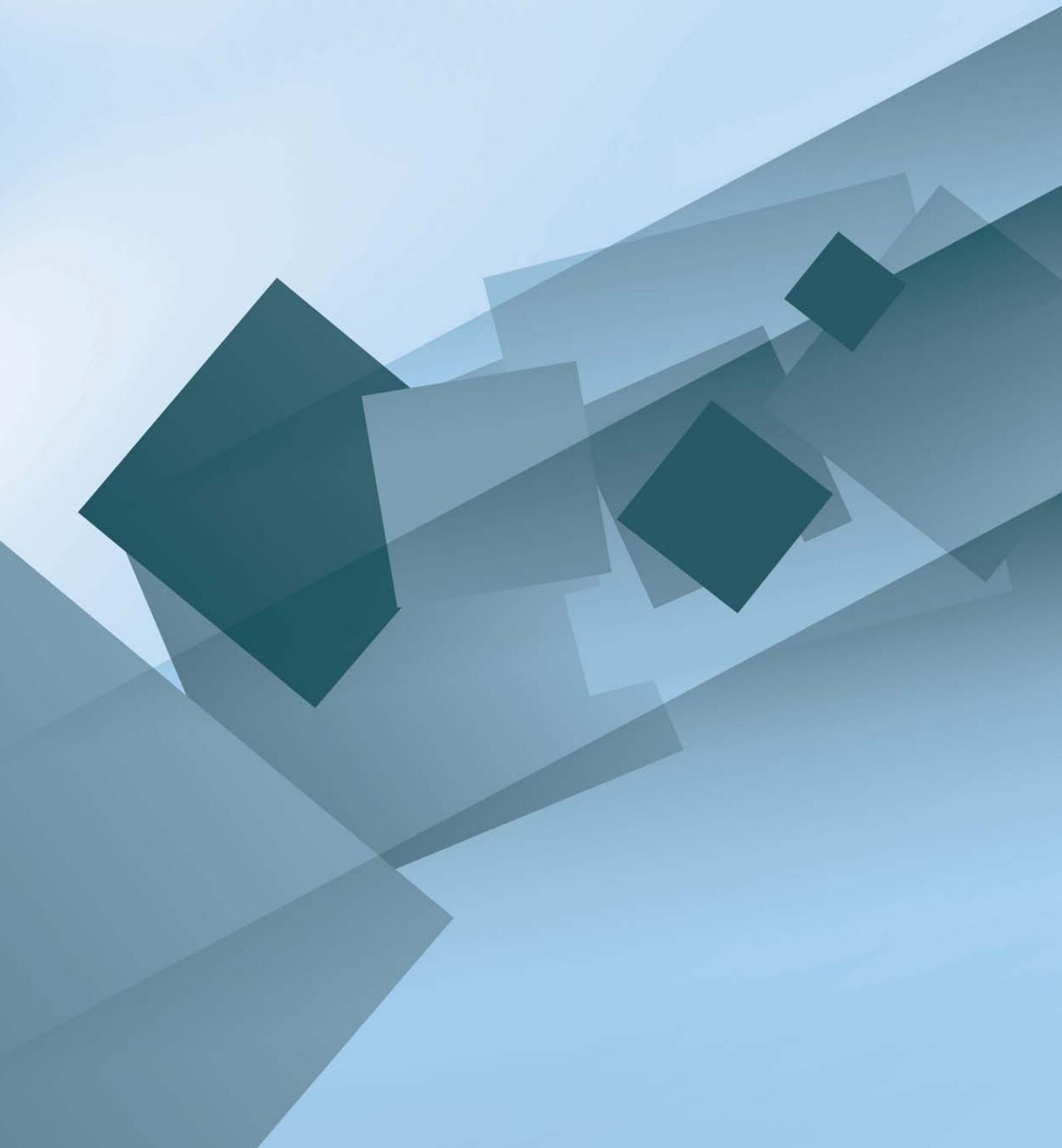




BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre IV
2007



BOLETÍN DE LA CNMV

Trimestre IV

2007

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

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

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

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

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

ISSN: 1887-7044

Depósito Legal: M-17779-2007

Impreso en: Técnicas Gráficas Forma S.A.

Índice

I Informes y análisis	9
Informe de coyuntura de mercados	11
La rentabilidad de las sociedades cotizadas. Evolución desde 2004 hasta junio de 2007 Antonio Cano Muñoz	35
Evolución de las Instituciones de Inversión Colectiva en España Francisco Castellano Cachero	49
II Estudios	65
Análisis de los movimientos en los precios previos a los anuncios de opas María Victoria Villanueva Fresán	67
Los resultados de la gestión de los fondos de inversión Marián Ruiz Martín	83
Activismo e innovación financiera: implicaciones para el gobierno de las empresas Ramiro Losada López	103
III Informes internacionales	115
Iniciativas europeas de compensación y liquidación Iñigo de la Lastra	117
Target2-Securities Susana Núñez y Montserrat Jiménez	133
IV Novedades regulatorias	155
Novedades de la MiFID en relación con las ESI Mario Marchiandi Alberdi	157
La Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros. Un análisis desde la perspectiva del mercado de valores español Enrique Alonso Alonso	173
V Anexo estadístico	193
VI Anexo legislativo	211

Abreviaturas

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

I Informes y análisis

Informe de coyuntura de mercados (*)

1 Panorámica general

La preocupación por la crisis originada en el mercado de hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos marcó la evolución de los mercados financieros internacionales en los últimos meses de 2007¹. Las restricciones de liquidez en el mercado interbancario asociadas a la incertidumbre sobre la exposición de las entidades de crédito a los instrumentos más afectados por la crisis hipotecaria se recrudecieron en diciembre cuando parecían haberse suavizado a lo largo de octubre y noviembre. Ello ha propiciado la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento. En este contexto, la Reserva Federal rebajó en octubre y diciembre los tipos de interés oficiales, por un total de 50 puntos básicos. Además, en una iniciativa sin precedentes acordó junto con otros cuatro bancos centrales la adopción de medidas coordinadas de inyección de liquidez.

En consecuencia, los tipos de interés a medio y largo plazo registraron nuevos descensos. Éstos fueron especialmente importantes en Estados Unidos de forma que las rentabilidades de la deuda norteamericana pasaron a situarse por debajo de la de la zona euro en los plazos de cinco y diez años. Las primas de riesgo crediticio continuaron subiendo y marcaron niveles máximos de este siglo, en un entorno de escasa liquidez y elevada percepción de riesgo en los mercados de renta fija privada.

La tendencia en las principales bolsas internacionales continuó siendo bajista en el cuarto trimestre de 2007. La bolsa japonesa fue la que tuvo un peor comportamiento, con una caída del Nikkei 225 del 10,4%. La bolsa italiana y los mercados norteamericanos también tuvieron caídas relevantes (un 5,4% el Mib 30 y un 4,7% el Dow Jones). En la zona euro, las pérdidas fueron inferiores a las registradas en el tercer trimestre gracias a la recuperación experimentada desde finales de noviembre. Por su comportamiento positivo destacó la subida del Ibx 35 español de un 3,9% (véase cuadro 1). Los mercados bursátiles de Estados Unidos y Japón siguieron teniendo una volatilidad elevada, mientras que los principales valores de la zona euro tuvieron un comportamiento más estable.

En el mercado bursátil español, la favorable evolución de las cotizaciones elevó la rentabilidad acumulada del Ibx 35 en 2007 hasta el 7%. Éste es el mejor resultado a nivel internacional después del Dax 30 alemán con un 19,3%. Telefónica continuó registrando importantes ganancias y se recuperaron los subsectores de “banca” y “construcción” de las pérdidas registradas en el tercer trimestre. El sector “inmobiliarias y otros” continuó cayendo, aunque las pérdidas acumuladas todavía se encuentran lejos de compensar las fortísimas subidas registradas en 2006. Las cuentas de resultados del tercer trimestre de 2007 mostraron que los beneficios de las empresas cotizadas españolas continuaron creciendo de forma significativa, aunque desacelerándose algo respecto al primer semestre.

¹ Los datos disponibles a la fecha de elaboración del informe abarcan hasta el 20 de diciembre. Por tanto, siempre que se cite el cuarto trimestre corresponderá al periodo comprendido entre el 28 de septiembre y el 20 de diciembre.

Síntesis de indicadores financieros

CUADRO 1

	I 07	II 07	III 07	IV* 07
Tipos de interés a corto plazo (%)¹				
Tipo de interés oficial	3,75	4,00	4,00	4,00
Euribor 3 meses	3,89	4,15	4,74	4,82
Euribor 12 meses	4,11	4,51	4,73	4,74
Tipos de cambio²				
Dólar / euro	1,33	1,35	1,42	1,43
Yen / euro	157,32	166,63	163,55	162,30
Primas de riesgo crediticio: diferencial BBB-AAA (puntos básicos)³				
Zona euro				
3 años	32	28	50	67
5 años	45	43	75	101
10 años	71	62	100	124
EEUU				
3 años	70	65	95	124
5 años	80	70	103	167
10 años	98	90	147	211
Mercados de renta variable				
Rentabilidad de los principales índices bursátiles internacionales (%)⁴				
Euro Stoxx 50	1,5	7,4	-2,4	-1,5
Dow Jones	-0,9	8,5	3,6	-4,7
Nikkei	0,4	4,9	-7,5	-10,4
Rentabilidad de otros índices (%)				
Merval (Argentina)	0,6	4,2	-0,1	-2,2
Bovespa (Brasil)	3,0	18,7	11,2	2,1
Shanghai Comp (China)	19,0	20,0	45,3	-9,2
BSE (India)	-5,7	15,5	17,9	16,4
Mercado bursátil español				
Rentabilidad del Ibex 35 (%)	3,5	1,7	-2,1	3,9
PER del Ibex 35 ⁵	14,0	13,91	12,67	13,45
Volatilidad del Ibex 35 (%) ⁶	14,6	17,2	19,0	27,7
Contratación en el SIBE ⁷	6.497,8	7.091,4	5.698,7	7.239,4

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

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

nd: datos no disponibles.

1 Promedio mensual de datos diarios. Los datos del primer trimestre de 2007 corresponden a marzo; los del segundo a junio, los del tercero a septiembre y los de diciembre al último mes hasta el 20 de diciembre. El tipo de interés oficial corresponde al tipo marginal de la subasta semanal.

2 Datos a final de periodo. Los datos del cuarto trimestre de 2007 corresponden al 20 de diciembre.

3 Promedio mensual de datos diarios. Los datos del cuarto trimestre de 2007 abarcan un mes hasta el 20 de diciembre.

4 Se ofrecen las rentabilidades trimestrales acumuladas en cada periodo; en el cuarto trimestre corresponde a la acumulada hasta el 20 de diciembre.

5 Ratio precio – beneficios (price earning ratio). Los datos del cuarto trimestre de 2007 son del 20 de diciembre.

6 Volatilidad implícita at the money (ATM) del primer vencimiento a final del periodo. El dato del cuarto trimestre de 2007 corresponde al 20 de diciembre.

7 Promedio diario, en millones de euros. Los datos del cuarto trimestre de 2007 corresponden a octubre y noviembre.

2 Entorno financiero exterior

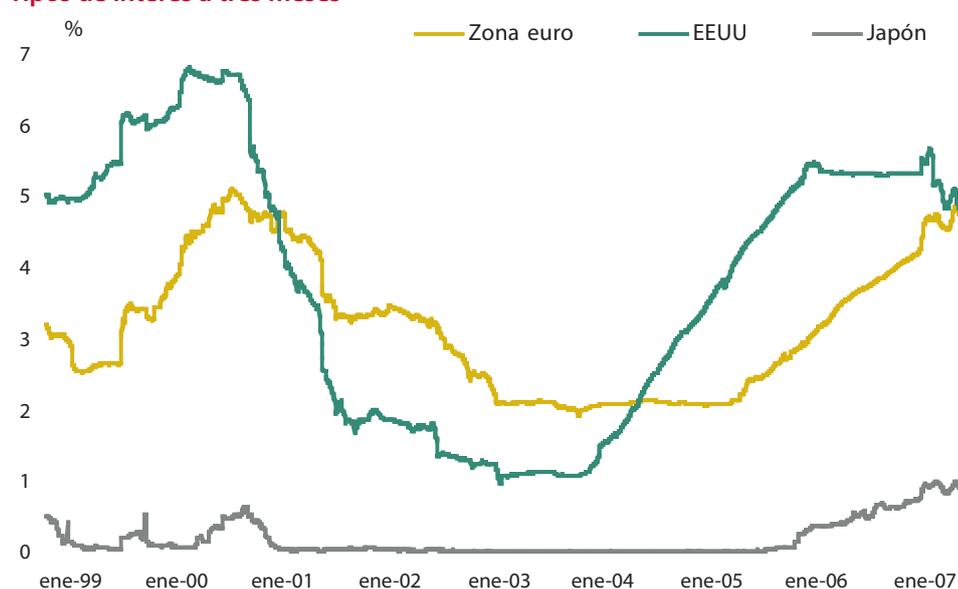
2.1 Tipos de interés a corto plazo

La desconfianza generada por la crisis de las hipotecas subprime en Estados Unidos en agosto siguió afectando a los mercados monetarios de la zona euro y de Estados Unidos en el cuarto trimestre de 2007.

