue entre información relevante e información privilegiada, la DAM sólo contempla el concepto de información privilegiada (*inside information*), definida como aquella de naturaleza precisa sobre un emisor o sus valores que no ha sido hecha pública y que, de hacerse pública, tendría un efecto significativo en el precio. Sobre dicha información existe la obligación de comunicarla al mercado tan pronto como sea posible, aunque se permite retrasar este momento siempre que se cumplan determinados requisitos.

Sobre la información privilegiada de la DAM recae, por un lado, la prohibición de utilizarla directa o indirectamente en operaciones sobre los instrumentos financieros sobre los que versa dicha información y, por otro, la obligación de desglosarla al mercado en cuanto sea posible. Ambas obligaciones nacen al mismo tiempo, aunque se reconoce la posibilidad legal de posponer la comunicación de esta información en determinadas circunstancias. Este hecho es lo que ha llevado a los legisladores

españoles a mantener la distinción entre información relevante e información privilegiada, siendo esta última definida como la información relevante en su fase inicial de secreto: mientras la obligación de no utilizar dicha información aparece en el momento en el que nace la información, la obligación de su comunicación al mercado no surge hasta que dicha información es suficientemente precisa y probable como para ser útil para el inversor.

La consulta por parte de la Comisión Europea para modificar la DAM incluye la cuestión de la doble definición de *inside information* según se refiera a la obligación de comunicación al público o a la prohibición de su uso para operar en el mercado. En este debate juega un papel fundamental una variable de ajuste que se ha convertido en un punto clave del régimen europeo de abuso de mercado: la posibilidad de retrasar, bajo la responsabilidad del emisor, la publicación de la información relevante.

Las condiciones simultáneas que permiten dicho retraso y por tanto permiten un periodo de tiempo entre la originación de la información privilegiada y su comunicación al público son:

- que se asegure la confidencialidad,
- que su omisión no haga probable una confusión en el mercado y
- que se realice para proteger los intereses legítimos de la entidad.

En el análisis pormenorizado de cada una de las exigencias es donde se aprecian las diferentes posturas de los emisores a la hora de decidir no desvelar tal información.

En primer lugar, el aseguramiento de la confidencialidad es fundamental para la integridad del mercado y para ello es necesario que el emisor haya adoptado todas las medidas pertinentes para salvaguardar la información. Conviene subrayar la necesidad por parte del emisor de estar atento permanentemente a las informaciones que circulan sobre él o sus valores en el mercado, de modo que pueda reaccionar correctamente y a tiempo ante la existencia de una filtración o de un rumor.

Una filtración puede propiciar la extensión de un rumor en el mercado y afectar al precio, lo que exige, necesariamente, difundir la información. A la inversa, si no hay fundamento o falta concreción en un rumor o éste responde a pura especulación de mercado, el emisor no está obligado a realizar aclaración alguna.

En segundo lugar, a veces ha ocurrido que un desglose prematuro de cierta información ha causado falsas expectativas en el mercado; hay emisores propensos a desglosar información rápidamente, aunque ésta no sea suficientemente precisa, necesitando por tanto varias comunicaciones para precisar la información completa, mientras otros son más reticentes a realizar varios desgloses y prefieren esperar a dar datos concretos en una única comunicación, evitando con ello volatilidades en los precios.

También en este caso resulta relevante la interpretación que se haga del mandato de desvelar la información *tan pronto como sea posible*: cuanto más tiempo se retrase la comunicación, mayor será la concreción de la información pero también será mayor la posibilidad de filtraciones y uso indebido de la misma.

En tercer lugar, es necesario que la postergación obedezca a la protección de los intereses legítimos de la entidad, pues es conocido que la publicidad de cierto tipo

de información puede dificultar e incluso impedir llegar a determinados acuerdos estratégicos u ocasionar vaivenes en el precio de los valores que podrían haberse evitado. Tal era la importancia de esta premisa que la Comisión elaboró la Directiva 2003/124/CE para señalar, al menos, dos circunstancias en las que los intereses de la entidad estaban claramente justificados: 1) negociaciones en las que esté en juego la viabilidad financiera de la compañía cuya publicidad podría obstaculizar o abortar una solución negociada y por tanto perjudicar a los accionistas de dicha entidad, y 2) decisiones que dependan de la aprobación de otro órgano superior a aquél que ha tomado la decisión y esté, mientras tanto, condicionada.

Sin embargo, ha sido necesario establecer aclaraciones al respecto en el 2º paquete de recomendaciones de CESR donde se han descrito varios ejemplos que permiten, siempre bajo la responsabilidad del emisor y atendiendo a sus particulares circunstancias, ilustrar el sentido de esta disposición legal, de modo que se obtenga la mayor convergencia posible en la aplicación de estos conceptos entre los Estados Miembros. En este sentido, la comunicación al regulador del retraso de una información relevante no aporta ninguna ventaja. Esta opción, contemplada en la DAM cuando ésta fue concebida en 2002-2003, y que se usó en la transposición española, se ha mostrado inoperante y podría ser eliminada cuando la Ley del Mercado de Valores sea revisada.

El hecho de poder retrasar la comunicación al mercado de la información relevante ha provocado que varios autores y colectivos hayan señalado las inconsistencias de usar un único concepto (y por tanto un único momento temporal ligado a su nacimiento) como la clave para la prohibición de operar y para la obligación de revelarla públicamente. Como expresó gráficamente un miembro del grupo ESME (European Securities Markets Experts) que asesora a la Comisión Europea, la definición única de la DAM es, en relación a los dos objetivos que pretende cubrir, como “una manta demasiado corta”: si se estira de ella hacia abajo, el torso queda descubierto, y si se estira hacia arriba, se descubren los pies. Siguiendo el símil, si se toma el nacimiento de la primera información como el desencadenante de la publicación inmediata, se darán al mercado informaciones aún primigenias, imprecisas o, lo que es peor, en algunos casos improvisadas y llenas de incertidumbre. Por el contrario, si se espera a la concreción final y a la certeza absoluta para la prohibición de operar de quienes la conocen, se permitirá su uso ilícito por quienes la conocen antes de ser publicada.

En todo caso, el retraso, que la DAM y la LMV contemplan como un caso excepcional, o al menos no como la norma, se ha convertido de facto en la situación más habitual en el caso de operaciones corporativas de larga génesis (fusiones, opas) o en el caso de decisiones o hechos no inmediatamente cuantificables (yacimientos de minerales, descubrimientos científicos). En esos tipos de información relevante, lo habitual es que los emisores demoren la publicación en tanto no se tienen datos más concretos y sobre todo fiables de la evolución de la operación.

Con un ejemplo puede visualizarse el dilema que supone una definición única. Dos compañías cotizadas en un sector en clara necesidad de consolidación, acuciadas por un endeudamiento elevado y un sector en oligopolio con una dura competencia, negocian una fusión. Sus máximos ejecutivos se han reunido en dos ocasiones y aún no han designado a un equipo para estudiar la operación, ni a asesores financieros ni legales. Los consejos de Administración no han sido informados y aún no se conoce, evidentemente, cuál sería la ecuación de canje. Esas compañías mantienen conversaciones con otras dos compañías del sector, en un grado de avance similar sin que

quepa descartar su éxito. No existen en el mercado rumores específicos sobre esa posible operación de fusión.

Si aplicásemos una definición única, las conversaciones de fusión, en las condiciones descritas, serían probablemente relevantes para un inversor, en la medida en que la base de negocio y la cuota de mercado sobre las que sostener la deuda resultan mejores en ese escenario y los precios tenderían a subir. Sin embargo, exigir que ambas compañías anuncien al mercado que han iniciado conversaciones y que también mantienen conversaciones con otras dos compañías puede resultar prematuro o confuso, especialmente si fuese seguido de otros que den cuenta de tropiezos o dificultades en las negociaciones. Paralelamente, que uno de los dos ejecutivos conocedores de las conversaciones tomase un préstamo para comprar 1 millón de acciones de la otra compañía sería, por supuesto, reprobable y a todas luces constitutivo de uso de información privilegiada.

La situación ideal sería poder sancionar a cualquier iniciado que tome posiciones en los valores después de conocer la existencia del proyecto sin requerir para ello publicaciones prematuras o faltas de concreción, en ausencia de rumores o perturbaciones de mercado. En una situación de este tipo debería ser posible, por ejemplo, esperar a que exista un proyecto concreto de fusión remitido a los respectivos consejos para publicar un hecho relevante, con independencia de que no se haya aprobado aún la operación.

Cabe subrayar que, ante el gran esfuerzo realizado para encontrar consenso europeo en la definición de *inside information*, una enmienda a la DAM estableciendo cambios en la misma, en la parte que se refiere a información relevante, para su desglose al público tiene serios detractores, que no ven motivo para cambiar su actual redacción.

Sin embargo, y a favor de la enmienda de diferenciar el momento en el que una información relevante ha de ser hecha pública, la práctica empresarial demuestra que es útil poder separar el momento en el que nace una información relevante, con la consiguiente prohibición de operar por parte de los iniciados que la conocen, del momento en el que esa información está suficientemente madura como para que sea dada a conocer a los inversores. En estos casos, es conveniente que el emisor analice si cada uno de los hitos que forman parte de la operación constituye en sí mismo una información relevante que debiera ser comunicada al mercado, ya que la responsabilidad de seleccionar el momento de la publicación recae sobre el emisor.

La legislación española, como se ha señalado al principio, ha mantenido en la LMV las definiciones de información relevante (art. 82, ligada a la publicación) e información privilegiada (art. 81, ligado a la prohibición de operar de los iniciados); del mismo modo, cuando el Reino Unido traspuso la DAM a su normativa, mantuvo como ilícito el uso de información privilegiada no pública (en sus siglas en inglés *RINGA: relevant information not generally available*) con la finalidad de no estrechar el ámbito de aplicación de la legislación sobre abuso de mercado, ya que sobre la información que no estuviera considerada como “inside information” no recae ni la obligación de publicar ni la prohibición de operar. En ambos países se trata de información no pública, que recibida por un inversor podría considerarla como relevante a la hora de decidir sus inversiones y, por tanto, con impacto en el precio del instrumento financiero de que se trate, y sobre las que pesa la prohibición de operar.

5 Derivados sobre materias primas: definición particular de información relevante

La disyuntiva que surge a la hora de tratar estos instrumentos financieros deriva de la innegable correlación de la evolución de los precios de estos con la evolución de los precios de las materias primas que tienen como subyacentes. Ahora bien, mientras que estos derivados pertenecen al ámbito de los mercados de valores, en los mercados de *commodities* no se negocian instrumentos financieros y su supervisión no es competencia del mismo regulador.

Aunque su inclusión como instrumento financiero al que deben aplicarse las prohibiciones de abuso de mercado y uso de información privilegiada bajo el paraguas de la DAM es evidente, también es cierto que las especiales características de su estructuración, ya que el emisor de estos valores nada tiene que ver con el productor de la materia prima, hicieron pertinente establecer una definición particular para la información privilegiada de estos instrumentos.

Con el paso del tiempo se ha podido comprobar que, aunque la definición establecida ha requerido de un posterior desarrollo a través de la Directiva 2004/72/CE, mencionada anteriormente, para su correcta aplicación, dicha definición sigue careciendo de la suficiente claridad a la hora de perseguir el uso de información privilegiada. Concretamente, la referencia a *aquella información que se esperaría recibir con arreglo a las prácticas de mercado aceptadas en dichos mercados* hace referencia a información que se hace pública de manera regular (estadísticas, datos periódicos...) o a aquella información que sea desglosada con motivo de un requerimiento legal, reglas del mercado, contratos o hábitos tanto del mercado de la materia prima que constituye el subyacente como del mercado de derivados donde cotiza.