En la zona euro, los tipos de interés a tres meses continuaron subiendo, aunque menos que en el trimestre anterior. Así aumentaron 8 puntos básicos entre septiembre y diciembre frente a una subida de 60 puntos básicos entre junio y septiembre (véase cuadro 2). El incremento del Euribor a tres meses se produjo en diciembre pues hasta mediados de noviembre fue relajándose desde el 4,8% con que comenzó octubre hasta el 4,6%. Su posterior subida lo elevó hasta un máximo del 4,95% a mediados de diciembre (véase gráfico 1). Ante este repunte, el Banco Central Europeo decidió inyectar una suma suficiente de efectivo en el sistema bancario (unos 350 mil millones de euros) en una operación de refinanciación de dos semanas a un tipo del 4,21% con el fin de facilitar el acceso a la liquidez de las entidades de crédito en el cierre del ejercicio.

Tipos de interés a tres meses¹

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.
¹ Datos hasta el 20 de diciembre.

En Estados Unidos, con el fin de contrarrestar los efectos negativos sobre la economía real de las turbulencias en los mercados, la Reserva Federal decidió rebajar nuevamente los tipos de interés oficiales el día 11 de diciembre. El descenso fue de 25 puntos básicos, lo que situó el tipo de los fondos federales en el 4,25%. Se trata de la tercera rebaja consecutiva de los tipos de interés oficiales tras los 50 puntos básicos del 18 de septiembre y los 25 puntos básicos del 31 de octubre.

Además, el día 12 la Reserva Federal anunció un plan concertado con otros cuatro bancos centrales (el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra, el Banco de Canadá y el Banco de Suiza) para reducir las tensiones de liquidez entre las entidades de crédito a través del establecimiento de subastas temporales de liquidez y líneas de *swap* de divisas.

Tipos de interés a corto plazo ¹

CUADRO 2

	dic-04	dic-05	dic-06	dic-06	mar-06	jun-07	sep-07	dic-07 ²
Zona euro								
Oficial ³	2,00	2,25	3,50	3,50	3,75	4,00	4,00	4,00
3 meses	2,17	2,47	3,69	3,69	3,89	4,15	4,74	4,82
6 meses	2,21	2,60	3,79	3,79	4,00	4,28	4,75	4,78
12 meses	2,30	2,79	3,93	3,93	4,11	4,51	4,73	4,74
EEUU								
Oficial ⁴	2,25	4,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	4,25
3 meses	2,50	4,49	5,36	5,36	5,35	5,36	5,50	5,05
6 meses	2,72	4,67	5,35	5,35	5,32	5,39	5,36	4,88
12 meses	3,02	4,84	5,24	5,24	5,20	5,45	5,07	4,47
Japón								
Oficial ⁵	0,15	0,15	0,25	0,25	0,50	0,50	0,50	0,50
3 meses	0,05	0,07	0,56	0,56	0,70	0,74	0,99	0,99
6 meses	0,07	0,08	0,63	0,63	0,72	0,84	1,08	1,04
12 meses	0,09	0,12	0,74	0,74	0,78	0,98	1,15	1,10

Fuente: Thomson Datastream.

1 Promedio de datos diarios, excepto los tipos oficiales que corresponden al último día del periodo.

2 El dato corresponde al promedio desde el 20 de noviembre al 20 de diciembre.

3 Tipo mínimo de puja de la subasta semanal.

4 Tipo de los fondos federales.

5 Tipo de la política monetaria.

Pese a reducciones de tipos ya efectuados en Estados Unidos, las expectativas del mercado son de nuevos descensos en los próximos meses. Los tipos de interés *forward* (FRA) a tres meses apuntan a nuevos recortes de hasta 50 puntos básicos en el horizonte de tres meses y de otros 50 puntos básicos adicionales hasta los seis meses (véase cuadro 3). En la zona euro, las expectativas de tipos no se han modificado sustancialmente respecto a las existentes en septiembre de 2007, es decir, que no se esperan variaciones de los tipos de interés oficiales en los próximos meses.

Tipos de interés *forward* (FRA) a tres meses ¹

CUADRO 3

%	dic-04	dic-05	dic-06	dic-06	mar-07	jun-07	sep-07	dic-07 ²
Zona Euro								
Contado	2,16	2,49	3,73	3,73	3,92	4,18	4,79	4,79
FRA 3x6	2,23	2,74	3,94	3,94	4,13	4,40	4,52	4,52
FRA 6x9	2,36	2,91	4,07	4,07	4,21	4,59	4,34	4,43
FRA 9x12	2,49	3,00	4,13	4,13	4,25	4,69	4,28	4,37
FRA 12x15	2,64	3,07	4,13	4,13	4,23	4,76	4,28	4,37
EEUU								
Contado	2,56	4,54	5,36	5,36	5,35	5,36	5,23	4,88
FRA 3x6	2,95	4,81	5,31	5,31	5,25	5,33	4,75	4,26
FRA 6x9	3,22	4,84	5,21	5,21	5,06	5,30	4,42	3,78
FRA 9x12	3,41	4,81	5,06	5,06	4,87	5,25	4,29	3,53
FRA 12x15	3,57	4,76	4,94	4,94	4,74	5,23	4,24	3,42

Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos a final de periodo.

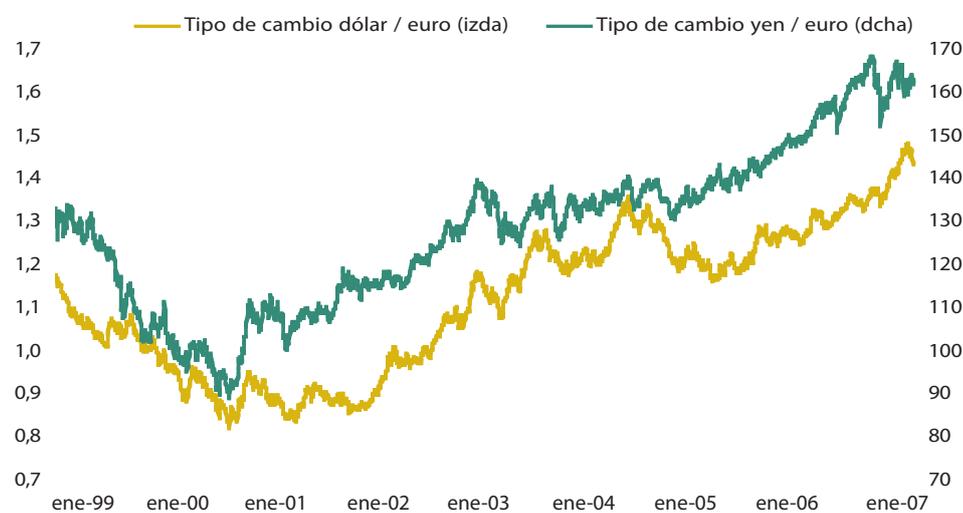
2 El dato corresponde al 20 de diciembre.

2.2 Tipos de cambio

La depreciación del dólar frente al euro continuó en el cuarto trimestre de 2007 como puede apreciarse en el gráfico 2. La revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de Estados Unidos y el descenso de los tipos oficiales impulsaron la pérdida de valor del dólar. El tipo de cambio llegó a situarse por encima de los 1,48 dólar/euro el 26-27 de noviembre, aunque su posterior recuperación lo situó en 1,439 dólar/euro el 20 de diciembre. Ello supuso una depreciación del 1,2% respecto a septiembre y del 9% en el acumulado de 2007. Frente al yen, el euro volvió a depreciarse en el cuarto trimestre, al continuar corrigiendo la fuerte apreciación registrada en junio. La depreciación del euro frente al yen fue del 0,8%; su cotización era de 162,3 yen/euro el 20 de diciembre. No obstante, en el conjunto de 2007, el euro presentó una apreciación del 3,4% frente al yen.

Tipo de cambio del euro frente al dólar y yen¹

GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 20 de diciembre.

2.3 Tipos de interés a largo plazo

Los aspectos más relevantes en la evolución de los principales mercados internacionales de deuda a medio y largo plazo en el cuarto trimestre fueron: el acusado descenso de las rentabilidades de la deuda pública y la acentuación del fuerte incremento de las primas de riesgo crediticio registradas en el trimestre anterior.

En Estados Unidos las intensas compras de deuda pública provocaron un intenso descenso de las rentabilidades (véase cuadro 4), desde 100 puntos básicos en el plazo de tres años hasta 50 puntos básicos en el plazo de diez años. Con ello, el descenso total acumulado desde junio fue de un 1,95% en el plazo de tres años y de un 1,05% en el plazo de diez años.

En la zona euro, las rentabilidades también cayeron pero de forma menos acusada que en Estados Unidos, 60 puntos básicos en los plazos de tres y cinco años y 40 puntos básicos en el plazo de diez años. Como consecuencia de las pronunciadas

caídas en los tipos de interés a medio y largo plazo en Estados Unidos, los diferenciales de rentabilidad entre este país y la zona euro pasaron entre finales de septiembre y el 20 de diciembre de ser positivos (en 10 puntos básicos en el plazo de cinco años y en 25 puntos básicos en el plazo de diez años) a negativos (en 65 puntos básicos en el plazo de cinco años y en 20 puntos básicos en el de diez años). En el plazo de tres años, el diferencial, ya negativo, se amplió fuertemente: desde los -15 puntos básicos de finales de septiembre a los -90 puntos básicos del 20 de diciembre.

En Japón también se impuso la compra de títulos de deuda pública, aunque de forma menos intensa que en Estados Unidos y la zona euro. Las rentabilidades descendieron en torno a 10 puntos básicos en todos los plazos en el cuarto trimestre de 2007.

Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo ¹

CUADRO 4

	dic-04	dic-05	dic-06	dic-06	mar-07	jun-07	sep-07	dic-07 ²
Zona euro								
3 años	2,51	2,86	3,75	3,75	3,92	4,49	4,10	3,91
5 años	2,92	3,06	3,77	3,77	3,90	4,52	4,11	3,92
10 años	3,65	3,37	3,80	3,80	3,95	4,57	4,24	4,16
EEUU								
3 años	3,20	4,39	4,59	4,59	4,51	4,99	4,05	3,03
5 años	3,60	4,39	4,54	4,54	4,48	5,02	4,20	3,43
10 años	4,23	4,46	4,57	4,57	4,56	5,09	4,52	4,04
Japón								
3 años	0,24	0,46	0,93	0,93	0,90	1,19	0,92	0,81
5 años	0,57	0,86	1,22	1,22	1,18	1,51	1,18	1,05
10 años	1,40	1,53	1,64	1,64	1,62	1,88	1,60	1,50

Fuente: Reuters.

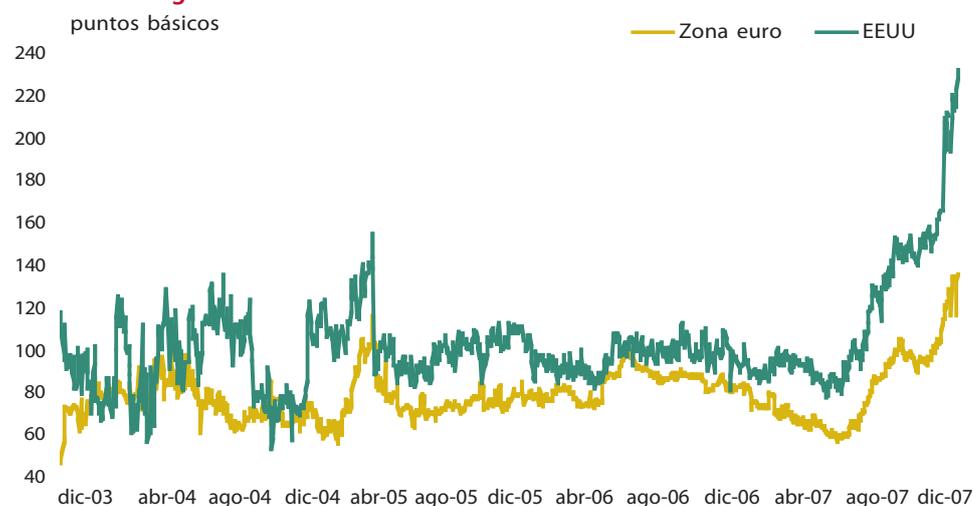
¹ Promedio mensual de datos diarios.

² El dato corresponde al promedio desde el 20 de noviembre al 20 de diciembre.

Por otro lado, las primas de riesgo crediticio continuaron subiendo en el cuarto trimestre (véase gráfico 3 y cuadro 5). Así, tanto en Estados Unidos como en la zona euro, se situaron en los niveles más altos desde el comienzo del siglo.

Primas de riesgo crediticio: diferencial BBB-AAA a diez años¹

GRÁFICO 3



Fuente: Reuters.

¹ Datos hasta el 20 de diciembre.

En Estados Unidos, el diferencial de rentabilidades BBB-AAA subió 30 puntos básicos en el plazo de tres años y 65 puntos básicos en los plazos de cinco y diez años. Éste último superó los 200 puntos básicos, cuando la media entre enero de 2004 y junio de 2007 fue de unos 100 puntos básicos. En la zona del euro, las primas aumentaron 15 puntos básicos en el plazo de tres años y 25 puntos básicos en los plazos de cinco y diez años. La correspondiente al largo plazo se situó en 125 puntos básicos, por encima de la media histórica entre enero de 2004 y junio de 2007 de 80 puntos básicos.

Primas de riesgo crediticio: diferencial BBB-AAA ¹

CUADRO 5

Puntos básicos	dic-04	dic-05	dic-06	dic-06	Mar-07	jun-07	sep-07	dic-07 ²
Zona euro								
3 años	49	43	37	37	32	28	50	67
5 años	61	53	53	53	45	43	75	101
10 años	68	77	84	84	71	62	100	124
EEUU								
3 años	63	37	54	54	70	65	95	124
5 años	71	63	68	68	80	70	103	167
10 años	81	108	96	96	98	90	147	211

Fuente: Reuters.

¹ Promedio mensual de datos diarios.

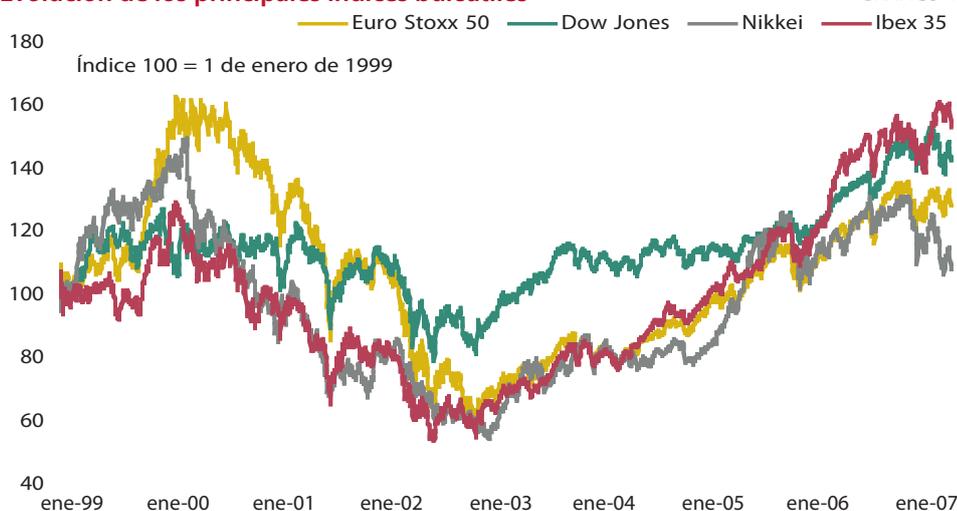
² Los datos corresponden al promedio entre el 20 de noviembre y el 20 de diciembre.

2.4 Las Bolsas internacionales

Las cotizaciones continuaron bajando en las principales bolsas internacionales en el último trimestre de 2007. No obstante, se produjo una cierta recuperación desde finales de noviembre que limitó las pérdidas (véase gráfico 4). Diversos factores influyeron en la evolución negativa. Además de la inestabilidad de las condiciones financieras globales y de la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento económico mundial, se perciben otros factores de desequilibrio como la continuada subida de los precios del petróleo.

Evolución de los principales índices bursátiles ¹

GRÁFICO 4



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 20 de diciembre.

Las mayores correcciones se produjeron en la bolsa japonesa, donde el Nikkei 225 cayó un 10,4% en el cuarto trimestre de 2007 (véase cuadro 6). Esta índice acumuló unas pérdidas en 2007 del 12,7%. La bolsa italiana también cayó significativamente en el cuarto trimestre, un 5,4%, y sus pérdidas en 2007 se incrementaron hasta el 8,1%. También se produjeron pérdidas en los mercados norteamericanos: el Dow Jones cayó un 4,7% en el cuarto trimestre. Sin embargo, en el acumulado de 2007 siguieron registrando ganancias, del 6,3% en el Dow Jones.

El comportamiento más favorable se produjo en las bolsas española y alemana. Éstas fueron las únicas que no tuvieron pérdidas en el cuarto trimestre de 2007. El Ibex 35 español subió un 3,9% y el Dax 30 alemán ascendió ligeramente, un 0,1%. Este último índice es el que ofreció unas ganancias más elevadas en 2007 entre las principales bolsas internacionales, un 19,3%, muy superior al segundo mejor resultado, el del Ibex 35 español que se apreció un 7%.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles

CUADRO 6

Índice	2006	II 07	III 07	2007 – dic ¹			
				% trim	% s/dic 06	% anual	
Mundo							
MSCI World	18,0	5,8	1,9	-4,7	4,9	4,9	
Zona euro							
Euro Stoxx 50	15,1	7,4	-2,4	-1,5	4,7	4,8	
Euronext 100	18,8	7,4	-4,8	-3,5	1,8	2,2	
Alemania	Dax 30	22,0	15,8	-1,8	0,1	19,3	19,5
Francia	Cac 40	17,5	7,5	-5,6	-3,6	-0,5	-0,1
Italia	Mib 30	17,5	1,3	-4,4	-5,4	-8,1	-7,9
España	Ibex 35	31,8	1,7	-2,1	3,9	7,0	6,6
Reino Unido							
FTSE 100	10,7	4,8	-2,1	-1,9	2,0	2,4	
Estados Unidos							
Dow Jones	16,3	8,5	3,6	-4,7	6,3	6,3	
S&P 500	13,6	5,8	1,6	-4,4	2,9	2,6	
Nasdaq-Cpte	9,5	7,5	3,8	-2,2	9,3	8,8	
Japón							
Nikkei 225	6,9	4,9	-7,5	-10,4	-12,7	-11,6	
Topix	1,9	3,6	-8,9	-9,8	-13,3	-12,6	

Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 20 de diciembre. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 20 de diciembre y el 28 de septiembre.

La incertidumbre de los inversores se hizo patente principalmente en las bolsas de Estados Unidos y Japón. En éstas se consolidó el importante aumento de la volatilidad registrada en el tercer trimestre (véase cuadro 7 y gráfico 6). El indicador de volatilidad de mercado VIX² se mantuvo en torno al 22% en promedio en el cuarto trimestre (en el segundo trimestre el promedio de la volatilidad había sido del 14%). Los mercados bursátiles de la zona euro tuvieron un comportamiento más estable en el cuarto trimestre de 2007. La volatilidad del Euro Stoxx 50 se redujo hasta el 14%.

² Recoge la volatilidad implícita de las opciones sobre el índice S&P 500 elaborada por la CBOE (Chicago Board Options Exchange). Refleja las expectativas del mercado sobre la volatilidad de las bolsas de valores a corto plazo. Se considera como un *benchmark* para la volatilidad de los mercados de valores.

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

%	1999-2003	2004-2006	2004	2005	2006	II 07	III 07	IV 07 ²
Euro Stoxx 50	25,08	12,57	13,36	10,73	13,63	12,40	19,94	13,99
Dow Jones	18,83	9,95	10,52	9,95	9,41	9,05	16,86	17,13
Nikkei	22,95	16,17	17,29	12,14	19,08	13,31	19,49	19,60
Ibex 35	23,09	11,48	12,15	9,86	12,45	14,18	19,58	14,69

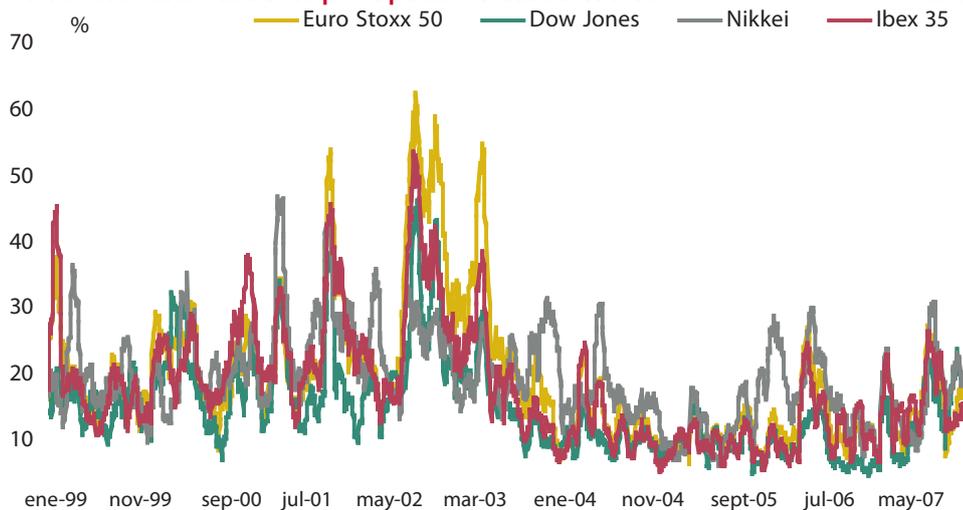
Fuente: Thomson Datastream.

1 Promedio de datos diarios.

2 El último dato disponible corresponde al 20 de diciembre.

Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles¹

GRÁFICO 5



Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 20 de diciembre.

En las bolsas de los países emergentes predominaron también las pérdidas en el último trimestre del año aunque en el acumulado de 2007 siguieron presentando unas ganancias muy elevadas y claramente superiores a las registradas por las principales bolsas internacionales (véase cuadros 6 y 8): la rentabilidad media en 2007 en las principales bolsas internacionales era del 1,6% hasta el 20 de diciembre frente a la media del 24,5% de las bolsas de los países emergentes.

En la bolsa de China se impuso la toma de beneficios después de las intensas subidas que viene registrando en los últimos dos años. Pese a esta corrección, las ganancias en 2007 siguieron siendo muy elevadas, del 88,5%. La bolsa de Taiwán tuvo una importante caída en el cuarto trimestre de 2007, de un 16,5%. Por el contrario, las bolsas de India e Indonesia tuvieron importantes ganancias que, en el conjunto del año, superaron el 50%.

También en la bolsa de Perú se produjo una corrección de las fuertes ganancias acumuladas desde 2006. Las pérdidas del cuarto trimestre fueron elevadas, un 21%. El resto de bolsas latinoamericanas tuvieron pérdidas moderadas en el cuarto trimestre, excepto la de Brasil que siguió subiendo. Sus ganancias en 2007 se situaron en el 38,8%.

Las pérdidas dominaron en las bolsas de los países de la Europa del este, excepto en Rusia. Las bolsas de Croacia y Bulgaria continuaron ofreciendo unas importantes revalorizaciones en el conjunto de 2007.