Aún así, hay información relevante que afecta a estos derivados y que no es de obligatoria revelación al mercado, como podría ser el cambio de calidad de una partida de aceite o un desastre natural que afecte a las minas de oro de Sudáfrica, puesto que son, en primera instancia, conocimiento del productor de la materia prima. Ni el propietario de la minas de oro ni la sociedad productora del aceite son los emisores del instrumento financiero (en este caso, el derivado sobre el precio del aceite o del oro) y, por tanto, no están sujetos a comunicar dicha información públicamente de modo inmediato.

Dos son las cuestiones que habría que abordar respecto a la información sobre el subyacente de los derivados sobre materias primas. La primera cuestión es si esta información podría considerarse como información que un inversor en este tipo de derivado esperaría recibir. La segunda es si esta información no desglosada al mercado, utilizada por el bioquímico de la empresa aceitera o el director financiero de la mina de oro en su propio beneficio, siguiendo el ejemplo anterior, y que no estaría cubierta por la prohibición de uso de información privilegiada, debería ser considerada sancionable. Razonablemente, las respuestas a ambas cuestiones es que sí.

Dado que los derivados sobre materias primas y los mercados donde cotizan están incorporados de lleno en la MiFID y se pretende que lo estén también en la DAM, parece conveniente que se utilice la definición general de información privilegiada (eliminando por tanto el 2º párrafo del art. 1 de la DAM) también para estos instrumentos financieros, facilitando de este modo el ejercicio de la supervisión en estos mercados.

6 Conclusiones

La revisión de la DAM constituye un hito en el marco normativo europeo sobre mercados de instrumentos financieros, dado que, en su momento, fue la primera directiva aprobada bajo el esquema “Lamfalussy”. La existencia de opciones nacionales en su transposición y la publicación de directivas posteriores hacen especialmente pertinente esta revisión, en un punto (el del abuso de mercado) que resulta crucial para la integridad del mercado de capitales europeo.

De todos los temas abiertos por la Comisión Europea en su consulta a los reguladores sobre la conveniencia de modificación de la DAM, los aquí descritos son los más señalados en cuanto afectan al ámbito de aplicación de esta norma y a las definiciones básicas que luego se emplean para perseguir el abuso de mercado.

En este sentido, sería beneficioso para los mercados de valores el poder aplicar a todo tipo de instrumentos financieros, particularmente a aquellos que dependen o están relacionados con instrumentos ya recogidos por la DAM, la normativa contra la manipulación de precios y el uso de información privilegiada, defendiendo que se aplique también a los productos derivados sobre materias primas la definición general de información relevante.

Además, resultaría igualmente beneficioso poder diferenciar el momento en el que una información relevante tiene la obligación de ser comunicada al público del momento en el que recae sobre ella la prohibición de no utilizarla para operar en el mercado, como ya ocurre en la normativa española. El momento en el que se decide revelar al mercado la información puede ser posterior y no simultáneo al momento en el que nace la información como tal, mientras que la obligación de no realizar operaciones en el mercado con el uso de dicha información nace con ésta. Todo ello bajo la responsabilidad del emisor y siempre y cuando no existan filtraciones que exigirían la difusión obligatoria de la información relevante al público.

7 Bibliografía

ESME Report: *Market abuse. EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation*. Brussels, July 6th, 2007.

Comisión Europea: *Call for evidence. Review of Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation. (Market Abuse Directive)*. 20/04/2009.

CESR's response to the European Commission's call for evidence on MAD. 22/06/2009.

IV Anexo Legislativo

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

- **Reglamento (CE) nº 636/2009 de la Comisión de 22 de julio de 2009**, que modifica el Reglamento (CE) nº 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Interpretación nº 15 del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera (CINIIF).

Este Reglamento incorpora al Derecho de la Unión Europea la Interpretación nº 15 del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRIC). Se refiere al momento en que deben reconocerse los ingresos derivados de la construcción de inmuebles y también a si a estos ingresos les son de aplicación la NIC 11 (Contratos de construcción) o la NIC 18 (Ingresos ordinarios).

- **Directiva 2009/83/CE de la Comisión, de 27 de julio de 2009**, por la que se modifican determinados anexos de la Directiva 2006/48 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las disposiciones técnicas relativas a la gestión de riesgos.

Esta norma ha sido aprobada en el contexto de una amplia reforma en materia de requerimientos de capital de las entidades financieras (entidades de crédito y empresas de inversión), cuya tramitación aún no ha finalizado y que, en el marco de la actual crisis financiera, persigue una mejora de la gestión de los llamados grandes riesgos de las entidades financieras; una mejora de la supervisión de los grupos financieros transfronterizos; una mejora de la calidad de sus fondos propios, especialmente en relación con los instrumentos híbridos; una mejora de la gestión de su riesgo de liquidez y una mejor gestión del riesgo relativo a los instrumentos financieros derivados de la titulización.

Esta Directiva aborda algunos aspectos concretos que han podido regularse directamente mediante Directiva de la Comisión Europea, en desarrollo de la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio. En particular, se realizan ciertas aclaraciones y adaptaciones en relación con varias materias: criterios para la organización y tratamiento de riesgos; método estándar; métodos basados en evaluaciones internas; reducción del riesgo de crédito; exigencias de recursos propios por inversiones en bonos de titulización; riesgo operacional y publicación de información sobre recursos propios. También se clarifican las formas en que las entidades de crédito pueden demostrar la transferencia de una parte significativa del riesgo fuera de su balance.

- **Reglamento (CE) nº 824/2009 de la Comisión, de 9 de septiembre de 2009**, que modifica el Reglamento (CE) nº 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) nº 39 y a la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) nº 7.

Esta norma incorpora al Derecho de la Unión Europea unas modificaciones aprobadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB)

en relación con la NIC nº 39 y la NIIF 7. Estas modificaciones tratan algunas cuestiones sobre la reclasificación contable de los activos financieros en determinados supuestos.

V Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ²
IMPORTE EFECTIVOS³ (millones de euros)	29.436,3	69.955,5	16.349,3	1.916,6	9.199,5	5.932,0	2.060,1	205,0
Ampliaciones de capital	26.977,4	67.887,0	16.339,7	1.916,6	9.199,5	5.932,0	2.060,1	205,0
De ellas, mediante OPS	644,9	8.502,7	292,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	302,9	4.821,3	292,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	342,0	3.681,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.458,9	2.068,5	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	1.568,2	1.517,1	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	890,7	551,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IMPORTE NOMINALES³ (millones de euros)	1.272,9	6.441,5	1.835,8	237,6	946,0	970,4	596,8	108,7
Ampliaciones de capital	1.154,1	6.358,4	1.835,7	237,6	946,0	970,4	596,8	108,7
De ellas, mediante OPS	51,3	1.122,9	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	17,6	676,0	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	33,7	446,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	118,7	83,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	75,7	46,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	43,0	37,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴	86	100	54	9	19	9	14	8
Ampliaciones de capital	77	91	53	9	19	9	14	8
De ellas, mediante OPS	8	8	2	0	0	0	0	0
De ellas, liberadas	20	19	18	2	8	1	3	4
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	14	12	2	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISORES⁴	58	57	39	9	16	8	9	7
Ampliaciones de capital	53	52	38	9	16	8	9	7
De ellas, mediante OPS	6	6	2	0	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	10	8	2	0	0	0	0	0

1 Incluye las operaciones con folleto de emisión y las admisiones a negociación sin publicar folletos de emisión. En boletines trimestrales anteriores estos dos tipos de operaciones se recogían en cuadros independientes.

2 Datos disponibles: agosto 2009.

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

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

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

CUADRO 1.2

Millones de euros	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ¹
OFERTAS PÚBLICAS DE SUSCRIPCIÓN	644,9	8.502,7	292,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mercado nacional	303,0	4.646,2	282,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores minoristas	8,7	2.841,0	191,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	294,3	1.805,2	90,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mercado internacional	342,0	3.681,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empleados	0,0	175,2	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA	2.458,8	2.068,5	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mercado nacional	1.565,0	1.505,7	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores minoristas	390,0	393,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	1.175,0	1.111,8	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mercado internacional	890,7	551,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empleados	3,1	11,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: agosto 2009.

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.3

	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ²
Mercado continuo (MC). Total ³	135	143	136	140	136	136	136	135
Sin Nuevo mercado	124	142	136	140	136	136	136	135
Nuevo mercado	11	1	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	6	5	5	5	5	5	5	5
Segundo Mercado	12	11	8	8	8	8	8	7
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	9	9	6	6	6	6	6	5
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	1	0	0	0	0	0	0	0
Corros ex SICAV	38	31	29	29	29	29	29	29
Madrid	16	13	13	13	13	13	13	13
Barcelona	24	20	19	19	19	19	19	19
Bilbao	10	9	8	8	8	8	8	8
Valencia	13	9	7	7	7	7	6	6
Corros SICAV	744	8	3	4	3	3	3	3
MAB	2.405	3.287	3.347	3.364	3.347	3.322	3.296	3.286
Latibex	34	34	35	35	35	33	34	34

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: agosto 2009.

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

Capitalización¹

CUADRO 1.4

Millones de euros	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ²
Mercado continuo (MC). Total ³	813.765,1	892.053,8	531.194,2	634.275,0	531.194,2	435.027,6	534.519,3	611.987,3
Sin Nuevo mercado	800.148,0	891.875,7	531.194,2	634.275,0	531.194,2	435.027,6	534.519,3	611.987,3
Nuevo mercado	13.617,1	178,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras ⁴	105.600,9	134.768,6	61.317,5	94.553,7	61.317,5	52.843,4	68.600,4	76.255,9
Ibex 35	512.828,0	524.651,0	322.806,6	374.922,1	322.806,6	276.053,0	334.760,9	387.709,6
Segundo Mercado	392,7	286,8	109,9	112,5	109,9	76,1	82,4	84,0
Madrid	18,9	27,8	22,8	24,1	22,8	21,4	23,0	26,0
Barcelona	184,2	259,0	87,1	88,3	87,1	54,7	59,4	58,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	189,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	7.905,3	7.444,9	5.340,7	5.850,5	5.340,7	4.438,8	4.142,7	4.022,3
Madrid	2.698,1	1.840,6	1.454,7	1.475,4	1.454,7	1.225,5	968,6	1.034,0
Barcelona	4.966,3	4.627,8	3.580,2	3.966,4	3.580,2	2.808,5	2.898,7	3.238,5
Bilbao	59,5	108,2	45,9	27,0	45,9	45,9	45,9	339,2
Valencia	741,9	1.206,5	760,4	885,3	760,4	792,1	467,4	526,9
Corros SICAV ⁵	6.868,1	204,9	126,8	148,6	126,8	106,9	125,1	129,0
MAB ⁵	23.087,6	31.202,5	24.718,6	26.952,4	24.718,6	24.020,8	24.896,2	26.059,2
Latibex	271.641,8	427.773,6	287.188,9	529.494,2	287.188,9	319.943,1	436.745,3	456.073,1

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: agosto 2009.

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

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

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

Contratación efectiva

CUADRO 1.5

Millones de euros	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ¹
Mercado continuo (MC). Total ²	1.144.562,9	1.653.354,8	1.228.392,4	285.162,3	249.638,7	182.762,4	223.468,1	149.599,7
Sin Nuevo mercado	1.118.546,1	1.627.369,5	1.228.380,9	285.162,3	249.638,7	182.762,4	223.468,1	149.599,7
Nuevo mercado	26.016,8	25.985,3	11,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	11.550,3	7.499,3	1.407,1	206,9	265,7	418,7	1.141,5	894,4
Segundo Mercado	49,3	192,9	31,7	9,7	1,2	1,2	1,4	0,1
Madrid	7,2	8,9	3,4	0,1	1,1	0,3	1,1	0,1
Barcelona	41,6	182,3	28,3	9,6	0,1	0,9	0,3	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,5	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	737,6	792,7	182,1	58,1	63,0	12,3	24,0	4,5
Madrid	257,9	236,1	73,9	45,6	3,7	5,1	8,3	1,5
Barcelona	297,8	402,8	103,6	12,2	59,1	6,9	10,3	1,9
Bilbao	159,9	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	1,1
Valencia	22,0	153,8	4,5	0,4	0,1	0,3	5,4	0,0
Corros SICAV	4.580,6	361,6	25,3	7,2	9,6	7,2	3,0	6,8
MAB	1.814,2	6.985,2	7.060,3	1.406,3	2.041,8	1.177,5	1.109,4	822,1
Latibex	723,3	868,2	757,7	136,2	116,4	89,4	115,2	66,1

1 Datos disponibles: agosto 2009.

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

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.6

Millones de euros	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ²
En sesión	1.080.117,5	1.577.249,5	1.180.835,9	279.188,2	241.955,6	178.078,6	207.873,9	143.003,9
Órdenes	658.839,2	985.087,6	774.718,1	183.639,9	159.841,1	117.321,9	130.334,7	76.367,3
Aplicaciones	105.910,7	155.085,1	105.673,9	22.654,9	18.800,1	11.402,0	12.739,6	7.833,9
Bloques	315.367,7	437.076,8	300.443,9	72.893,4	63.314,4	49.354,7	64.799,6	58.802,7
Fuera de hora	11.651,6	18.301,5	10.175,2	1.341,7	2.148,1	79,9	284,1	681,6
Autorizadas	4.052,0	4.189,6	3.183,2	974,9	1.300,5	752,6	2.710,4	229,9
Op. LMV art. 36.1	6.439,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opa	18.094,6	26.284,3	17.461,2	0,0	0,0	0,0	7.085,4	0,0
OPV	3.264,0	11.177,4	292,0	292,0	0,0	0,0	1.325,0	0,0
Toma de razón	10.347,9	2.954,4	1.066,8	33,0	177,3	594,4	205,2	4.394,0
Ejercicio de opciones	8.279,8	10.240,4	9.661,9	1.693,1	2.938,7	1.695,1	2.731,1	484,4
Operaciones de cobertura	2.315,7	2.957,8	5.716,3	1.639,5	1.118,5	1.561,8	1.253,0	805,9

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2 Datos disponibles: agosto 2009.

Operaciones de crédito

CUADRO 1.7

Millones de euros	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ¹
CONTRATACIÓN								
Préstamo de valores ²	550.850,4	835.326,9	583.950,8	138.864,1	109.281,2	82.710,3	118.161,0	86.606,6
Crédito de valores para su venta ³	379,9	555,4	624,9	149,4	150,8	168,0	202,7	130,1
Crédito para compra de valores ³	511,9	411,3	154,7	33,6	33,2	25,2	27,7	20,4
SALDO VIVO								
Préstamo de valores ²	62.058,2	79.532,9	43.647,8	58.394,2	43.647,8	36.825,4	42.636,4	38.771,0
Crédito de valores para su venta ³	73,6	112,4	20,7	62,3	20,7	24,7	38,3	81,2
Crédito para compra de valores ³	70,1	59,4	7,0	31,2	7,0	3,6	4,5	6,2

1 Datos disponibles: agosto 2009.

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

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

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas¹ en la CNMV

CUADRO 1.8

	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ²
NÚMERO DE EMISORES	159	173	179	48	75	62	88	50
Cédulas hipotecarias	11	10	19	5	5	16	6	8
Cédulas territoriales	5	4	7	0	1	0	1	0
Bonos y obligaciones no convertibles	46	41	30	16	9	14	38	21
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	0	1	0	1	0	1	1
Bonos de titulación	61	77	88	18	34	21	24	11
Programas de pagarés	68	80	77	11	29	20	16	11
De titulación	3	3	2	0	1	0	1	0
Resto de pagarés	65	77	75	11	28	20	15	11
Otras emisiones de renta fija	0	2	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	9	5	8	2	1	6	15	6
NÚMERO DE EMISIONES	336	335	337	62	107	111	180	83
Cédulas hipotecarias	37	32	47	8	8	31	11	9
Cédulas territoriales	6	8	8	0	1	0	1	0
Bonos y obligaciones no convertibles	115	79	76	18	29	31	106	43
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	0	1	0	1	0	1	1
Bonos de titulación	82	101	108	23	37	21	26	12
Programas de pagarés	84	107	88	11	29	20	16	11
De titulación	3	3	2	0	1	0	1	0
Resto de pagarés	81	104	86	11	28	20	15	11
Otras emisiones de renta fija	0	3	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	11	5	9	2	2	8	19	7
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	523.131,4	648.757,0	476.275,7	90.553,9	133.726,6	116.426,5	130.128,7	44.054,2
Cédulas hipotecarias	44.250,0	24.695,5	14.300,0	1.685,0	1.245,0	10.473,9	10.175,0	1.920,0
Cédulas territoriales	5.150,0	5.060,0	1.820,0	0,0	800,0	0,0	500,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	46.687,5	27.416,0	10.489,6	4.215,1	1.926,9	15.492,0	28.248,9	4.775,3
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	68,1	0,0	1.429,1	0,0	1.429,1	0,0	300,0	200,0
Bonos de titulación	91.607,7	141.627,0	135.252,5	11.736,1	60.473,0	27.358,5	31.035,3	7.786,3
Tramo nacional	30.885,7	94.049,0	132.730,1	10.606,9	60.473,0	27.358,5	28.483,9	6.580,6
Tramo internacional	60.722,1	47.578,0	2.522,4	1.129,2	0,0	0,0	2.551,5	1.205,7
Pagarés de empresa ³	334.457,0	442.433,5	311.738,5	72.867,7	66.852,7	61.552,2	49.696,5	28.320,6
De titulación	1.992,7	464,8	2.843,1	94,0	2.568,1	1.333,9	1.226,7	748,8
Resto de pagarés	332.464,3	441.968,7	308.895,4	72.773,7	64.284,6	60.218,3	48.469,8	27.571,8
Otras emisiones de renta fija	0,0	7.300,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	911,0	225,0	1.246,0	50,0	1.000,0	1.550,0	10.173,0	1.052,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	27.361,5	47.158,3	12.949,5	1.574,5	7.119,6	8.484,3	5.571,2	1.060,6
Emisiones aseguradas	92.213,5	86.161,1	9.169,5	946,1	928,1	0,0	2.559,0	1.450,0

1 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

2 Datos disponibles: agosto 2009.

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

Admisión al mercado AIAF

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ¹
Total	507.525,3	640.096,2	476.710,4	102.755,3	120.809,0	126.940,2	112.139,7	61.332,2
Pagarés	332.328,4	439.787,3	314.417,4	74.588,8	65.221,2	63.663,5	49.459,9	28.586,6
Bonos y obligaciones	45.155,4	30.006,9	10.040,3	4.878,2	1.490,6	15.358,6	25.239,7	7.901,3
Cédulas hipotecarias	43.720,0	27.195,5	14.150,0	3.300,0	1.480,0	10.623,9	7.925,0	3.220,0
Cédulas territoriales	2.650,0	7.450,0	1.930,0	0,0	800,0	0,0	500,0	0,0
Bonos de titulación	83.042,5	135.149,5	135.926,6	19.938,3	51.817,3	35.794,3	26.211,9	13.966,6
Participaciones preferentes	629,0	507,0	246,0	50,0	0,0	1.500,0	2.803,2	7.657,7
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: agosto 2009.

AIAF. Emisores, emisiones y saldo vivo

CUADRO 1.10

	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ¹
NÚMERO DE EMISORES	438	492	556	540	556	585	611	625
Pagarés	69	73	72	72	72	73	72	70
Bonos y obligaciones	80	92	93	93	93	95	104	105
Cédulas hipotecarias	14	14	22	22	22	25	25	26
Cédulas territoriales	5	7	11	11	11	11	11	11
Bonos de titulización	257	316	383	366	383	409	425	440
Participaciones preferentes	46	50	52	52	52	53	57	60
Bonos matador	20	15	12	14	12	12	12	12
NÚMERO DE EMISIONES	3.681	4.314	4.639	4.767	4.639	4.487	4.335	4.280
Pagarés	2.242	2.493	2.489	2.670	2.489	2.206	1.926	1.765
Bonos y obligaciones	398	445	450	457	450	460	526	571
Cédulas hipotecarias	83	111	146	144	146	175	181	190
Cédulas territoriales	11	19	26	26	26	26	25	25
Bonos de titulización	856	1.157	1.436	1.376	1.436	1.528	1.578	1.624
Participaciones preferentes	65	71	78	78	78	78	85	91
Bonos matador	26	18	14	16	14	14	14	14
SALDO VIVO² (millones de euros)	588.942,3	758.559,8	819.637,7	812.631,3	819.637,7	851.854,3	874.645,0	890.332,1
Pagarés	70.778,6	98.467,6	71.762,2	90.658,5	71.762,2	68.065,3	57.337,7	57.196,1
Bonos y obligaciones	131.107,8	139.586,3	122.001,9	132.099,8	122.001,9	125.691,2	138.770,0	142.776,6
Cédulas hipotecarias	129.710,0	150.905,5	162.465,5	163.475,5	162.465,5	171.439,4	178.166,9	181.386,9
Cédulas territoriales	9.525,0	16.375,0	17.030,0	16.505,0	17.030,0	17.030,0	16.030,0	16.030,0
Bonos de titulización	222.866,1	328.924,6	422.010,7	385.434,9	422.010,7	444.611,0	456.650,9	457.715,3
Participaciones preferentes	23.115,6	23.062,6	23.308,6	23.308,6	23.308,6	23.958,6	26.630,7	34.168,4
Bonos matador	1.839,2	1.238,2	1.058,8	1.148,9	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8

1 Datos disponibles: agosto 2009.

2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.11

Importes nominales en millones de euros	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ¹
POR TIPO DE ACTIVO. Total	910.493,9	1.127.477,7	2.521.040,1	612.761,1	975.625,6	1.198.440,2	1.505.460,0	654.327,4
Pagarés	489.069,5	568.009,6	591.943,8	158.910,1	167.322,0	166.501,8	130.286,2	82.004,0
Bonos y obligaciones	82.421,1	87.035,7	80.573,8	20.573,0	17.674,7	35.272,8	94.121,0	55.029,8
Cédulas hipotecarias	70.113,5	80.811,2	129.995,3	47.216,7	23.439,6	52.026,3	101.235,5	36.158,2
Cédulas territoriales	3.659,1	7.749,8	10.142,3	711,3	3.484,9	3.308,9	1.535,1	990,9
Bonos de titulización	257.628,9	378.005,2	1.704.341,8	384.574,7	762.280,4	939.895,5	1.176.736,3	479.057,7
Participaciones preferentes	4.647,8	4.492,4	4.030,0	774,5	1.419,6	1.402,7	1.535,5	1.086,8
Bonos matador	2.954,1	1.373,8	13,2	0,9	4,4	32,3	10,4	0,0
POR TIPO DE OPERACIÓN. Total	910.493,9	1.127.477,7	2.521.040,1	612.761,1	975.625,6	1.198.440,2	1.505.460,0	654.327,4
Simple	386.368,8	416.477,9	387.897,1	82.175,9	104.266,6	107.441,3	120.109,1	42.748,3
Repo	330.839,9	441.362,7	381.505,0	110.322,5	99.100,6	98.632,7	85.740,8	63.460,6
Simultánea	193.285,1	269.637,1	1.751.638,0	420.262,6	772.258,4	992.366,3	1.299.610,1	548.118,6