Rentabilidad de otros índices bursátiles internacionales

CUADRO 8

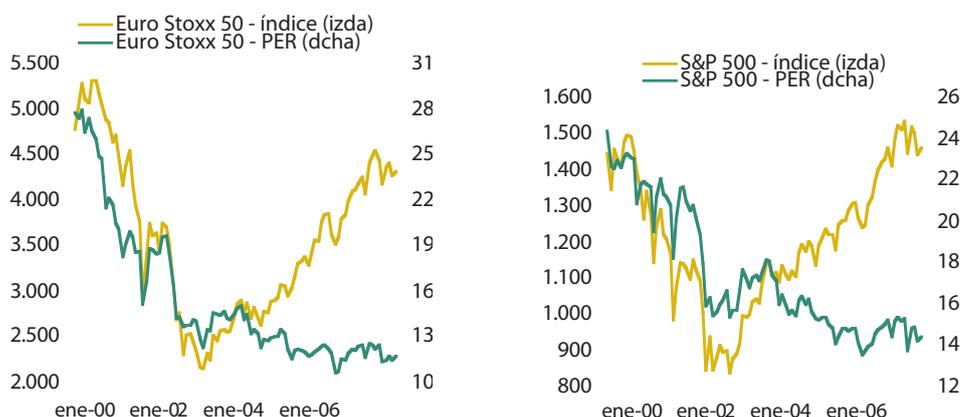
	Índice	2006	II 07	III 07	2007 - dic ¹		
					% trim	% s/dic 06	% anual
Latinoamérica							
Argentina	Merval	35,5	4,2	-0,1	-2,2	2,4	4,8
Brasil	Bovespa	32,9	18,7	11,2	2,1	38,8	41,9
Chile	IGPA	34,4	13,6	-3,4	-4,9	12,2	12,6
Méjico	IPC	48,6	8,4	-2,7	-3,8	10,2	14,8
Perú	IGRA	168,3	30,4	-2,4	-21,0	33,9	36,4
Venezuela	IBC	156,1	-18,9	-6,1	-0,9	-29,3	-22,5
Asia							
China	Shangai Comp	130,4	20,0	45,3	-9,2	88,5	112,5
India	BSE	41,0	15,5	17,9	16,4	49,5	55,2
Corea del Sur	Korea Cmp Ex	4,0	20,0	11,6	-5,2	28,6	27,9
Filipinas	Manila Comp	42,3	14,3	-2,4	-2,3	17,1	23,4
Hong Kong	Hang Seng	34,2	10,0	24,7	-0,5	35,3	40,4
Indonesia	Yakarta Comp	55,3	16,8	10,3	12,7	47,2	50,4
Malasia	Kuala Lumpur Comp	21,8	8,6	-1,3	3,8	26,5	28,9
Singapur	SES All-S'Pore	27,2	9,8	4,5	-9,4	12,4	14,9
Tailandia	Bangkok SET	-4,7	15,3	8,8	-6,4	16,5	14,5
Taiwan	Taiwan Weighted Pr.	19,5	12,7	6,0	-16,5	0,4	2,7
Europa del este							
Rusia	Russian RTS Index	70,7	-2,0	9,2	10,2	18,8	22,3
Polonia	Warsaw G. Index	41,6	14,9	-8,6	-8,4	9,7	10,3
Rumania	Romania BET	22,2	13,1	-0,3	-0,9	18,6	18,6
Bulgaria	Sofix	48,3	10,4	31,0	-6,4	41,4	42,2
Hungría	BUX	19,5	23,5	-1,8	-10,1	2,8	5,1
Croacia	CROBEX	62,2	14,1	4,2	0,0	57,0	57,5

Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 20 de diciembre. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 20 de diciembre y el 28 de septiembre.

Índices bursátiles y PER: Euro Stoxx 50

GRÁFICO 6



Fuente: Thomson Datastream.

La evolución de la ratio de precios sobre beneficios (PER) en el cuarto trimestre de 2007 fue desigual. La caída de las cotizaciones hizo descender el PER del S&P 500, el Euronext 100 y el Mib 30 (véase cuadro 9 y gráfico 6). Por el contrario, el PER se incrementó en el FTSE 100 (a pesar de la caída del índice) y en el Ibx 35 debido a la subida de este índice en el cuarto trimestre (véase cuadro 6).

PER de los principales índices bursátiles

CUADRO 9

	2004	2005	2006	dic-06	mar-07	jun-07	sep-07	dic-07 ¹
S&P 500	16,36	14,85	15,07	15,07	14,66	15,08	14,69	14,46
Topix	15,68	19,52	17,80	17,80	17,59	18,04	15,59	15,70
Euro Stoxx 50	13,00	12,03	12,15	12,15	11,94	12,35	11,55	11,71
Euronext 100	13,06	12,46	12,93	12,93	13,00	13,68	12,64	12,46
FTSE 100	16,63	12,45	12,41	12,41	12,48	12,65	11,95	12,23
Dax 30	12,96	12,62	12,78	12,78	12,66	13,25	12,35	12,45
Cac 40	12,93	12,14	12,68	12,68	12,55	13,22	12,08	12,00
Mib 30	15,57	13,38	13,07	13,07	12,85	12,87	12,09	11,82
Ibex 35	13,78	12,88	14,29	14,29	14,04	13,91	12,67	13,45

Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos a 20 de diciembre.

La rentabilidad por dividendos continuó siendo relativamente elevada en las principales bolsas internacionales, especialmente en las bolsas europeas (véase cuadro 10). La ratio dividendo / precio media de los principales índices bursátiles se situó en el 3,5% el 20 de diciembre. En Estados Unidos y Japón estas rentabilidades siguieron siendo más reducidas, de un 2,2% y un 1,4% respectivamente.

Rentabilidad por dividendo de los principales índices bursátiles

CUADRO 10

%	2004	2005	2006	dic-06	mar-07	jun-07	sep-07	dic-07 ¹
S&P 500	1,84	1,94	1,91	1,91	2,13	2,04	2,11	2,20
Topix	1,11	0,95	1,11	1,11	1,11	1,20	1,37	1,40
Euro Stoxx 50	3,17	3,28	3,52	3,52	3,92	3,61	3,79	3,68
Euronext 100	3,22	3,23	3,32	3,32	3,63	3,52	3,73	3,76
FTSE 100	3,61	3,59	3,77	3,77	3,88	3,82	3,94	3,86
Dax 30	1,96	2,17	2,29	2,29	2,77	2,48	2,50	2,49
Cac 40	3,32	3,43	3,79	3,79	4,26	4,09	4,41	4,27
Mib 30	3,17	3,53	3,67	3,67	3,88	3,47	3,66	3,70
Ibex 35	2,77	3,08	3,02	3,02	3,19	2,99	3,16	2,89

Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos a 20 de diciembre.

Respecto al nivel de actividad, hay que señalar que aún no se disponen datos del nivel de contratación en las principales bolsas internacionales del cuarto trimestre de 2007. La tendencia general hasta el tercer trimestre continuó siendo de fuerte aumento de la contratación: el crecimiento medio fue del 55% respecto al tercer trimestre de 2006. En términos comparativos con el trimestre anterior, se produjo un importante aumento de actividad en los mercados norteamericanos, posiblemente ligada a la elevada volatilidad. Por el contrario, en las bolsas italiana y española, la negociación en el tercer trimestre de 2007 descendió un 23% y 16% respecto al trimestre anterior (véase cuadro 11).

Contratación de las principales bolsas internacionales

CUADRO 11

Importes en miles de millones de euros

Bolsa	2004	2005	2006	III 06	IV 06	I 07	II 07	III 07
EEUU ¹	16.813	20.042	27.044	6.091	6.646	7.439	7.740	8.776
Nueva York	9.317	11.410	17.222	3.958	4.232	4.814	5.012	5.807
Tokio	2.591	3.603	4.617	986	1.049	1.272	1.169	1.192
Londres	4.149	4.583	5.991	1.340	1.626	2.035	2.128	2.142
Euronext	1.986	2.345	3.006	617	736	948	1.075	1.113
Deutsche Börse	1.238	1.546	2.165	457	545	801	791	827
Borsa Italiana	778	1.051	1.258	231	357	388	509	395
BME ²	646	859	1.154	265	354	419	442	372

Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores y CNMV.

1 Es la suma de New York Stock Exchange (NYSE), Nasdaq y American Stock Exchange.

2 Bolsas y Mercados Españoles. No incluye Latibex.

3 Mercados de renta fija en España

No se produjeron cambios relevantes en el diferencial entre los tipos de los pagarés y los depósitos interbancarios: descendieron ligeramente en todos los plazos, manteniéndose entre los 15 y los 20 puntos básicos (véase cuadro 12).

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 12

%	dic-04	dic-05	dic-06	dic-06	mar-07	jun-07	sep-07	dic-07
Pagarés de empresa²								
3 meses	2,25	2,58	3,78	3,78	4,00	4,25	4,87	4,93
6 meses	2,30	2,74	3,91	3,91	4,11	4,39	4,91	4,91
12 meses	2,39	2,93	4,00	4,00	4,23	4,61	4,91	4,86
Diferencial³ con depósitos interbancarios								
3 meses	9	12	11	11	14	12	17	14
6 meses	10	15	14	14	18	13	20	16
12 meses	10	16	9	9	15	13	20	18

Fuente: AIAF y AFI.

1 Promedio de datos diarios. Los datos de diciembre del 2007 corresponden al promedio entre el 20 de diciembre y el 20 de noviembre.

2 Negociados en el mercado AIAF de renta fija privada.

3 En puntos básicos.

El descenso de las rentabilidades de la deuda pública española fue inferior a la registrada en la zona euro. La rentabilidad a tres años cayó 10 puntos básicos frente a los 60 puntos básicos de la deuda pública de la zona euro. Los tipos a diez años descendieron 15 puntos básicos, claramente por debajo de los 40 puntos básicos de la zona euro. La pendiente de la curva de tipos entre los plazos de diez y tres años se redujo 5 puntos básicos, hasta los 25 puntos básicos (véase cuadro 13 y gráfico 7).

Las rentabilidades de la renta fija privada, por el contrario, se incrementaron entre 5 y 10 puntos básicos en los plazos de tres y cinco años, y en 15 puntos básicos en el plazo de diez años. Ello provocó un importante aumento del diferencial de

rentabilidades entre la renta fija privada y la deuda pública, de 20 puntos básicos en el plazo de tres y cinco años y de 30 puntos básicos en el plazo de diez años. Este último se situó en 60 puntos básicos en diciembre de 2007, el nivel más alto al menos desde diciembre de 2004.

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

CUADRO 13

%	dic-04	dic-05	dic-06	dic-06	mar-07	jun-07	sep-07	dic-07
Renta fija privada²								
3 años	2,81	3,15	4,04	4,04	4,17	4,75	4,35	4,43
5 años	3,38	3,48	4,14	4,14	4,21	4,84	4,42	4,48
10 años	4,15	3,89	4,26	4,26	4,39	5,02	4,68	4,82
Deuda pública								
3 años	2,61	2,91	3,74	3,74	3,91	4,51	4,09	3,98
5 años	3,00	3,06	3,77	3,77	3,94	4,56	4,20	4,06
10 años	3,64	3,36	3,81	3,81	4,00	4,63	4,37	4,21
Diferencial³								
3 años	20	25	30	30	26	25	26	45
5 años	37	42	37	37	27	28	22	42
10 años	51	54	45	45	38	39	31	61

Fuente: Thomson Datastream y AIAF.

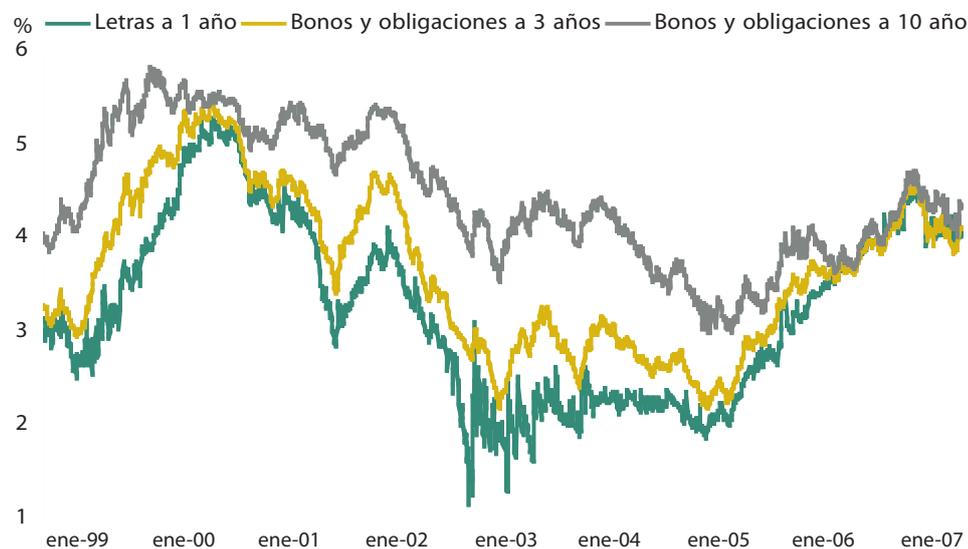
1 Promedio de datos diarios. Los datos de diciembre de 2007 corresponden al promedio entre el 20 de diciembre y el 20 de noviembre.

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

3 En puntos básicos.

Rentabilidades de la deuda pública española ¹

GRÁFICO 7



Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 20 de diciembre.

Las calificaciones de riesgo crediticio de las emisiones registradas en la CNMV que cotizan en AIAF se mantuvieron, sin que se observasen cambios que pudieran tener origen en la crisis de confianza en el mercado interbancario. En todas las emisiones de bonos garantizados el porcentaje con calificaciones AAA continuó siendo muy elevado, más del 90% (véase cuadro 14). Los bonos y obligaciones

simples siguieron teniendo principalmente calificaciones AA y A. Las calificaciones más bajas correspondieron como en trimestres anteriores a las participaciones preferentes, pues un 39% son BBB.

Calificaciones de riesgo crediticio de las emisiones registradas en la CNMV que cotizan en AIAF¹

CUADRO 14

% s/total, salvo otra indicación	Bonos titulización hipotecaria	Bonos titulización no hipotecaria	Cédulas hipotecarias	Cédulas territoriales	Bonos matador	Bonos simples	Obligaciones simples	Participaciones preferentes	Total
Con calificación crediticia									
Importe (millones de euros)	24.441,4	292.068,6	147.638,0	15.625,0	1.238,2	84.522,1	40.995,5	21.877,1	628.405,8
Porcentaje	100,0	100,0	99,0	95,4	100,0	91,7	82,9	94,9	97,0
<i>Investment grade</i>									
AAA	93,9	94,6	98,0	93,6	80,1	4,2	3,5	0,0	72,1
AA	1,4	0,9	1,1	0,0	12,5	47,6	20,6	4,3	9,2
A	3,3	2,3	0,0	1,8	4,9	39,9	53,9	46,6	12,7
BBB	0,7	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	4,9	38,9	2,4
<i>Speculative grade</i>									
<BBB	0,7	0,6	0,0	0,0	2,5	0,0	0,0	5,1	0,5
Sin calificación crediticia									
Importe (millones de euros)	0,0	0,0	1.442,5	750,0	0,0	7.640,3	8.457,5	1.185,5	19.475,8
Porcentaje	0,0	0,0	1,0	4,6	0,0	8,3	17,1	5,1	3,0

Fuente: CNMV.

¹ Saldos vivos a 30 de noviembre de 2007.

La repercusión más visible de la crisis hipotecaria fue la pérdida de dinamismo en el tercer trimestre de 2007 de las emisiones de bonos de titulización. Su importe descendió a 17.898 millones de euros frente a niveles superiores a los 30.000 millones en los trimestres anteriores. Además, se produjo un ligero deterioro de la calificación crediticia al descender levemente el porcentaje de emisiones con calificación AAA que, no obstante, continuó siendo la predominante (véase cuadro 15).

No obstante, en el cuarto trimestre las emisiones han repuntado con fuerza. El volumen fue de 52,8 mil millones de euros, una cifra muy superior a la registrada en los tres trimestres anteriores. Estas emisiones han sido adquiridas casi íntegramente en el mercado primario por las propias entidades originadoras que, de este modo, generan instrumentos que pueden ser utilizados como colateral en las operaciones de política monetaria que realiza el Eurosistema.

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

CUADRO 15

Importes medios mensuales en cada periodo (millones de euros)

	2006	2007			
	IV	I	II	III	IV ²
Importe (millones de euros)	39.766	39.392	31.518	17.898	52.819
Porcentaje	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>Investment grade</i>					
AAA	94,2	96,7	94,6	92,9	93,7
AA	1,1	1,2	1,2	0,7	1,0
A	2,3	0,5	1,9	2,9	1,8
BBB	1,4	1,1	1,6	2,0	2,0
<i>Speculative grade</i>					
<BBB	1,0	0,5	0,8	1,4	1,5

Fuente: CNMV.

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

2 Los datos corresponden a octubre y noviembre.

4 Mercados de renta variable en España

4.1 Precios

El mercado bursátil español tuvo el mejor comportamiento entre las principales bolsas internacionales en el cuarto trimestre de 2007. El Ibex 35 subió un 3,9% frente a unas pérdidas medias del 2,8% en las principales bolsas de la zona euro y una caída del 4,7% del Dow Jones. Las ganancias del Ibex 35 habían llegado a ser del 9,4% hasta el 8 de noviembre, sesión en la que el Ibex 35 alcanzó un nuevo máximo histórico en 15.945,7. Las pérdidas predominaron en las semanas posteriores, de forma que el 20 de diciembre el Ibex 35 cerró en 15.140,2. La rentabilidad acumulada del Ibex 35 hasta el 20 de diciembre de 2007 fue del 7%. Éste es el mejor resultado en la zona euro después del Dax 30 alemán, que tuvo una ganancia del 19,3% (véase cuadro 6 y 17).

El resto de los principales índices del mercado bursátil español tuvieron un peor comportamiento: el IGBM subió un 2,4% y tanto el Ibex Medium Cap como el Ibex Small Cap cayeron en torno a un 9%.

Los índices FTSE Latibex tuvieron ganancias pues reflejaron el favorable comportamiento de las empresas de Brasil. El FTSE Latibex All-share subió un 6,8% en el cuarto trimestre y el FTSE Latibex Brasil un 5,1%.

La volatilidad se moderó algo en términos medios, aunque siguió siendo más elevada que la media registrada desde 2003 (véase gráfico 8). La volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento de las opciones sobre Ibex 35 fue del 20,9% en media, frente al 22% del tercer trimestre. El nivel de volatilidad más alto en el cuarto trimestre fue del 28% registrado en las sesiones de mediados de noviembre y el 20 de diciembre. En el tercer trimestre, el nivel máximo de volatilidad fue del 35-36% en las sesiones del 17 al 20 de septiembre. La volatilidad media entre enero de 2003 y junio de 2007 fue del 16%.

Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español

CUADRO 16

% anual, salvo otra indicación	2006	II 07	III 07	2007 - dic ¹			
				Índice	% trim	% s/dic 06	% anual
Ibex 35	31,8	1,7	-2,1	15.140	3,9	7,0	6,6
IGBM ²	34,5	1,1	-2,4	1.640	2,4	5,5	4,9
Barcelona	29,3	1,7	-0,5	1.189	2,8	4,8	4,0
Bilbao	34,1	1,7	-3,6	2.629	1,6	2,0	1,3
Valencia	35,3	1,7	-1,1	1.354	2,1	6,8	6,3
Ibex con dividendos	36,0	-1,8	-1,2	25.344	9,2**	15,3	19,2
Ibex-NM ³	34,0	-7,4	-2,3	3.301	-3,8***	-6,0	-8,1
Ibex Medium Cap ⁴	42,1	-0,1	-11,4	17.901	-9,0	-8,9	-10,4
Ibex Small Cap ⁵	54,4	-1,8	-5,2	14.923	-9,1	-3,4	-5,5
BCN-Mid 50 ⁶	51,0	1,7	-8,3	33.502	-10,6	-9,3	-11,2
FTSE Latibex All-share ⁷	23,8	18,0	11,4	3.565	6,8	53,8	57,2
FTSE Latibex Top ⁸	18,2	20,8	2,0	4.989	0,7	32,0	34,8
FTSE Latibex Brasil ⁹	24,3 *	23,0	43,4	13.819	5,1	60,6	64,5

Fuente: Thomson Datastream, Reuters, Bolsa de Madrid y Sociedad de Bolsas.

1 Datos hasta el 20 de diciembre excepto en el Ibex con dividendos que corresponde al 30 de octubre y en el Ibex-NM que corresponde al 30 de noviembre. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 20 de diciembre (30 de octubre en el Ibex con dividendos y 30 de noviembre en el Ibex-NM) y el 28 de septiembre.

2 Índice General de la Bolsa de Madrid.

3 El Ibex Nuevo Mercado, integrado por empresas TMT (de los sectores de nuevas tecnologías, medios de comunicación y telecomunicaciones), dejó de calcularse y difundirse a partir del 3 de diciembre de 2007.

4 Índice de valores de mediana capitalización. Está integrado por 20 empresas.

5 Índice de valores de pequeña capitalización. Está integrado por 30 empresas.

6 Índice del segmento medio del mercado de valores español elaborado por la Bolsa de Barcelona.

7 Índice de todos los valores que cotizan en el mercado de valores latinoamericanos en euros (Latibex).

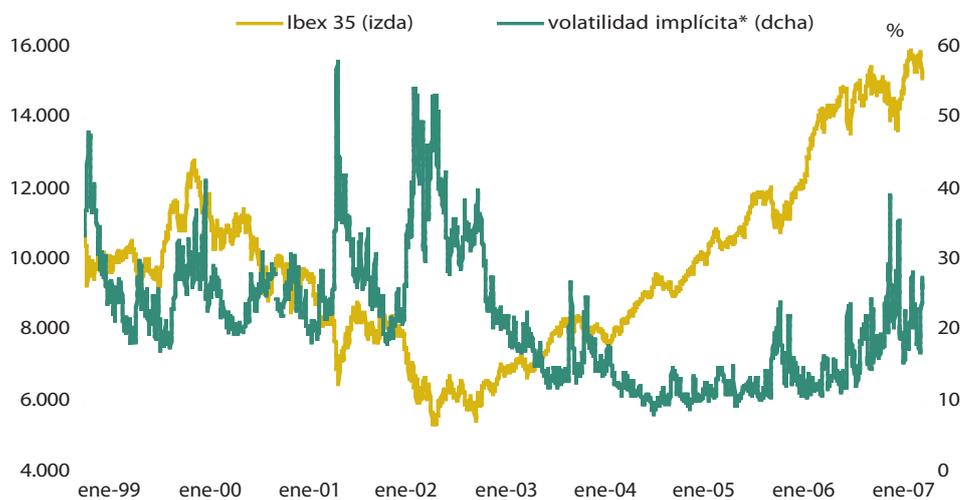
8 Índice de los principales valores del mercado Latibex.

9 Índice de los principales valores brasileños del mercado Latibex.

* Desde la fecha de inicio del índice, el 26 de septiembre de 2006; ** Hasta el 30 de octubre; *** Hasta el 30 de noviembre.

Evolución del Ibex 35 y de la volatilidad implícita

GRÁFICO 8



Fuente: Thomson Datastream y MEF.

* Volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento. Datos hasta el 20 de diciembre de 2007.

Las ganancias del IGBM se vieron impulsadas por el sector de “tecnología y telecomunicaciones” que se revalorizó un 11,6%. La favorable evolución de los resultados de Telefónica hizo que actuase como valor refugio en el tercer trimestre en el que tuvo una subida importante, del 18,7%. Esta tendencia alcista se mantuvo en el cuarto trimestre, en el que ganó un 12,5% (véase cuadros 17 y 18).

Las empresas del subsector de “banca” también experimentaron ganancias en el cuarto trimestre aunque más moderadas, de un 3,4%, gracias al ascenso de las cotizaciones de de empresas como Santander, Banco de Sabadell y Bankinter. Esta última experimentó la mayor subida en el cuarto trimestre, un 28,1%. En esta empresa se produjeron importantes movimientos de participaciones significativas.

Rentabilidad sectorial y de los principales valores¹ de la Bolsa de Madrid CUADRO 17

	ponderación ²	2006	II 07	III 07	2007 – dic ³		
					% trim	% s/dic 06	% anual
Servicios financieros e inmobiliarios	38,70	34,9	-2,1	-7,0	2,7	-6,3	-6,3
Inmobiliarias y otros	1,95	111,2	-21,1	-3,6	-8,6	-36,4	-37,2
Banca	34,81	27,3	-1,3	-7,0	3,4	-4,9	-4,6
BBVA	13,07	21,0	-1,0	-9,7	0,9	-9,0	-9,3
Santander	14,16	26,8	2,5	-0,4	6,0	2,2	2,6
Petróleo y energía	24,18	33,3	9,1	-3,3	0,4	13,4	12,8
Endesa	4,35	61,2	-0,7	-0,3	-9,3	1,5	3,4
Repsol YPF	4,45	6,2	15,9	-14,4	-3,8	-8,1	-10,5
Iberdrola	9,92	43,4	17,4	-0,8	1,8	26,7	26,3
Mat. básicos, industria y construcción	9,95	61,9	2,9	-10,7	-1,9	-2,7	-4,3
Construcción	5,89	61,0	1,8	-17,0	1,4	-9,9	-11,6
Tecnología y telecom.	15,39	28,4	-0,5	17,5	11,6	33,5	32,2
Telefónica	14,54	26,8	0,2	18,7	12,5	37,0	35,6
Bienes de consumo	7,05	31,9	0,2	-1,6	-6,7	7,6	7,3
Servicios de consumo	4,73	8,6	-5,0	-8,9	-3,2	-6,4	-6,9

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

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

2 Peso relativo (%) en el IGBM a 2 de julio de 2007.

3 Datos hasta el 20 de diciembre. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 20 de diciembre y el 28 de septiembre de 2007.