1 Datos disponibles: agosto 2009.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ¹
Total	702.608,8	837.308,5	744.652,5	188.252,8	194.739,0	188.606,5	186.780,1	98.369,9
Sociedades no financieras	260.108,1	364.490,6	285.044,4	73.146,1	64.374,3	73.863,1	72.117,6	43.507,0
Instituciones financieras	247.876,4	282.816,9	334.851,6	89.107,4	97.617,7	85.291,5	77.038,4	40.088,6
Entidades de crédito	83.999,1	99.492,0	130.056,0	31.066,3	41.816,2	37.039,8	43.243,2	10.281,5
IC, seguros y fondos de pensiones	145.911,5	152.429,2	154.709,8	38.242,3	36.255,0	31.537,7	23.313,6	21.209,4
Otras entidades financieras	17.965,8	30.895,6	50.085,8	19.798,7	19.546,5	16.714,0	10.481,7	8.597,7
Administraciones públicas	7.058,9	7.762,4	6.331,2	907,8	2.233,1	2.622,8	1.018,1	941,8
Hogares e ISFLSH ²	23.675,9	28.534,8	13.344,0	2.951,3	3.126,5	4.089,4	2.506,4	1.520,4
Resto del mundo	163.889,4	153.703,8	105.081,2	22.140,3	27.387,4	22.739,6	34.099,6	12.312,1

1 Datos disponibles: agosto 2009.

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

Admisión a bolsa¹

CUADRO 1.13

	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ²
IMPORTE NOMINALES (millones de euros)	1.928,1	9.020,3	3.390,6	2.402,6	738,0	1.310,8	0,0	500,0
Bonos y obligaciones no convertibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	68,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1.310,8	0,0	500,0
Bonos de titulización	1.860,0	2.020,3	3.390,6	2.402,6	738,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	7.000,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EMISIONES	22	16	33	20	9	1	0	1
Bonos y obligaciones no convertibles	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	0	0	0	0	1	0	1
Bonos de titulización	21	15	33	20	9	0	0	0
Otros	0	1	0	0	0	0	0	0

1 Emisores privados. Incluye expedientes de emisión y de admisión.

2 Datos disponibles: agosto 2009.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.14

	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ¹
NÚMERO DE EMISORES	57	53	58	56	58	59	58	59
Emisores privados	40	40	45	44	45	46	45	46
Sociedades no financieras	10	6	5	6	5	7	7	7
Instituciones financieras privadas	30	34	40	38	40	39	38	39
Administraciones públicas ³	17	13	13	12	13	13	13	13
Comunidades autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
NÚMERO DE EMISIONES	264	249	271	262	271	273	265	259
Emisores privados	131	133	157	151	157	155	150	150
Sociedades no financieras	18	12	9	10	9	11	11	11
Instituciones financieras privadas	113	121	148	141	148	144	139	139
Administraciones públicas ³	133	116	114	111	114	118	115	109
Comunidades autónomas	89	83	82	80	82	87	82	77
SALDO VIVO² (millones de euros)	17.105,4	25.654,7	29.092,6	27.916,8	29.142,6	30.804,3	31.829,4	31.657,2
Emisores privados	6.784,3	14.958,1	17.237,9	16.764,9	17.237,9	18.299,1	17.908,5	18.033,7
Sociedades no financieras	492,1	452,5	381,0	381,2	381,0	1.691,7	1.691,7	1.691,7
Instituciones financieras privadas	6.292,2	14.505,6	16.856,9	16.383,7	16.856,9	16.607,4	16.216,8	16.342,0
Administraciones públicas ³	10.321,1	10.696,6	11.904,7	11.151,9	11.904,7	12.505,1	13.920,9	13.623,5
Comunidades autónomas	8.319,8	8.862,6	9.972,5	9.269,6	9.972,5	10.573,6	11.978,2	11.639,8

1 Datos disponibles: agosto 2009.

2 Importes nominales.

3 No incluye deuda anotada.

Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.15

	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ¹
Importes nominales en millones de euros								
Mercado electrónico	257,3	444,8	1.580,1	189,3	487,0	64,8	150,5	70,4
Corros	5.009,9	7.154,3	7.842,1	4.656,8	1.188,8	182,1	634,2	272,7
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	4.879,6	7.040,1	7.674,9	4.626,3	1.131,9	146,9	601,4	256,3
Bilbao	24,8	7,5	6,1	2,8	0,8	2,6	0,7	0,5
Valencia	105,5	106,7	161,1	27,6	56,1	32,7	32,1	15,9
Deuda anotada	35,6	33,6	46,2	6,7	18,9	14,3	14,0	6,0
Deuda comunidades autónomas	84.443,6	84.178,3	71.045,0	16.948,8	17.798,7	18.666,5	19.367,6	9.717,5

1 Datos disponibles: agosto 2009.

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

CUADRO 1.16

	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ¹
Importes nominales en millones de euros								
Total	175,1	95,8	81,6	20,2	12,9	35,5	30,9	17,2
Simple	94,3	58,6	38,3	8,5	4,2	5,2	8,1	8,6
Simultáneas	80,2	37,2	43,3	11,7	8,7	30,2	22,8	8,4
Otras operaciones	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2

1 Datos disponibles: agosto 2009.

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.17

	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ¹
Número de contratos								
Sobre deuda	15	13	12	2	2	6	4	0
Futuro sobre bono nomenclal ²	15	13	12	2	2	6	4	0
Sobre Ibex 35 ^{3,4}	7.119.853	9.288.909	8.433.963	2.256.855	1.936.368	1.520.980	1.663.403	994.575
Futuro sobre Ibex 35 plus	6.408.961	8.435.258	7.275.299	1.934.608	1.643.742	1.330.851	1.461.307	878.626
Futuro mini sobre Ibex 35	159.830	286.574	330.042	84.677	88.747	70.698	88.829	59.851
Opción call mini	288.542	227.535	323.874	106.673	80.383	56.410	60.400	31.142
Opción put mini	262.521	339.542	504.749	130.897	123.497	63.021	52.868	24.955
Sobre acciones ⁵	33.655.790	34.887.808	64.554.817	15.788.553	17.297.456	21.082.892	22.320.897	14.012.952
Futuros	21.229.811	21.294.315	46.237.568	11.983.940	10.936.605	13.024.306	14.386.553	9.616.163
Opción call	7.664.125	6.775.525	7.809.423	1.673.144	2.979.971	3.689.989	4.025.150	2.425.263
Opción put	4.761.854	6.817.968	10.507.826	2.131.469	3.380.880	4.368.597	3.909.194	1.971.526
Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex								
Sobre deuda ⁶	1.117.956	1.059.113	869.105	132.608	173.444	157.746	171.829	56.074
Sobre índices ⁷	1.423.441	1.371.250	1.169.059	275.658	276.397	286.512	211.834	58.813

1 Datos disponibles: agosto 2009.

2 Nominal del contrato: 100 mil euros.

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

4 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

6 Futuros sobre Bund, Bobl y Schatz.

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

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

Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.18

	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ¹
WARRANTS²								
Importe de las primas (millones de euros)	5.143,1	8.920,3	12.234,4	3.087,6	2.820,6	1.950,5	522,9	1.084,3
Sobre acciones	3.697,6	6.215,1	6.914,1	1.576,8	1.417,0	1.074,8	251,0	562,8
Sobre índices	1.064,9	2.311,2	4.542,8	1.385,3	1.160,6	628,4	198,0	432,9
Otros ³	380,6	394,0	777,5	125,5	243,0	247,3	73,9	88,6
Número de emisiones	4.063	7.005	9.790	2.523	2.548	2.516	1.111	1.263
Número de emisores	8	7	8	6	6	6	6	6
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	206,8	151,0	77,0	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre acciones	196,2	145,0	77,0	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre índices	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros ³	10,0	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	12	9	4	1	0	0	0	0
Número de emisores	4	3	1	1	0	0	0	0

1 Datos disponibles: agosto 2009.

2 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

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 1.19

	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	2.907,4	5.129,6	2.943,7	701,7	665,1	491,3	488,2	272,4
Sobre acciones nacionales	1.805,3	3.200,7	1.581,9	333,5	364,1	222,7	213,2	130,2
Sobre acciones extranjeras	293,3	474,2	145,7	30,9	17,5	22,3	21,4	19,4
Sobre índices	695,6	1.376,6	1.063,3	295,7	233,4	208,7	233,2	111,8
Otros ²	113,1	78,1	152,8	41,6	50,1	37,6	20,4	11,0
Número de emisiones ³	4.284	7.837	9.770	4.219	4.151	3.655	3.451	2.508
Número de emisores ³	9	9	10	8	9	9	9	9
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	58,8	49,8	16,8	2,8	3,9	7,6	8,5	10,6
Número de emisiones ³	15	14	26	17	20	21	16	16
Número de emisores ³	5	5	4	4	4	4	2	2
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	-	4.664,5	6.938,1	900,6	1.643,0	604,3	916,6	576,7
Número de fondos	-	21	30	29	30	30	31	32
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	-	885,8	1.630,3	2.111,2	1.630,3	1.523,0	1.443,9	n.d.

1 Datos disponibles: agosto 2009.

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

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada período.

4 Sólo incluye el patrimonio de los ETF's nacionales debido a que no se dispone del patrimonio de los extranjeros.

n.d.: Dato no disponible.

1.3.3 Derivados no financieros
Negociación en MFAO¹

CUADRO 1.20

	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ²
Número de contratos								
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante ³	35.079	46.405	48.091	7.530	12.365	29.615	36.455	32.895

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: agosto 2009.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ¹
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	47	46	51	50	51	50	50	50
Sucursales	108	102	83	85	83	78	78	79
Representantes	6.610	6.657	6.041	6.546	6.041	5.840	5.930	5.928
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	57	53	50	53	50	49	49	49
Sucursales	11	12	9	10	9	8	9	8
Representantes	589	625	638	631	638	682	645	621
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	15	11	10	10	10	10	9	9
Sucursales	4	4	4	4	4	5	5	5
Representantes	5	6	6	5	6	6	5	5
ENTIDADES DE CRÉDITO²								
Entidades nacionales	204	201	195	200	195	196	196	195

1 Datos disponibles: agosto 2009.

2 Fuente: Banco de España.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ¹
Total	1.321	1.766	2.222	2.156	2.222	2.270	2.300	2.323
ESI ² en el Espacio Económico Europeo	973	1.394	1.808	1.760	1.808	1.849	1.878	1.902
Con sucursal	22	29	36	33	36	35	35	35
En libre prestación de servicios	951	1.365	1.772	1.727	1.772	1.814	1.843	1.867
Entidades de crédito ³	348	372	414	396	414	421	422	421
Comunitarias	339	363	405	387	405	411	412	411
Con sucursal	44	52	56	56	56	54	54	54
En libre prestación de servicios	294	310	348	330	348	356	357	356
Filiales en libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	1	1
Extracomunitarias	9	9	9	9	9	10	10	10
Con sucursal	8	8	8	8	8	8	8	8
En libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	2	2	2

1 Datos disponibles: agosto 2009.

2 Empresas de Servicios de Inversión.

3 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros	II 2008				II 2009			
	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total
RENTA FIJA								
Total	6.874	2.079.778	422.708	2.509.360	139.743	2.715.331	147.760	3.002.834
Sociedades de valores	6.197	295.890	50.627	352.714	129.431	44.188	44.200	217.819
Agencias de valores	677	1.783.888	372.081	2.156.646	10.312	2.671.143	103.560	2.785.015
RENTA VARIABLE								
Total	495.000	1.390	19.052	515.442	208.161	1.442	20.228	229.831
Sociedades de valores	463.258	1.175	17.578	482.011	185.334	1.174	18.341	204.849
Agencias de valores	31.742	215	1.474	33.431	22.827	268	1.887	24.982

1 Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros	II 2008				II 2009			
	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total
Total	197.932	1.926.265	904.682	3.028.879	535.202	1.279.602	895.035	2.709.839
Sociedades de valores	179.547	1.595.485	96.850	1.871.882	486.357	1.067.051	13.130	1.566.538
Agencias de valores	18.385	330.780	807.832	1.156.997	48.845	212.551	881.905	1.143.301

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

2 Datos acumulados del periodo.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

	II 2008			II 2009		
	Total	IIC	Otras ²	Total	IIC	Otras ²
NÚMERO DE CARTERAS						
Total	15.832	125	15.707	12.599	88	12.511
Sociedades de valores	8.847	34	8.813	6.806	17	6.789
Agencias de valores	3.495	42	3.453	3.228	41	3.187
Sociedades gestoras de cartera	3.490	49	3.441	2.565	30	2.535
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)						
Total	11.426.977	1.108.012	10.318.965	8.033.203	570.307	7.462.896
Sociedades de valores	5.081.913	276.965	4.804.948	3.272.765	122.517	3.150.248
Agencias de valores	2.602.030	587.346	2.014.684	1.887.970	267.146	1.620.824
Sociedades gestoras de cartera	3.743.034	243.701	3.499.333	2.872.468	180.644	2.691.824

1 Datos a final de periodo.

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

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores¹

CUADRO 2.6

Miles de euros ²				2008			2009	
	2006	2007	2008	II	III	IV	I	II
I. Margen financiero	17.325	-29.968	117.783	22.373	53.300	117.783	54.459	98.211
II. Comisiones netas	775.377	893.803	674.542	368.472	502.553	674.542	132.918	263.558
Comisiones percibidas	1.009.089	1.181.772	943.619	501.817	693.140	943.619	187.315	393.081
Tramitación y ejecución de órdenes	629.952	775.418	648.036	343.910	484.674	648.036	130.572	274.323
Colocación y aseguramiento de emisiones	73.278	62.145	42.502	25.112	28.263	42.502	12.301	21.567
Depósito y anotación de valores	22.367	25.351	21.555	11.477	16.421	21.555	4.224	7.911
Gestión de carteras	23.883	29.649	16.949	9.893	13.886	16.949	2.673	4.858
Diseño y asesoramiento	55.918	65.083	56.671	12.781	17.039	56.671	9.528	28.642
Búsqueda y colocación de paquetes	0	9	12	9	11	12	6	6
Operaciones de crédito al mercado	33	23	19	7	9	19	4	10
Suscripción y reembolso en IIC	141.312	138.481	91.167	55.621	74.113	91.167	13.970	27.509
Otras	62.346	85.613	66.708	43.007	58.724	66.708	14.036	28.256
Comisiones satisfechas	233.712	287.969	269.077	133.345	190.587	269.077	54.397	129.523
III. Beneficios netos en valores ³	92.719	-239.572	792.084	973.352	1.140.505	792.084	36.623	51.163
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	109.130	486.643	-625.826	-252.335	-511.353	-625.826	-38.326	383
V. Margen bruto	994.551	1.110.906	958.583	1.111.862	1.185.005	958.583	185.674	413.315
VI. Resultado de explotación	490.336	587.354	434.601	277.389	325.196	434.601	79.440	186.212
VII. Resultado de actividades continuadas	430.651	540.390	365.287	301.711	361.479	365.287	88.475	176.442
VIII. Resultado neto del ejercicio	430.651	540.390	367.579	301.711	361.479	367.579	88.475	176.442

- 1 A partir del IV trimestre de 2008 los datos proceden de la información remitida por las empresas de servicios de inversión según la nueva circular 7/2008 que modifica su régimen contable. Con el fin de homogeneizar las series de datos, se han introducido algunas modificaciones en los trimestres anteriores.
- 2 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.
- 3 No incluye la dotación de provisiones por minusvalías de la cartera de negociación, ni su aplicación y recuperación. Dichas partidas se contabilizan en "Resultado de explotación".

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores¹

CUADRO 2.7

Miles de euros ⁴	Total		Margen financiero		Cartera de valores ²		Diferencias de cambio y otras ³	
	II 2008	II 2009	II 2008	II 2009	II 2008	II 2009	II 2008	II 2009
Total	727.432	149.740	22.373	98.209	973.352	51.163	-268.293	368
Activos monetarios y deuda pública	-456	4.401	4.723	522	-5.179	3.879	-	-
Otros valores de renta fija	32.495	-176.907	29.308	59.974	3.187	-236.881	-	-
Cartera interior	28.335	-173.105	28.324	58.654	11	-231.759	-	-
Cartera exterior	4.160	-3.801	984	1.320	3.176	-5.121	-	-
Renta variable	-219.099	482.978	24.317	39.016	-243.416	443.962	-	-
Cartera interior	-145.008	79.018	12.593	19.161	-157.601	59.857	-	-
Cartera exterior	-74.091	403.960	11.724	19.855	-85.815	384.105	-	-
Derivados	1.233.531	-154.252	-	-	1.233.531	-154.252	-	-
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	5.403	-13.246	5.403	-13.246	-	-	-	-
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	-	-	-	-
Depósito y otras operaciones con intermediarios	-67.925	955	-67.925	955	-	-	-	-
Diferencias de cambio netas	-252.335	-5.750	-	-	-	-	-252.335	-5.750
Otros productos y cargas de explotación	n.d.	6.132	-	-	-	-	n.d.	6.132
Otras operaciones	-4.182	5.428	26.547	10.988	-14.771	-5.546	-15.958	-14

- 1 A partir del IV trimestre de 2008 los datos proceden de la información remitida por las empresas de servicios de inversión según la nueva circular 7/2008 que modifica su régimen contable. Con el fin de homogeneizar las series de datos, se han introducido algunas modificaciones en los trimestres anteriores.
- 2 Los resultados procedentes de la cartera de valores no incluyen la dotación, aplicación y recuperación de provisiones por minusvalías.
- 3 La columna que anteriormente aparecía como "Otras dotaciones" ha sido sustituida por una nueva columna que incluye, además de las dotaciones a provisiones para riesgos, los resultados por diferencias de cambio y otros productos y cargas de explotación.
- 4 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.
- n.d.: Dato no disponible.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores¹

CUADRO 2.8

Miles de euros ²	2006	2007	2008	2008			2009	
				II	III	IV	I	II
I. Margen financiero	12.934	14.395	7.977	6.039	7.822	7.977	1.060	1.679
II. Comisiones netas	233.447	237.403	149.873	82.530	115.919	149.873	30.688	63.582
Comisiones percibidas	297.030	310.892	172.343	95.111	133.583	172.343	34.647	72.250
Tramitación y ejecución de órdenes	114.111	131.976	62.344	33.728	47.825	62.344	15.132	30.001
Colocación y aseguramiento de emisiones	3.183	2.501	4.847	3.010	4.354	4.847	307	1.081
Depósito y anotación de valores	1.520	1.680	676	394	512	676	73	166
Gestión de carteras	28.672	27.457	21.137	11.966	16.783	21.137	3.956	9.284
Diseño y asesoramiento	2.360	2.224	4.962	1.550	2.181	4.962	486	1.033
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	10	0	0	10	0	3
Suscripción y reembolso en IIC	68.513	74.918	31.287	17.156	24.309	31.287	5.041	10.010
Otras	78.671	70.136	47.081	27.307	37.619	47.081	9.651	20.673
Comisiones satisfechas	63.583	73.489	22.470	12.581	17.664	22.470	3.959	8.668
III. Beneficios netos en valores ³	3.841	2.212	-734	-926	-1.204	-734	-364	102
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-282	-407	4.173	-230	-83	4.173	90	-269
V. Margen bruto	249.940	253.603	161.289	87.413	122.454	161.289	31.474	65.094
VI. Resultado de explotación	85.744	85.423	20.906	9.545	14.596	20.906	-1.252	1.938
VII. Resultado de actividades continuadas	62.449	86.017	14.519	15.919	25.623	14.519	-1.775	144
VIII. Resultado neto del ejercicio	62.449	86.017	14.519	15.919	25.623	14.519	-1.775	144

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

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

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

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera¹

CUADRO 2.9

Miles de euros ²	2006	2007	2008	2008			2009	
				II	III	IV	I	II
I. Margen financiero	895	1.442	1.482	789	1.210	1.482	163	247
II. Comisiones netas	15.195	15.501	12.044	6.583	9.382	12.044	2.632	5.174
Comisiones percibidas	27.625	27.340	23.877	12.392	18.138	23.877	5.416	10.653
Gestión de carteras	22.068	24.239	20.683	10.886	16.044	20.683	4.683	8.995
Diseño y asesoramiento	4.951	2.614	2.484	1.226	1.677	2.484	595	1.316
Suscripción y reembolso en IIC	261	34	66	32	49	66	5	7
Otras	345	453	644	248	368	644	133	335
Comisiones satisfechas	12.430	11.839	11.833	5.809	8.756	11.833	2.784	5.479
III. Beneficios netos en valores ³	15	96	-108	12	24	-108	-53	25
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-14	-37	-424	-4	-2	-424	-119	-247
V. Margen bruto	16.091	17.002	12.994	7.380	10.614	12.994	2.623	5.199
VI. Resultado de explotación	5.937	6.896	1.156	1.125	1.540	1.156	277	507
VII. Resultado de actividades continuadas	4.112	4.837	764	1.009	1.428	764	111	290
VIII. Resultado neto del ejercicio	4.112	4.837	764	1.009	1.428	764	111	290

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

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

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

Margen de cobertura de los recursos propios sobre el coeficiente de solvencia^{1,2}

CUADRO 2.10

Miles de euros	Exceso		Número de entidades según porcentaje del exceso									
	Importe total	% ³	< 50	<100	<150	<200	<300	<400	<500	<750	<1000	>1000
Total	1.588.545	493,88	9	13	12	8	19	7	9	9	6	16
Sociedades de valores	1.488.038	553,72	0	3	1	3	11	4	7	5	4	12
Agencias de valores	77.896	202,14	8	9	7	5	6	3	2	3	2	3
Sociedades gestoras de cartera	22.611	157,25	1	1	4	0	2	0	0	1	0	1

1 Datos disponibles: mayo 2009.

2 Debido a la entrada en vigor, el 30 de junio de 2009, de la circular CR CNMV 12/2008 sobre solvencia de las empresas de servicios de inversión, la última información disponible es la correspondiente a mayo de 2009, remitida según la circular CR CNMV 6/1992.

3 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.