El sector de “petróleo y energía” registró ligeras ganancias en el cuarto trimestre. Este resultado recoge rendimientos dispares entre empresas del sector: Red Eléctrica de España y Solaria registraron fuertes ganancias mientras que Endesa tuvo pérdidas significativas por el ajuste del precio de la acción tras el cierre del proceso de opa.

El sector de “construcción” se recuperó de la caída registrada en el tercer trimestre. Destacó Construcciones y auxiliar de ferrocarriles (CAF) con una subida del 13,4% en el trimestre que acumuló en 2007 unas ganancias del 107,4%. Otras dos empresas del sector, General de alquiler de maquinaria y Acciona, se encuentran también entre las empresas de mayor revalorización en 2007 (véase cuadro 20).

El peor comportamiento se registró en el subsector “inmobiliarias y otros” que continuó cayendo, un 8,6% (véase gráfico 9). Urbas, AISA y Astroc tuvieron pérdidas muy importantes en el cuarto trimestre (véase cuadro 19). La caída total de “inmobiliarias y otros” en 2007 se incrementó hasta el 36,4%. Estas pérdidas se encuentran todavía muy lejos de compensar las pronunciadas ganancias de 2006, en el que subió un 111,2%. Por empresas, el caso extremo es el de Astroc: tras unas ganancias del 487% en 2006 cayó un 80,8% anual hasta el 20 de diciembre de 2007. Estas pérdidas son las mayores de todas las empresas del IGBM (véase cuadro 20).

Valores con mayor impacto en la variación del IGBM¹

CUADRO 18

Valor	Sector	2007- dic ²		
		% trim 07	ene-dic 07	% anual
Con impacto positivo				
Telefónica	Tecnología y telecomunicaciones	1,82	5,38	5,18
Banco Santander	Servicios financieros e inmobiliarios	0,85	0,31	0,37
Bankinter	Servicios financieros e inmobiliarios	0,25	0,08	0,08
Banco de Sabadell	Servicios financieros e inmobiliarios	0,19	-0,21	-0,16
Iberdrola	Petróleo y energía	0,18	2,65	2,62
Red Eléctrica de España	Petróleo y energía	0,17	0,30	0,31
Acciona	Mat. básicos. industria y construcción	0,15	0,65	0,67
Con impacto negativo				
Endesa	Petróleo y energía	-0,41	0,06	0,15
Inditex	Bienes de consumo	-0,18	0,06	0,06
Repsol	Petróleo y energía	-0,17	-0,36	-0,47
Grupo Ferrovial	Mat. básicos. industria y construcción	-0,15	-0,31	-0,31

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

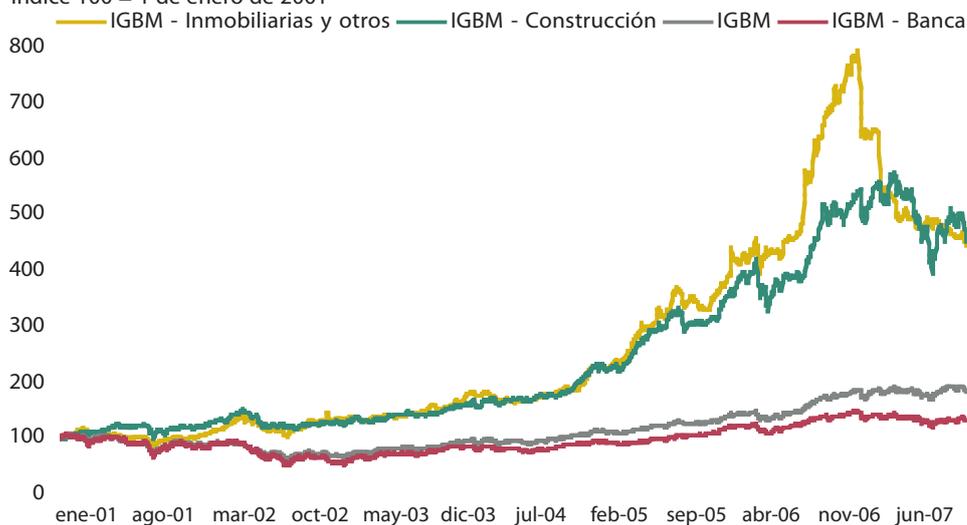
1 Se recogen los valores que mayor impacto (igual o superior a 0,15 puntos) tuvieron en la variación del IGBM.

2 Datos hasta el 20 de diciembre.

Evolución de la rentabilidad de Inmobiliarias y otros, Construcción y Banca¹

GRÁFICO 9

índice 100 = 1 de enero de 2001



Fuente: Bolsa de Madrid.

1 Datos hasta el 20 de diciembre.

Valores del IGBM con mayor variación trimestral

CUADRO 19

Valor	Sector	2007- sep ¹		
		% trim	% s/dic 06	% anual
Ganan				
Bankinter	Servicios financieros e inmobiliarios	28,09	8,64	8,92
Pescanova	Bienes de consumo	24,51	49,45	46,52
Red Eléctrica de España	Petróleo y energía	20,47	34,78	36,42
Solaria Energía y medio ambiente	Petróleo y energía	16,98	-	-
Construcciones y auxiliar de ferrocarriles (CAF)	Mat. básicos. industria y construcción	13,44	107,35	104,42
Pierden				
AISA	Servicios financieros e inmobiliarios	-60,36	-	-
Urbas Guardahermosa	Servicios financieros e inmobiliarios	-54,43	-75,17	-75,43
Astroc Mediterráneo	Servicios financieros e inmobiliarios	-47,44	-86,30	-84,92
Natraceutical	Bienes de consumo	-32,00	-53,30	-55,96
Fersa Energías renovables	Petróleo y energía	-29,77	-	-

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

1 Datos hasta el 20 de diciembre. La variación trimestral es entre el 20 de diciembre y el 28 de septiembre de 2007.

Valores del IGBM con mayor variación trimestral

CUADRO 20

Valor	Sector	2007- dic ¹	
		% anual	% trim
Ganan			
Construcciones y auxiliar de ferrocarriles (CAF)	Mat. básicos. industria y construcción	104,42	13,44
Grifols	Bienes de consumo	74,80	-3,48
General de alquiler de maquinaria	Mat. básicos. industria y construcción	57,31	-0,26
Acciona	Mat. básicos. industria y construcción	52,86	12,14
Bolsas y mercados españoles	Servicios financieros e inmobiliarios	52,39	6,22
Pierden			
Astroc Mediterráneo	Servicios financieros e inmobiliarios	-84,92	-47,44
Urbas Guardahermosa	Servicios financieros e inmobiliarios	-75,43	-54,43
Vueling Airlines	Servicios de consumo	-71,13	-16,08
Ercros	Mat. básicos. industria y construcción	-56,41	-19,05
Natraceutical	Bienes de consumo	-55,96	-32,00

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

¹Datos hasta el 20 de diciembre. La variación anual corresponde al periodo entre el 20 de diciembre de 2007 y el 20 de diciembre de 2006., la variación trimestral entre el 20 de diciembre y el 28 de septiembre de 2007.

El cuadro 21 ofrece un resumen de la rentabilidad de las empresas del IGBM. En él puede apreciarse una ligera mejora en el cuarto trimestre de 2007. El porcentaje de empresas con pérdidas descendió hasta el 71,7% desde el 75,0% del tercer trimestre. Asimismo, el porcentaje de empresas con rentabilidades entre el 10% y el 25% se incrementó hasta el 7,9% desde el 4,7% del trimestre anterior.

Rangos de rentabilidad de las empresas del IGBM

CUADRO 21

% s/ total empresas del IGBM	IV 06	I 07	II 07	III 07	IV 07 ¹
≥ 25%	14,8	12,0	4,9	1,6	0,8
Del 10% hasta el 25%	27,9	37,6	10,7	4,7	7,9
Del 0% hasta el 10%	36,1	33,6	21,3	18,8	19,7
≤ 0%	21,3	16,8	63,1	75,0	71,7
Pro-memoria: nº total de empresas					
	122	125	122	128	127

Fuente: Thomson Datastream.

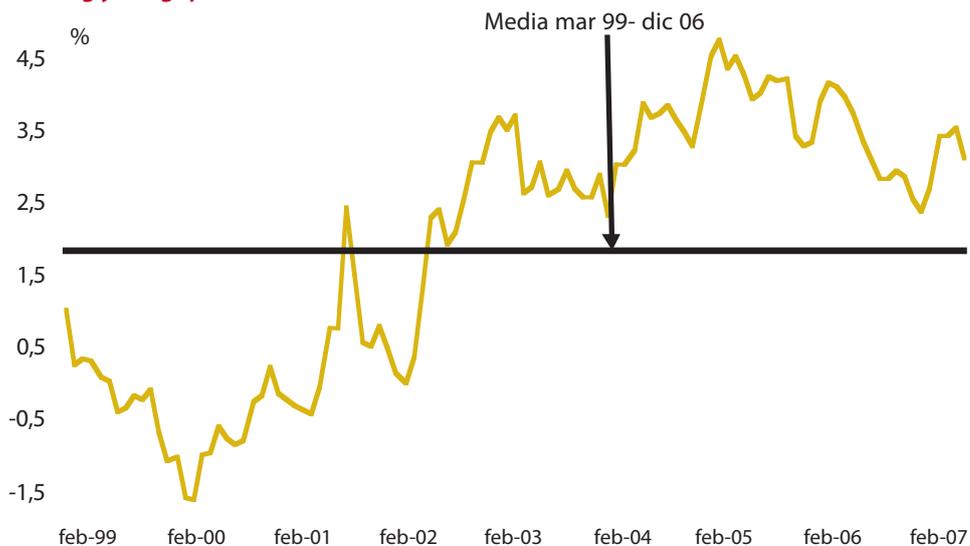
¹ Datos hasta el 20 de diciembre.

Como se comentó en el apartado 2.4, el PER del Ibex 35 aumentó en el cuarto trimestre de 2007, hasta 13,5, por la subida del índice. El incremento fue el mayor de la zona euro, por lo que el PER del Ibex 35 siguió siendo superior a la media de la zona euro, que fue de 12,1. No obstante, hay que señalar que el nivel del PER del Ibex 35 se situó por debajo de los niveles medios históricos entre enero de 1999 y diciembre de 2006 (16,4).

El incremento del PER del Ibex 35 hizo descender el exceso de rentabilidad bursátil sobre los tipos de interés a largo plazo (o *earning yield gap*) entre septiembre y diciembre, pese al descenso de los tipos. El *earning yield gap* se situó en el 3,2% en diciembre (3,5% de septiembre). Este nivel siguió siendo claramente superior a la media histórica entre principios de 1999 y diciembre de 2006 (véase gráfico 10).

Earning yield gap¹ del Ibex 35

GRÁFICO 10



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Diferencia entre la rentabilidad bursátil, medida como la inversa del PER y la rentabilidad del bono a diez años. Datos mensuales hasta diciembre.

4.2 Actividad: contratación y liquidez

La contratación en el mercado bursátil español fue muy elevada en el cuarto trimestre de 2007. Los datos de octubre y noviembre establecen la negociación de este período en 327.624 millones de euros, lo que supone una media diaria de 7.281 millones de euros. Esta cifra es un 27% superior a la media diaria del tercer trimestre de 2007 (véase cuadro 22). Así, el balance preliminar de 2007 es que en este año se ha producido un importante aumento de los volúmenes de negociación en la bolsa española: la media diaria hasta el 7 de diciembre fue de 6.668 millones de euros lo que supone un aumento del 47% respecto a la media de 2006.

El aumento de la contratación en el mercado continuo superó el registrado por la capitalización hasta noviembre de 2007. Por tanto, la ratio entre la contratación y la capitalización o rotación continuó aumentando, hasta el 191 desde el 187 que presentaba con los datos hasta septiembre (véase gráfico 11).

Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 22

Importes en millones de euros	2004	2005	2006	IV 06	I 07	II 07	III 07	IV 07 ¹
Total bolsas	642.109	854.145	1.154.294	354.260	418.540	441.725	372.131	327.624
Mercado continuo	636.527	847.664	1.146.390	351.020	415.857	439.664	370.417	325.775
Corros	5.194	5.899	5.318	1.358	574	209	98	247
de los que SICAV ²	4.541	4.864	3.980	1.091	258	57	32	12
MAB ³	-	-	1.814	1.705	1.771	1.605	1.369	1.435
Segundo Mercado	21	26	49	20	122	22	38	10
Latibex	366	557	723	158	217	226	209	157
Pro-memoria: contratación de no residentes (% s/ total bolsas)								
	57,6	57,1	58,2	59,3	59,3	61,6	nd	nd

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados de octubre y noviembre.

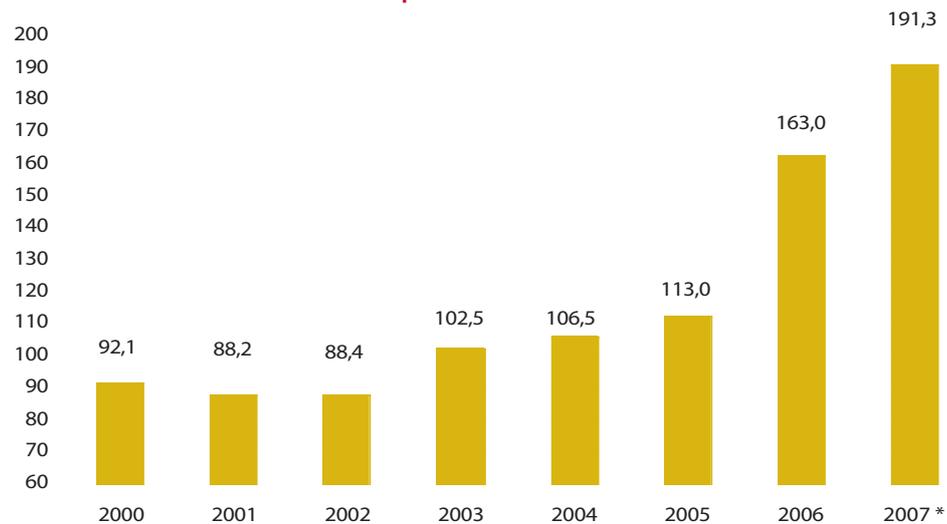
2 Sociedades de inversión de carácter financiero.

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

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

Rotación¹ del mercado bursátil español

GRÁFICO 11



Fuente: CNMV y Sociedad de Bolsas.

¹ Ratio entre la contratación acumulada en el mercado continuo en los últimos doce meses y el promedio de la capitalización mensual del período.

* Datos hasta noviembre.

4.3 Resultados de las empresas cotizadas

Los resultados de las empresas cotizadas en el mercado continuo español continuaron mostrando una evolución positiva en el año, pese a que se produjo una desaceleración en el tercer trimestre. El incremento interanual de los resultados antes de impuestos del tercer trimestre fue de un 8,9%, por debajo de los incrementos del primer y segundo trimestre (16,2% y 23,7% respectivamente). En términos acumulados los resultados antes de impuestos de los tres primeros trimestres de 2007 crecieron un 16,6% en términos interanuales, por debajo del 20,3% que tuvieron hasta el primer semestre de 2007 (véase cuadro 23).

Resultado antes de impuestos¹ de las empresas del IGBM

CUADRO 23

Miles de euros, salvo otra indicación	Datos trimestrales		Datos acumulados	
	Importe	% var. anual III trim. 07-06	Importe	% var. anual III trim. 07-06
Servicios financieros e inmobiliarios	6.398.493	2,0	22.352.971	15,7
Inmobiliarias y otros ¹	75.091	-69,4	1.086.572	8,8
Banca	6.167.983	20,4	19.794.833	22,4
BBVA	1.906.579	22,5	6.607.587	9,5
Santander	2.853.252	21,3	8.813.874	33,6
Petróleo y energía	4.393.198	-1,1	13.727.621	-1,9
Endesa	1.197.000	0,1	3.500.000	-10,5
Repsol YPF	1.293.000	-17,5	4.150.000	-11,3
Iberdrola	693.346	21,6	2.163.797	17,0
Mat. básicos. industria y construcción	596.659	-55,1	6.128.387	11,8
Construcción	1.086.328	16,2	4.895.316	78,6
Tecnología y telecomunicaciones	4.103.526	84,8	9.373.326	68,7
Telefónica	4.075.415	82,4	9.275.162	65,9
Bienes de consumo	851.182	15,4	2.144.240	15,5
Servicios de consumo	934.795	8,4	2.531.274	22,7
Total mercado continuo	17.277.853	8,9	56.257.819	16,6

Fuente: CNMV y elaboración propia.

¹ En el caso de empresas que no pertenezcan a un grupo consolidado, el dato corresponde a la empresa individual.

El desglose sectorial e individual muestra gran disparidad en la evolución de las cuentas de resultados. Por un lado, observamos el fuerte aumento de los beneficios de Telefónica, un 65,9% en el acumulado de 2007, lo que supone mejorar la ya importante tasa de crecimiento registrada hasta el primer semestre de 2007 (un 54,9%). También en el sector de la construcción el crecimiento de los beneficios fue muy elevado, aunque en este caso se está produciendo una desaceleración de los mismos, en especial en Acciona, Sacyr Vallehermoso y Fomento Construcción³.

La desaceleración de los resultados empresariales está afectando con mayor intensidad al sector “inmobiliarias y otros”. El crecimiento de los beneficios hasta el tercer trimestre de 2007 fue del 8,8% frente al 34,2% del primer semestre. El caso más extremo de negativa evolución fue Astroc, que pasó de obtener unos beneficios de 76,9 millones de euros entre enero y septiembre de 2006 a registrar pérdidas de 153,5 millones de euros en el mismo periodo de 2007.

El sector “banca” mantuvo su ritmo de crecimiento de los beneficios en torno al 22-23% hasta el tercer trimestre de 2007. Bankinter, Banco de Sabadell y Santander continuaron registrando fuertes crecimientos en sus resultados⁴.

El sector de “petróleo y energía” fue el único en que se produjo un descenso de los resultados antes de impuestos en el tercer trimestre de 2007, de un 1,9%. Ello se debió a la caída de los beneficios en Endesa, Repsol YPF y Cepsa pues el resto de las empresas del sector aumentaron sus resultados.

³ En el segundo trimestre de 2007, los resultados crecieron con respecto al primer trimestre un 29,7% para el conjunto de la construcción. En concreto, Fomento Construcción creció un 163,7%, Sacyr Vallehermoso un 89,1% y Acciona un 70,6%. Los beneficios de estas tres empresas retrocedieron en el tercer trimestre un 52,2%, 68,7% y 82,3% respectivamente.

⁴ El incremento interanual de los resultados antes de impuestos del tercer trimestre fue de 66,9%, 47,7% y 33,6% respectivamente.

La rentabilidad de las sociedades cotizadas. Evolución desde 2004 hasta junio de 2007

Antonio Cano Muñoz (*)

(*) Antonio Cano Muñoz es subdirector de Información Financiera de la Dirección de Informes Financieros y Contables de la CNMV.

1 Introducción

Este artículo analiza la evolución de la rentabilidad de las sociedades cotizadas en las Bolsas españolas y de sus principales componentes a partir de la información financiera elaborada de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera adoptadas por la Unión Europea, que están obligadas a remitir a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

El estudio se realiza agrupando las sociedades cotizadas por grandes sectores de actividad económica. En consecuencia, las explicaciones sobre los datos obtenidos parten de una visión general y agregada, para continuar con un análisis sectorial, pero no se aborda el estudio individual y pormenorizado de cada sociedad cotizada.

Hasta el ejercicio 2004 inclusive el marco regulatorio de referencia en España para elaborar la información financiera en el ámbito de las sociedades cotizadas era el Plan General de Contabilidad publicado en 1990 y la normativa propia de consolidación aprobada en 1991.

Sin embargo, desde el año 2005 el Reglamento nº 1606/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo estableció para todas las sociedades cotizadas en mercados de valores europeos la obligación de elaborar las cuentas anuales consolidadas de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), lo que ha supuesto un reto importante para las entidades cotizadas, sus auditores de cuentas y los reguladores que supervisan el cumplimiento normativo y velan por la transparencia de los mercados.

Con la Circular 1/2005 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores se inició la adaptación de los modelos de información pública periódica al nuevo marco contable propiciado por las NIIF en el ámbito consolidado de los emisores. Desde entonces la información contable se remite al amparo de la nueva normativa.

El presente trabajo toma como muestra las cifras consolidadas de las entidades cotizadas que tienen que aplicar las NIIF a partir del ejercicio 2005 lo cual incluye las cifras comparativas de 2004 y así evita que los datos pierdan homogeneidad como ocurriría si el análisis se extendiera a ejercicios sometidos a una norma contable diferente. Además se han incluido las cifras del primer semestre del ejercicio 2007, debidamente anualizadas cuando ha sido procedente, para facilitar la comparabilidad con los tres ejercicios anteriores y, de esta manera, disponer de los datos más recientes y poder así ampliar el alcance de los comentarios.

El resto del trabajo se estructura como sigue: la sección segunda describe los datos e indicadores utilizados; la sección tercera analiza la evolución de la rentabilidad del patrimonio neto para el agregado y los distintos sectores de actividad; la sección cuarta comenta los principales componentes del indicador de rentabilidad; finalmente, la sección quinta resume las principales conclusiones.

2 Datos e indicadores

El análisis pretende obtener una visión general de la evolución de la rentabilidad de las entidades cotizadas durante el periodo que comprende los ejercicios 2004, 2005 y 2006, así como el primer semestre de 2007. Los datos contables proceden de la información pública que remiten las sociedades cotizadas, lo cual incluye a los emisores de acciones y de otros valores admitidos a negociación en bolsas de valores.

En concreto, la muestra se compone de los estados contables de las sociedades obligadas a remitir información pública periódica consolidada elaborada con NIIF. Se han excluido las entidades extranjeras, las entidades oficiales y las entidades que consolidan en una entidad dominante que pertenece al mismo sector. La muestra resultante cubre el 81,3% del total de entidades cotizadas a finales del primer semestre de 2007 y representa el 98,5% del volumen total de activos de las empresas admitidas a negociación.

El análisis de rentabilidad se realiza tanto a nivel agregado como sectorial, distinguiendo entre los cinco sectores de actividad: energía, industria, construcción e inmobiliarias, servicios y entidades de crédito.

En el cuadro 1, aparece el número de empresas consideradas para cada sector de actividad:

Número de entidades por sectores				CUADRO 1
	2004	2005	2006	1 S 2007
Energía	14	14	15	14
Industria	43	43	49	49
Construcción e inmobiliaria	27	27	28	29
Servicios	27	27	29	30
Entidades de crédito	22	22	22	22
Total agregado	133	133	143	144

Fuente: elaboración propia.

El indicador clave objeto del estudio es la rentabilidad sobre los recursos propios (ROE). Además, se identifican y se analizan sus principales componentes: rentabilidad de las inversiones, margen de los ingresos, rotación de las inversiones, apalancamiento financiero y evolución del coste de la deuda.

3 La rentabilidad del patrimonio neto

La rentabilidad obtenida sobre los capitales propios utilizados (ROE) es uno de los indicadores más relevantes para la toma de decisiones de inversión. En el cuadro 2 se presenta la evolución desde 2004 del ROE para el conjunto de la muestra y para cada sector:

	2004	2005	2006	1S 2007
Energía	15,15%	20,63%	18,58%	17,33%
Industria	16,50%	16,01%	20,56%	20,63%
Construcción e inmobiliaria	17,27%	19,42%	29,77%	26,28%
Servicios	19,96%	25,39%	27,57%	28,49%
Entidades de crédito	13,10%	17,23%	19,09%	20,55%
Total agregado	15,19%	19,40%	21,38%	21,59%

Fuente: elaboración propia.