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos¹

CUADRO 2.11

	Número de entidades según su rentabilidad anualizada									
	Media ²	Pérdidas	0-5% ³	6-15%	16-30%	31-45%	46-60%	61-75%	76-100%	>100%
Total	19,81	36	14	27	13	5	3	3	1	6
Sociedades de valores	21,06	12	6	15	5	3	1	3	1	4
Agencias de valores	5,70	22	6	10	4	2	2	0	0	2
Sociedades gestoras de cartera	3,16	2	2	2	4	0	0	0	0	0

1 Datos disponibles: junio 2009.

2 Media ponderada por fondos propios, en %.

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

3 Instituciones de inversión colectiva^{a,b,c,d}

Número, gestoras y depositarias de instituciones de inversión colectiva registradas en la CNMV

CUADRO 3.1

	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III'
Total IIC de carácter financiero	6.006	6.296	6.354	6.389	6.354	6.294	6.168	6.079
Fondos de inversión	2.850	2.954	2.943	2.954	2.943	2.898	2.808	2.730
Sociedades de inversión	3.149	3.290	3.347	3.369	3.347	3.330	3.294	3.284
IIC de IIC de inversión libre	2	31	40	41	40	40	40	39
IIC de inversión libre	5	21	24	25	24	26	26	26
Total IIC inmobiliarias	17	18	18	17	18	18	17	16
Fondos de inversión inmobiliaria	9	9	9	9	9	9	8	8
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	9	9	8	9	9	9	8
Total IIC extranjeras comercializadas en España	340	440	563	535	563	566	555	575
Fondos extranjeros comercializados en España	164	225	312	290	312	313	309	326
Sociedades extranjeras comercializadas en España	176	215	251	245	251	253	246	249
SGIIC	114	120	120	120	120	120	120	120
Depositarias IIC	132	126	125	126	125	125	125	125

1 Datos disponibles: agosto 2009.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III'
Total IIC de carácter financiero	9.048.207	8.492.282	6.328.637	6.970.806	6.328.366	6.054.199	5.924.375	5.896.432
Fondos de inversión	8.637.781	8.053.049	5.892.984	6.520.089	5.892.984	5.626.786	5.497.753	5.477.245
Sociedades de inversión	410.403	434.156	435.653	439.395	435.382	427.413	426.622	419.187
Total IIC inmobiliarias	151.053	146.353	98.327	136.245	98.327	96.222	90.398	90.489
Fondos de inversión inmobiliaria	150.304	145.510	97.390	135.307	97.390	95.284	89.461	89.552
Sociedades de inversión inmobiliaria	749	843	937	938	937	938	937	937
Total IIC extranjeras comercializadas en España	779.165	850.931	587.032	648.457	551.849	463.757	n.d.	-
Fondos extranjeros comercializados en España	144.139	142.782	99.873	112.064	98.224	66.647	n.d.	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	635.026	708.149	487.159	536.393	453.625	397.110	n.d.	-

1 Datos disponibles: julio 2009. Estos datos son de remisión trimestral para Sociedades de Inversión y para IIC extranjeras por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.

n.d.: Dato no disponible.

- a En las referencias a los "Fondos de inversión" de todo el capítulo, no se incluyen los fondos de inversión libre ni los fondos de IIC de inversión libre.
- b Como consecuencia de la entrada en vigor, el 31 de diciembre de 2008, de las nuevas circulares CR CNMV 3/2008 y CR CNMV 7/2008, en las que se modifica la información contable a remitir a la CNMV puede haber modificaciones en los cuadros con el fin de adaptarse a las anteriores.
- c A partir del Boletín 2009-II se agruparán los datos de IIC de IIC de inversión libre y los de IIC de inversión libre en el cuadro 3.12.
- d A partir de Diciembre 2008 cuando se hace referencia a las IIC extranjeras (patrimonio y número de partícipes) no se incluyen los datos de los ETF.

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ¹
Total IIC de carácter financiero	300.584,0	287.968,7	200.506,9	226.473,9	200.522,2	192.776,1	191.25,0	193.475,6
Fondos de inversión ²	270.406,3	255.040,9	175.865,3	197.305,6	175.865,3	168.829,4	167.133,5	168.167,5
Sociedades de inversión	30.152,7	31.481,5	24.641,6	27.143,2	24.656,9	23.946,7	24.791,5	25.308,1
Total IIC inmobiliarias	9.052,0	9.121,4	7.778,8	8.530,6	7.778,8	7.127,2	6.907,9	6.899,5
Fondos de inversión inmobiliaria	8.595,9	8.608,5	7.406,9	8.166,7	7.406,9	6.758,1	6.547,2	6.543,7
Sociedades de inversión inmobiliaria	456,1	512,9	371,9	363,8	371,9	369,1	360,7	355,8
Total IIC extranjeras comercializadas en España	44.102,9	37.092,7	18.181,3	22.046,4	17.873,5	13.059,9	n.d.	-
Fondos extranjeros comercializados en España	12.099,3	7.010,3	2.245,5	3.064,6	2.235,3	1.410,6	n.d.	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	32.003,5	30.082,4	15.935,8	18.981,8	15.638,2	11.649,3	n.d.	-

1 Datos disponibles: julio 2009. Estos datos son de remisión trimestral para Sociedades de Inversión y para IICs extranjeras por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.

2 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en julio de 2009, del orden de 7.850 millones de euros.

n.d.: Dato no disponible.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión de carácter financiero¹

CUADRO 3.4

Millones de euros	2006	2007	2008	2008		2009		
				II	III	IV	I	II ²
Patrimonio	270.406,3	255.040,9	175.865,3	214.251,8	197.305,6	175.865,3	168.829,4	167.161,0
Liquidez ³	10.462,4	15.413,5	19.374,1	17.560,5	20.578,7	19.374,1	18.374,5	19.338,4
Inversión en cartera	260.002,9	239.266,6	155.869,1	196.542,0	176.239,7	155.869,1	150.265,0	147.739,6
Cartera interior	127.355,4	134.564,1	96.628,7	115.695,7	105.007,9	96.628,7	92.915,7	88.738,0
Acciones	13.806,8	11.550,1	4.022,0	6.802,7	5.501,0	4.022,0	3.264,8	3.743,8
Participaciones en fondos de inversión	17.322,8	18.662,1	10.134,3	15.651,3	13.587,1	10.134,3	9.037,4	8.300,9
Activos monetarios públicos	2.887,7	2.206,6	7.985,5	4.618,6	4.488,8	7.985,5	10.181,3	10.120,8
Otros valores de renta fija pública	9.891,6	8.708,7	5.940,0	6.299,7	6.334,9	5.940,0	7.667,2	8.161,6
Activos monetarios privados	28.483,2	37.486,9	16.276,4	35.514,6	30.277,3	16.276,4	14.265,6	15.526,0
Otra renta fija privada	23.105,3	24.251,5	23.665,5	22.873,3	20.885,2	23.665,5	22.565,9	20.749,5
Warrants y opciones nacionales	603,3	553,2	541,6	414,4	309,7	541,6	490,5	536,5
Adquisición temporal de activos	31.229,4	31.144,9	28.062,7	23.520,9	23.623,7	28.062,7	25.441,4	21.597,7
Cartera no cotizada	25,4	0,2	1,0	0,2	0,2	1,0	1,5	1,3
Cartera exterior	132.647,4	104.702,5	59.240,4	80.846,3	71.231,8	59.240,4	57.349,3	59.001,6
Euros	118.664,1	94.085,1	56.222,6	74.454,1	66.423,8	56.222,6	54.581,0	55.697,1
Acciones	11.418,0	10.771,3	3.287,2	5.859,1	4.588,6	3.287,2	2.627,4	3.361,6
Participaciones en fondos de inversión	23.414,2	13.029,8	2.783,9	6.922,6	5.021,6	2.783,9	2.479,4	2.673,2
Renta fija	78.933,4	65.972,8	49.294,3	59.589,4	55.158,9	49.294,3	48.749,2	49.080,0
Warrants y opciones internacionales	4.898,7	4.311,2	857,1	2.083,0	1.654,6	857,1	724,9	582,3
Cartera no cotizada	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto	13.983,3	10.617,4	3.017,8	6.392,1	4.808,0	3.017,8	2.768,3	3.304,5
Acciones	7.343,0	5.960,3	1.918,3	3.823,6	3.104,1	1.918,3	1.747,0	2.033,8
Participaciones en fondos de inversión	5.491,5	3.894,6	740,5	2.153,8	1.337,3	740,5	674,4	908,2
Renta fija	1.011,7	631,1	343,3	386,8	336,4	343,3	333,6	351,9
Warrants y opciones internacionales	136,0	130,5	15,6	27,7	30,2	15,6	13,2	10,6
Cartera no cotizada	1,2	0,9	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Saldo neto (Deudores - Acreedores)	-58,9	360,8	622,1	149,4	487,2	622,1	189,9	83,0

1 No se incluye información de la inversión libre puesto que la Circular 3/2008 concede a estas entidades un plazo distinto para el envío a la CNMV de su información reservada.

2 Datos provisionales.

3 Incluye depósitos en cartera.

Distribución del patrimonio social de las sociedades de inversión de carácter financiero

CUADRO 3.5

Millones de euros	2006	2007	2008	2008			2009	
				II	III	IV	I	II ¹
Patrimonio	30.152,7	31.481,5	24.656,9	28.415,3	27.143,2	24.656,9	23.946,7	24.791,5
Liquidez ²	802,2	1.182,2	2.433,6	1.938,4	2.759,1	2.433,6	2.410,4	2.566,9
Inversión en cartera	29.294,1	30.037,4	21.965,7	26.306,3	24.131,2	21.965,7	21.312,4	21.980,3
Cartera interior	15.553,8	17.075,3	14.763,4	16.012,2	15.391,9	14.763,4	13.779,8	13.280,2
Acciones	6.727,3	6.173,6	3.214,3	4.372,0	3.756,4	3.214,3	2.584,9	2.871,0
Participaciones en fondos de inversión	1.095,0	1.362,3	1.108,8	1.311,4	1.216,1	1.108,8	1.125,6	1.151,8
Activos monetarios públicos	463,4	382,8	359,8	348,3	403,9	359,8	416,1	272,4
Otros valores de renta fija pública	678,2	710,2	705,0	523,1	559,9	705,0	678,4	748,2
Activos monetarios privados	555,4	1.568,6	1.149,1	2.199,0	2.102,8	1.149,1	891,0	814,4
Otra renta fija privada	554,8	620,8	1.359,6	930,2	943,7	1.359,6	1.402,4	1.168,5
Warrants y opciones nacionales	19,7	22,1	4,0	12,9	23,0	4,0	9,6	7,2
Adquisición temporal de activos	5.459,1	6.234,1	6.862,1	6.311,6	6.382,2	6.862,1	6.671,0	6.245,7
Cartera no cotizada	0,8	0,8	0,6	3,6	4,1	0,6	0,8	1,0
Cartera exterior	13.740,3	12.962,2	7.202,4	10.294,1	8.739,3	7.202,4	7.532,6	8.700,0
Euros	9.847,7	9.413,7	5.697,6	7.711,5	6.568,0	5.697,6	6.190,2	7.020,6
Acciones	3.379,9	3.367,7	1.245,8	2.083,2	1.633,1	1.245,8	1.075,5	1.381,3
Participaciones en fondos de inversión	4.169,1	3.826,1	1.858,2	3.148,5	2.419,5	1.858,2	1.767,4	1.813,8
Renta fija	2.041,5	2.006,7	2.510,2	2.308,5	2.369,1	2.510,2	3.285,2	3.754,7
Warrants y opciones internacionales	257,2	213,1	81,5	171,2	146,2	81,5	61,7	70,5
Cartera no cotizada	0,0	0,0	1,9	0,0	0,0	1,9	0,4	0,5
Resto	3.892,6	3.548,5	1.504,8	2.582,6	2.171,3	1.504,8	1.342,4	1.679,4
Acciones	2.104,7	1.752,2	766,6	1.298,7	1.101,1	766,6	725,0	933,2
Participaciones en fondos de inversión	1.517,7	1.600,6	628,3	1.148,1	945,6	628,3	474,5	585,4
Renta fija	234,8	183,2	102,6	123,4	111,9	102,6	137,5	154,5
Warrants y opciones internacionales	11,3	12,5	7,1	12,3	12,7	7,1	5,4	6,1
Cartera no cotizada	24,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2
Saldo neto (Deudores - Acreedores)	56,4	261,8	257,6	170,6	252,9	257,6	223,8	244,2

1 Datos provisionales.

2 Incluye depósitos en cartera.

Fondos de inversión de carácter financiero: Número, partícipes y patrimonio por tipo de fondo¹

CUADRO 3.6

	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ²
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	2.822	2.926	2.912	2.932	2.912	2.830	2.735	2.697
Renta fija ³	606	600	629	616	629	631	612	603
Renta fija mixta ⁴	212	204	195	195	195	193	190	178
Renta variable mixta ⁵	222	207	202	204	202	191	181	179
Renta variable euro ⁶	232	247	237	239	237	235	193	191
Renta variable internacional ⁷	353	357	330	347	330	304	271	267
Garantizado renta fija	220	251	260	255	260	249	253	245
Garantizado renta variable ⁸	559	590	590	600	590	586	610	611
Fondos globales	418	470	469	476	469	441	208	212
De gestión pasiva ⁹	-	-	-	-	-	-	69	67
Retorno absoluto ⁹	-	-	-	-	-	-	148	144
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	8.637.781	8.053.049	5.923.346	6.520.089	5.923.346	5.626.786	5.498.325	5.477.873
Renta fija ³	2.960.879	2.763.442	2.204.652	2.389.795	2.204.652	2.145.607	2.067.091	2.055.256
Renta fija mixta ⁴	524.827	493.786	277.629	319.445	277.629	247.833	241.097	244.494
Renta variable mixta ⁵	357.013	331.214	209.782	236.645	209.782	194.064	187.244	187.264
Renta variable euro ⁶	615.937	577.522	377.545	412.239	377.545	339.285	270.079	272.285
Renta variable internacional ⁷	959.875	800.556	467.691	526.696	467.691	431.575	419.928	416.443
Garantizado renta fija	497.540	549.108	538.799	552.515	538.799	525.387	540.428	548.887
Garantizado renta variable ⁸	1.783.867	1.715.144	1.402.948	1.513.064	1.402.948	1.339.367	1.339.321	1.318.810
Fondos globales	937.843	822.277	444.300	569.690	444.300	403.668	96.581	99.652
De gestión pasiva ⁹	-	-	-	-	-	-	91.738	91.470
Retorno absoluto ⁹	-	-	-	-	-	-	244.818	243.312
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	270.406,3	255.040,9	175.865,3	197.305,6	175.865,3	168.829,3	167.161,0	168.253,5
Renta fija ³	116.511,9	113.234,1	92.813,1	100.931,9	92.813,1	91.472,9	86.711,4	86.391,3
Renta fija mixta ⁴	15.314,5	13.011,9	5.803,0	7.175,8	5.803,0	5.282,6	5.421,8	5.620,6
Renta variable mixta ⁵	10.149,2	8.848,0	3.958,8	5.092,8	3.958,8	3.301,7	3.480,1	3.631,6
Renta variable euro ⁶	18.258,5	16.589,7	5.938,9	7.853,3	5.936,9	4.778,1	4.945,9	5.447,8
Renta variable internacional ⁷	16.957,5	13.948,0	4.254,7	6.231,8	4.256,6	3.808,8	4.108,3	4.402,4
Garantizado renta fija	14.484,8	17.674,4	21.150,3	20.968,0	21.281,7	20.952,0	21.664,1	21.667,9
Garantizado renta variable ⁸	44.796,6	42.042,1	30.873,7	33.782,8	30.742,4	29.433,3	29.120,6	28.849,0
Fondos globales	33.933,3	29.692,6	11.072,8	15.269,2	11.072,8	9.799,9	3.350,7	3.549,0
De gestión pasiva ⁹	-	-	-	-	-	-	2.714,5	2.856,6
Retorno absoluto ⁹	-	-	-	-	-	-	5.643,6	5.837,4

1 Fondos que han remitido estados reservados (no incluye por tanto fondos en proceso de disolución o liquidación).

2 Datos disponibles: julio 2009.

3 Hasta 1T09 incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, renta fija internacional y monetarios. Desde 2T09 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios. Hasta diciembre de 2006 incluía FIAMM.

4 Hasta 1T09 incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.

5 Hasta 1T09 incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.

6 Hasta 1T09 incluye: Renta variable nacional y Renta variable euro. Desde 2T09 incluye Renta variable euro (que ya incluye RVN).

7 Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EEUU, RVI Emergentes y RVI Otros. Desde 2T09: RVI.

8 Hasta 1T09: GRV. Desde 2T09: GRV y Garantía Parcial.

9 Nuevas categorías desde 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos Globales.

Fondos de inversión de carácter financiero: Distribución de los partícipes y del patrimonio según la naturaleza de los partícipes¹

CUADRO 3.7

	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ²
PARTÍCIPES	8.637.782	8.053.049	5.923.346	6.520.089	5.923.346	5.626.786	5.498.325	5.477.873
Personas físicas	8.389.302	7.814.633	5.753.966	6.330.948	5.753.966	5.464.914	5.342.750	5.325.026
Residentes	8.292.252	7.721.427	5.677.116	6.249.631	5.677.116	5.391.902	5.271.331	5.253.324
No residentes	97.050	93.206	76.850	81.317	76.850	73.012	71.419	71.702
Personas jurídicas	248.480	238.416	169.380	189.141	169.380	161.872	155.575	152.847
Entidades de crédito	1.603	2.235	1.713	1.093	1.713	705	689	690
Otros agentes residentes	244.977	234.376	166.041	186.459	166.041	158.816	152.453	150.743
Entidades no residentes	1.900	1.805	1.626	1.589	1.626	2.351	2.433	1.414
PATRIMONIO (millones de euros)	270.406,3	255.041,0	175.865,3	197.305,6	175.865,3	168.829,4	167.161,0	168.253,5
Personas físicas	201.408,2	190.512,2	135.754,1	150.212,4	135.754,1	132.428,0	131.653,6	132.784,6
Residentes	198.328,1	187.746,8	133.877,8	159.079,3	133.877,8	130.481,7	129.704,0	130.852,4
No residentes	3.080,1	2.765,4	1.876,2	2.314,0	1.876,2	1.946,3	1.949,6	1.932,2
Personas jurídicas	68.998,1	64.528,7	40.111,3	52.864,9	40.111,3	36.401,4	35.507,4	35.468,9
Entidades de crédito	5.296,2	5.721,0	4.193,0	3.281,4	4.193,0	2.339,4	2.319,6	2.328,6
Otros agentes residentes	61.646,2	56.974,4	34.738,0	47.928,5	34.738,0	33.151,7	32.275,4	32.217,9
Entidades no residentes	2.055,7	1.833,3	1.180,3	1.655,0	1.180,3	910,2	912,4	922,4

1 No incluye datos de inversión libre.

2 Dato disponible: julio 2009.

Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo¹

CUADRO 3.8

Millones de euros	2006	2007	2008	2008			2009	
				II	III	IV	I	II
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	194.787,4	180.943,6	135.461,7	33.450,5	23.917,5	31.077,6	23.902,8	24.085,5
Renta fija	118.705,9	116.323,9	101.909,7	22.581,5	17.342,5	24.475,2	18.299,3	15.572,6
Renta fija mixta	8.476,6	5.859,4	1.914,5	315,9	239,0	739,4	361,9	515,0
Renta variable mixta	2.783,6	2.749,8	1.350,2	606,0	272,4	192,9	71,0	156,3
Renta variable nacional	10.273,7	9.625,7	2.858,0	873,2	461,6	576,2	362,1	489,3
Renta variable internacional	12.979,0	11.408,2	3.309,6	1.016,9	621,8	336,1	390,8	598,4
Garantizado renta fija	6.126,2	9.161,3	11.937,0	2.983,5	2.692,4	2.974,9	3.180,6	3.783,2
Garantizado renta variable	8.914,1	8.070,6	6.544,7	3.120,4	1.549,5	785,4	636,5	1.369,3
Fondos globales	26.528,3	17.744,2	5.638,0	1.953,1	738,3	997,5	600,6	971,5
De gestión pasiva	-	-	-	-	-	-	-	62,1
Retorno absoluto	-	-	-	-	-	-	-	567,8
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	198.600,1	202.827,4	202.864,3	52.061,9	39.372,1	49.397,6	30.018,9	29.142,2
Renta fija	127.469,1	122.178,3	124.242,9	32.357,6	24.503,3	32.332,9	19.963,9	19.433,2
Renta fija mixta	7.048,4	7.809,6	8.136,6	1.891,3	1.437,2	1.946,2	806,2	549,3
Renta variable mixta	3.644,7	4.023,0	4.675,6	1.245,2	900,0	854,7	493,0	284,4
Renta variable nacional	12.105,4	12.438,0	8.617,2	1.756,3	1.610,0	1.151,9	751,4	515,9
Renta variable internacional	12.210,1	14.358,4	8.657,3	1.712,6	1.642,0	965,6	506,3	592,0
Garantizado renta fija	5.029,3	6.430,6	9.499,1	1.867,5	1.785,4	3.760,4	3.587,1	3.300,3
Garantizado renta variable	11.830,1	11.602,6	18.216,4	5.929,2	3.924,0	4.715,6	2.372,5	2.944,0
Fondos globales	19.263,1	23.986,6	20.819,0	5.302,1	3.570,2	3.670,3	1.538,5	588,0
De gestión pasiva	-	-	-	-	-	-	-	307,8
Retorno absoluto	-	-	-	-	-	-	-	627,3

1 Datos estimados.

**Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo: Suscripciones/
reembolsos netos y rendimientos netos¹**

CUADRO 3.9

Millones de euros	2006	2007	2008	2008			2009	
				II	III	IV	I	II
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	-4.524,5	-21.877,7	-67.402,6	-18.602,1	-15.158,3	-18.320,0	-6.116,1	-5.056,7
Renta fija	-9.423,4	-5.852,4	-22.071,5	-9.672,7	-7.021,1	-7.857,7	-1.664,6	-3.860,6
Renta fija mixta	1.539,2	-1.942,0	-6.406,0	-1.739,2	-1.221,8	-1.206,8	-444,3	-34,3
Renta variable mixta	-854,7	-1.277,0	-3.337,8	-648,4	-636,4	-661,8	-422,0	-128,1
Renta variable euro	-4.057,7	-5.071,3	-8.218,2	-1.288,5	-1.654,4	-575,7	-389,3	-26,6
Renta variable internacional	2.972,1	-585,7	-2.740,8	-280,8	-415,2	-629,5	-115,5	6,4
Garantizado renta fija	1.018,9	2.714,6	2.426,3	1.041,5	979,4	-785,5	-406,5	482,9
Garantizado renta variable	-3.021,1	-3.604,9	-11.869,7	-2.830,0	-2.545,1	-3.930,2	-1.736,0	-1.574,7
Fondos globales	7.302,1	-6.258,9	-14.812,7	-3.183,9	-2.643,7	-2.672,8	-937,9	383,5
De gestión pasiva	-	-	-	-	-	-	-	-245,7
Retorno absoluto	-	-	-	-	-	-	-	-59,5
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	12.733,7	6.675,7	-12.624,1	-1.188,8	-1.808,9	-3.580,8	-654,8	3.657,3
Renta fija	2.260,2	3.082,8	1.927,7	618,0	483,4	227,3	193,4	491,6
Renta fija mixta	606,6	287,0	-716,8	-111,9	-98,4	-219,4	-66,7	184,3
Renta variable mixta	984,2	266,1	-1.589,0	-172,3	-265,3	-506,2	-207,0	313,9
Renta variable euro	4.047,0	1.072,5	-5.172,6	-656,6	-896,4	-1.481,7	-764,6	1.065,0
Renta variable internacional	1.572,0	21,0	-4.092,4	-89,2	-961,6	-1.080,1	-304,2	652,6
Garantizado renta fija	112,3	441,5	597,6	-11,8	156,2	264,5	311,6	225,4
Garantizado renta variable	1.995,2	1.037,0	-1.310,4	-719,8	140,2	345,1	335,9	263,9
Fondos globales	1.156,2	467,7	-1.632,1	-45,1	-366,8	-494,5	-153,2	205,4
De gestión pasiva	-	-	-	-	-	-	-	193,0
Retorno absoluto	-	-	-	-	-	-	-	62,2

¹ Fondos que han remitido estados reservados (no incluye por tanto fondos en proceso de disolución o liquidación).

Detalle de los rendimientos netos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2006	2007	2008	2008			2009	
				II	III	IV	I	II
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	5,73	3,45	-4,09	-0,30	-0,66	-0,71	-0,13	2,39
Renta fija	2,51	3,32	2,53	0,71	0,63	0,57	0,39	0,74
Renta fija mixta	5,30	2,98	-5,75	-0,84	-0,94	-1,91	-0,91	3,72
Renta variable mixta	11,31	4,25	-23,30	-2,18	-4,36	-9,30	-5,60	9,51
Renta variable euro	25,15	7,04	-47,02	-6,58	-9,21	-14,08	-14,44	20,00
Renta variable internacional	12,04	2,00	-49,55	-2,00	-11,67	-20,91	-9,83	16,86
Garantizado renta fija	1,67	3,25	3,39	0,09	0,91	1,48	1,64	1,23
Garantizado renta variable	5,86	3,65	-1,88	-1,71	0,78	1,65	1,48	1,23
Fondos globales	4,84	2,57	-7,36	0,09	-1,90	-4,01	-1,16	4,67
De gestión pasiva	-	-	-	-	-	-	-	14,13
Retorno absoluto	-	-	-	-	-	-	-	1,67
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	1,04	1,00	0,87	0,22	0,22	0,22	0,21	0,21
Renta fija	0,63	0,61	0,58	0,14	0,15	0,17	0,15	0,15
Renta fija mixta	1,21	1,13	1,14	0,29	0,30	0,29	0,29	0,29
Renta variable mixta	1,63	1,54	1,54	0,38	0,39	0,39	0,38	0,39
Renta variable euro	1,74	1,65	1,60	0,41	0,39	0,42	0,40	0,43
Renta variable internacional	1,86	1,79	1,69	0,41	0,41	0,42	0,39	0,44
Garantizado renta fija	0,75	0,62	0,49	0,13	0,13	0,14	0,13	0,14
Garantizado renta variable	1,34	1,30	1,29	0,33	0,33	0,35	0,33	0,33
Fondos globales	1,26	1,16	1,04	0,27	0,27	0,28	0,27	0,28
De gestión pasiva	-	-	-	-	-	-	-	0,15
Retorno absoluto	-	-	-	-	-	-	-	0,28
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,09	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,10	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,11	0,10	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable euro	0,11	0,10	0,10	0,03	0,03	0,03	0,03	0,02
Renta variable internacional	0,12	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,09	0,08	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,11	0,10	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Fondos globales	0,10	0,10	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	-	-	-	-	-	-	-	0,02
Retorno absoluto	-	-	-	-	-	-	-	0,02

Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por tipo de fondo

CUADRO 3.11

En %	2006	2007	2008	2008			2009	
				II	III	IV	I	II
Total fondos de inversión	5,59	26	-4,21	-0,56	-0,79	-0,96	-0,32	2,43
Renta fija	1,95	2,68	2,06	0,57	0,48	0,45	0,23	0,55
Renta fija mixta	4,18	2,01	-7,14	-1,29	-1,29	-2,43	-1,51	3,48
Renta variable mixta	10,34	2,79	-22,21	-2,91	-4,73	-9,02	-5,66	9,86
Renta variable euro	27,33	6,05	-39,78	-6,38	-10,04	-17,45	-13,02	23,34
Renta variable internacional	13,21	1,31	-41,71	-1,07	-11,95	-20,82	-6,60	20,08
Garantizado renta fija	0,83	2,80	3,29	-0,01	0,80	1,45	1,14	0,94
Garantizado renta variable	4,66	2,46	-2,61	-1,94	0,42	1,50	1,11	0,85
Fondos globales	4,01	1,58	-8,64	-0,29	-2,17	-3,88	-1,33	4,90
De gestión pasiva	-	-	-	-	-	-	-	16,50
Retorno absoluto	-	-	-	-	-	-	-	1,54

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2006	2007	2008	2008			2009	
				II	III	IV	I	II'
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	21	1.127	1.589	1.429	1.583	1.589	1.551	1.698
Patrimonio (millones de euros)	24,4	445,8	539,4	603,9	597,7	539,4	451,4	513,8
Suscripciones (millones de euros)	24,4	380,8	390,4	77,8	8,2	21,6	23,5	40,1
Reembolsos (millones de euros)	0,1	2,6	256,7	26,5	14,5	47,6	108,3	6,4
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	24,3	164,7	134,3	51,4	-6,3	-26,0	-84,8	33,7
Rendimientos netos (millones euros)	0,1	0,2	-39,1	7,0	-2,8	-30,9	2,7	23,1
Rentabilidad (en %)	n.s.	0,84	-4,82	1,48	-0,29	-3,59	-0,40	6,42
Rendimientos de gestión (%) ²	n.s.	0,57	-2,51	2,58	-0,31	-6,29	0,31	5,19
Gastos comisión de gestión (%) ²	n.s.	1,39	2,50	0,61	0,57	0,78	0,65	0,55
Gastos de financiación (%) ²	n.s.	0,33	0,16	0,05	0,05	0,02	0,02	0,02
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	2	3.950	8.151	8.582	9.739	8.151	5.646	5.347
Patrimonio (millones de euros)	0,6	1.000,6	1.021,3	1.389,6	1.427,5	1.021,3	775,2	725,5
Suscripciones (millones de euros)	0,6	1.071,2	967,3	447,3	165,9	161,5	35,5	-
Reembolsos (millones de euros)	0,0	65,9	616,6	234,5	101,5	215,9	294,6	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	0,6	1.005,5	350,7	215,5	64,4	-54,4	-259,1	-
Rendimientos netos (millones euros)	0,0	-9,6	-245,7	23,3	-29,6	-244,9	13,1	-
Rentabilidad (en %)	n.s.	-0,43	-17,80	2,20	-7,56	-9,84	1,34	1,94
Rendimientos de gestión (%) ³	n.s.	-1,36	-17,84	2,86	-1,88	-18,14	1,91	-
Gastos comisión de gestión (%) ³	n.s.	1,15	1,63	0,42	0,36	0,45	0,35	-
Gastos comisión de depósito (%) ³	n.s.	0,06	0,11	0,03	0,02	0,03	0,03	-

1 Datos disponibles: mayo 2009. Rentabilidad calculada para el periodo marzo-mayo.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

n.s.: Dato no significativo.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 3.13

	2006	2007	2008	2008			2009	
				II	III	IV	I	II
NÚMERO DE CARTERAS								
Fondos de inversión	2.850	2.954	2.943	2.968	2.954	2.943	2.898	2.842
Sociedades de inversión	3.049	3.181	3.284	3.256	3.261	3.240	3.226	3.195
IIC de IIC de inversión libre	2	31	40	39	41	40	40	40
IIC de inversión libre	5	21	24	23	25	24	26	26
Fondos de inversión inmobiliaria	9	9	9	9	9	9	9	8
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	9	9	8	8	9	9	9
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	270.406,3	255.040,9	175.850,2	214.251,8	197.305,6	175.850,2	168.829,6	167.133,5
Sociedades de inversión	28.992,7	30.300,0	24.038,8	27.394,2	26.149,4	23.789,5	23.132,7	23.941,7
IIC de IIC de inversión libre	0,6	1.000,6	1.021,3	1.389,6	1.427,5	1.021,3	240,2	775,2
IIC de inversión libre	24,4	445,8	539,4	603,9	597,7	539,4	394,5	451,4
Fondos de inversión inmobiliaria	8.595,9	8.608,5	7.406,9	8.394,0	8.166,7	7.406,9	6.758,1	6.547,2
Sociedades de inversión inmobiliaria	456,1	512,9	371,9	359,2	363,8	371,9	369,2	258,0

1 A partir del II trimestre 2009, se considera gestionado por SGIIC el 100% del patrimonio de las SICAV cogestionadas por SGIIC y otra/s distintas de SGIIC.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2006	2007	2008	2008			2009	
				II	III	IV	I	II
VOLUMEN DE INVERSIÓN ² (millones de euros)	44.102,9	37.092,7	18.181,3	28.581,0	22.046,4	17.873,5	13.059,9	n.d.
Fondos	12.099,3	7.010,3	2.245,5	4.313,5	3.064,6	2.235,3	1.410,6	n.d.
Sociedades	32.003,5	30.082,4	15.935,8	24.267,5	18.981,8	15.638,2	11.649,3	n.d.
Nº DE INVERSORES	779.165	850.931	587.032	697.732	648.457	551.849	463.757	n.d.
Fondos	144.139	142.782	99.873	124.446	112.064	98.224	66.647	n.d.
Sociedades	635.026	708.149	487.159	573.286	536.393	453.625	397.110	n.d.
Nº DE INSTITUCIONES	340	440	563	490	535	563	566	n.d.
Fondos	164	225	312	253	290	312	313	n.d.
Sociedades	176	215	251	237	245	251	253	n.d.
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	189	229	274	253	265	274	275	n.d.
Francia	83	122	161	138	148	161	161	n.d.
Irlanda	46	52	63	59	63	63	64	n.d.
Alemania	12	15	16	15	16	16	17	n.d.
Reino Unido	6	12	14	13	14	14	14	n.d.
Holanda	1	1	1	1	1	1	1	n.d.
Austria	1	5	28	5	22	28	28	n.d.
Bélgica	1	3	5	5	5	5	5	n.d.
Malta	1	1	1	1	1	1	1	n.d.

1 Desde diciembre 2008 no se incluyen los datos volumen de inversión y número de inversores de los ETF.

2 Volumen de inversión: Importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del periodo, por su valor en euros en dicha fecha.

n.d.: Dato no disponible.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 3.15

	2006	2007	2008	2008			2009	
				III	IV	I	II	III ¹
FONDOS								
Número	9	9	9	9	9	9	8	8
Partícipes	150.304	145.510	92.158	135.307	97.390	95.284	89.461	89.552
Patrimonio (millones de euros)	8.595,9	8.608,5	7.406,9	8.166,7	7.406,9	6.758,1	6.547,2	6.543,7
Rentabilidad (%)	6,12	1,27	0,69	0,35	-1,70	-4,50	-1,23	-0,25
SOCIEDADES								
Número	8	9	9	8	9	9	9	8
Accionistas	749	843	937	938	937	938	937	937
Patrimonio (millones de euros)	456,1	512,9	371,9	363,8	371,9	369,1	360,7	355,8

1 Datos disponibles: julio 2009. En este caso, la rentabilidad es mensual.