Tal y como se aprecia, en los años considerados se ha producido un incremento sostenido de la rentabilidad del capital hasta superar el 20% en el primer semestre de 2007. Esta evolución se debe al favorable comportamiento de los resultados empresariales pues se ha observado en paralelo un incremento significativo del patrimonio neto de las sociedades cotizadas a partir de 2004, alcanzando incluso un incremento de dos dígitos en 2005 y 2006, motivado por la financiación con recursos propios de algunas de las operaciones de expansión societaria. Por sectores los hechos más destacados son los siguientes:

- **Energía:** La evolución observada está afectada por las elevadas plusvalías registradas en el año 2005 por dos compañías eléctricas, resultado de sendas operaciones no recurrentes. El dato excepcional de 2005 determina la disminución del ROE de 2006. Por su parte, el reducido dato del primer semestre de 2007 está condicionado por la financiación con recursos propios de parte de la fuerte inversión realizada en el exterior. Finalmente, en algunas empresas del sector petrolero se ralentiza el crecimiento del ROE en 2006 debido a la caída de los márgenes de refino respecto de los elevados márgenes de 2005 y en el primer semestre de 2007 por la depreciación del dólar estadounidense frente al euro.
- **Industria:** Cabe destacar el aumento del ROE de 4 puntos porcentuales entre 2005 y 2006 hasta llegar al 20% y su mantenimiento en la primera mitad de 2007, debido sobre todo a la favorable evolución de esta variable en las sociedades transformadoras de metales y en las metálicas básicas por la evolución positiva del mercado del acero inoxidable. Ello compensa los resultados menos expansivos de las empresas químicas cotizadas.
- **Construcción e inmobiliaria:** El incremento sostenido de la demanda ha permitido la elevación de la rentabilidad en casi todo el periodo analizado. Sin embargo, el elevado endeudamiento incurrido en los últimos años para financiar la diversificación de las inversiones, su mayor coste y los primeros signos de agotamiento del ciclo alcista de la construcción explican la desaceleración observada en el primer semestre de 2007 y generan alguna incertidumbre sobre el comportamiento de sus resultados en los próximos ejercicios.

Por otra parte, los resultados de 2006 de las inmobiliarias se han visto influidos favorablemente por el cambio de tratamiento contable, permitido por las NIIF, consistente en la valoración de sus inversiones

inmobiliarias por el valor razonable. Se trata de apuntes contables que no generan tesorería pero que afectan a los resultados registrados. Finalmente, el comportamiento bursátil más reciente de algunos valores cotizados parece anticipar el cambio de signo del ciclo inmobiliario que podría suponer ajustes en las valoraciones utilizadas en los registros contables en el momento actual.

- **Servicios:** Este sector ha conseguido unas rentabilidades muy elevadas y crecientes en términos de fondos propios hasta alcanzar el 28,5% en el primer semestre de 2007. A ello ha contribuido la favorable evolución de los resultados en el subsector de la telefonía móvil y los resultados positivos de las sociedades adquiridas en los últimos ejercicios.
- **Entidades de crédito:** El crecimiento de la rentabilidad en este sector obedece al fuerte aumento de los resultados, por encima del 29% en 2005 y del 30% en 2006. Ello se basa, en parte, en la constante mejora de la ratio de eficiencia de bancos y cajas. En 2006, cabe destacar asimismo algunas operaciones no recurrentes (venta de participadas) de las cajas de ahorro que han generado elevadas plusvalías.

Por su parte, la subida de 200 puntos básicos en el tipo de interés oficial del Banco Central Europeo en el periodo analizado ha propiciado aumentos del margen de intermediación. Finalmente, la expansión de las inversiones internacionales sobre todo de los principales bancos y el crecimiento de la actividad crediticia de las entidades de crédito en España han favorecido al crecimiento del ROE.

4 Los principales componentes de la rentabilidad

Una vez analizada la evolución de la rentabilidad sobre el patrimonio neto conviene estudiar la contribución de sus principales componentes. Es decir, la rentabilidad de las inversiones efectuadas y el efecto del apalancamiento sobre el diferencial entre la rentabilidad de las inversiones y el coste de la deuda.

Como referencia, conviene tener presente la siguiente identidad contable (para mayor detalle ver Apéndice):

$$\text{ROE} = \text{ROI} + \text{D/PN} (\text{ROI} - \text{I} (1 - \text{T})), \text{ donde}$$

ROE es el resultado sobre el patrimonio neto, ROI el resultado sobre las inversiones, D el endeudamiento, PN el patrimonio neto, I el coste del endeudamiento y T es el tipo impositivo efectivo.

4.1 La rentabilidad de las inversiones

El ROI permite conocer el rendimiento generado por las inversiones que han sido financiadas con recursos propios o ajenos y que conllevan algún tipo de coste de capital. Cuando el ROI supera el coste de la deuda, repercute favorablemente sobre el ROE en función del grado de apalancamiento de la entidad.

En el cuadro 3, se presenta la evolución del ROI en las empresas de la muestra:

ROI	2004	2005	2006	1S 2007
Energía	7,67%	10,22%	9,57%	9,05%
Industria	9,22%	9,01%	11,62%	11,99%
Construcción e inmobiliaria	7,58%	8,33%	10,12%	9,53%
Servicios	9,12%	10,53%	10,80%	10,15%
Entidades de crédito	1,94%	2,83%	2,96%	3,54%
Total agregado	2,95%	3,95%	4,24%	4,70%

Fuente: elaboración propia.

Tal y como se observa, el ROI ha experimentado un aumento continuado y sostenido, propiciado por los buenos resultados empresariales en un contexto de expansión de las inversiones. No obstante, la evolución ha sido desigual entre sectores:

- **Energía:** Tras alcanzar los dos dígitos en 2005, la rentabilidad de las inversiones ha tenido una evolución descendente en 2006 y en el primer semestre de 2007, debido en este último periodo a la fuerte inversión corporativa efectuada por una compañía eléctrica y a la disminución hasta junio de 2007 del precio de venta de productos de exploración y producción en las empresas petroleras por la depreciación del dólar estadounidense frente al euro.
- **Industria:** Es el único sector no financiero que ha tenido aumentos interanuales en el periodo considerado, alcanzando un ROI del 12% al finalizar el primer semestre de 2007. El buen comportamiento de la demanda ha permitido a las empresas del sector trasladar a los precios de venta el encarecimiento de las materias primas (como el níquel), mitigando su impacto adverso sobre los resultados.
- **Construcción e inmobiliaria:** El incremento de los resultados desde 2004, comentado en la anterior sección, han permitido elevar el ROI a pesar del aumento de la inversión propiciada por varias combinaciones de negocio en 2006, sobre todo en el subsector inmobiliario. Sin embargo, el primer semestre de 2007 muestra signos de ralentización en el crecimiento del indicador debido, no sólo al estancamiento comentado de los valores razonables de las inversiones inmobiliarias, sino también por el mantenimiento de un elevado dinamismo de la inversión.
- **Servicios:** La rentabilidad de las inversiones se situó por encima del 10% a partir de 2005 pero no ha conseguido superar la barrera del 11%, debido a

las fuertes inversiones del subsector de las comunicaciones. El periodo de maduración de las adquisiciones marcará la tendencia del ROI en los próximos periodos.

- **Entidades de crédito:** En su conjunto, las entidades de crédito cotizadas han experimentado un incremento sostenido. Como se ha comentado, la mejora en el margen de intermediación (con el repunte de tipos) y en el margen ordinario (a través del margen básico y el resultado de las operaciones financieras) ha contribuido a que la evolución de resultados haya sido más dinámica que la de la inversión, a pesar de la fuerte expansión de ésta.

Con objeto de profundizar en los determinantes del ROI procede descomponerlo en sus dos principales factores: el margen de los ingresos (Resultados / Ingresos) y la rotación de las inversiones (Ingresos / Inversiones):

4.1.1 El margen de los ingresos

Este indicador refleja el margen de beneficio que se obtiene por las ventas contabilizadas en la cuenta de resultados consolidada de cada entidad.

En el cuadro 4 se recoge la evolución del indicador para cuatro de los sectores considerados. Se excluye a las entidades de crédito por la distinta naturaleza de su cuenta de resultados.

Margen de los ingresos				CUADRO 4
	2004	2005	2006	1S 2007
Energía	11,30%	12,40%	11,49%	12,50%
Industria	7,48%	6,63%	8,28%	8,31%
Construcción e inmobiliaria	10,62%	12,06%	21,24%	24,83%
Servicios	13,79%	14,19%	15,30%	16,21%
Total agregado	11,24%	11,96%	13,67%	15,14%

Fuente: elaboración propia.

En el periodo objeto de estudio los márgenes han tenido en los distintos sectores no financieros considerados una trayectoria muy positiva contribuyendo de este modo a la expansión de los resultados. En particular, la contención de ciertos costes (aprovisionamientos, gastos de personal, amortizaciones....), que han crecido menos que los ingresos, explicarían una parte importante de los beneficios generados. Por sectores, cabe destacar los siguientes rasgos:

- **Energía:** el margen de las ventas se ha mantenido por encima del 11% a pesar de la reducción de la cifra de negocios en el subsector petrolífero durante el primer semestre de 2007 en un 4,6%, ya que el sector energético en dicho semestre se ha visto favorecido por una contención de los costes de aprovisionamiento del 8,8%. En 2006 destacó el crecimiento de las ventas del subsector de agua y gas por la generación de electricidad con ciclos combinados.

- **Industria:** Es el sector que tradicionalmente cuenta con menores márgenes en términos relativos aunque se han mantenido positivos y mostrado una ligera tendencia al alza. El aumento de sus ventas al exterior - en particular al resto de la zona del euro - que han alcanzado el 60,6% del total en el primer semestre de 2007 ha constituido un efecto dinamizador de los beneficios.
- **Construcción e inmobiliaria:** Este es el sector con los mayores márgenes en el periodo considerado alcanzando una tasa anual de crecimiento acumulada del 32,7%, en gran parte explicada, como el resto de los indicadores analizados, por la contabilización a valor razonable de los inmuebles. Dado que, además, las ventas de inversiones inmobiliarias deben registrarse contablemente por el resultado obtenido, el aumento de los precios ha repercutido favorablemente sobre el margen en 2006 y en el primer semestre de 2007. Por otra parte, la participación de algunas empresas de la construcción en el sector eléctrico ha permitido la inclusión de mayores beneficios contables a partir de 2005.
- **Servicios:** Las empresas de este sector han experimentado una subida constante en el margen de sus negocios. La aportación a los resultados de las sociedades adquiridas en la zona del euro dentro del subsector de comunicaciones en 2006 y plusvalías no recurrentes por la venta de alguna filial durante el primer semestre de 2007 han contribuido a explicar el que supere el 15% de margen en los periodos mencionados.

4.1.2 La rotación de las inversiones

Este indicador refleja el número de veces que las inversiones de las sociedades han sido recuperadas en cada periodo a través de la cifra de ventas reconocidas contablemente por el grupo consolidado. Por tanto, permite evaluar el ritmo y plazo de recuperación de las inversiones efectuadas a través de la cifra de negocio.

En el cuadro 5 se presenta la evolución de este indicador en el periodo analizado. En este análisis no se han incluido a las entidades de crédito por la distinta naturaleza de su cuenta de resultados y de la composición de su balance.

Rotación de las inversiones		CUADRO 5		
	2004	2005	2006	1S 2007
Energía	0,68	0,82	0,83	0,72
Industria	1,23	1,36	1,40	1,44
Construcción e inmobiliaria	0,71	0,69	0,48	0,38
Servicios	0,66	0,74	0,71	0,63
Total agregado	0,73	0,82	0,75	0,64

Fuente: elaboración propia.

Como se observa, la rotación de las inversiones a partir de 2005 ha disminuido en el conjunto de los sectores no financieros. A ello ha contribuido el fuerte crecimiento de las inversiones destacando los crecimientos del 32% en 2006 y del 27% en el primer semestre de 2007, motivados en gran medida por

operaciones corporativas de expansión geográficamente situadas fundamentalmente dentro de la Unión Europea. El análisis sectorial sugiere los siguientes comentarios:

- **Energía:** La caída de los ingresos en el primer semestre de 2007 de un 4,6% se debe fundamentalmente a la reducción transitoria del precio del crudo que se tradujo en una menor rotación al cierre de dicho periodo, si se compara con los años 2005 y 2006. Además, cabe citar el crecimiento de las rotaciones en 2005, por el aumento del 32% de las ventas en las compañías eléctricas, debido a la baja pluviosidad, el incremento de la demanda y la recuperación económica en Latinoamérica.
- **Industria:** En este sector se ha producido un aumento continuado del indicador hasta alcanzar una rotación del 1,4 a junio de 2007. Los subsectores de metálicas básicas y transformadoras de metales, a pesar del esfuerzo inversor de 2006 con crecimientos por encima del 30%, han conseguido mantener o elevar las rotaciones debido al buen comportamiento de la demanda final de sus productos.
- **Construcción e inmobiliaria:** La estrategia de diversificación del riesgo de las constructoras mediante la inversión en nuevos negocios, sobre todo en energía eléctrica, y el crecimiento concéntrico de las inmobiliarias sobre otras empresas del sector, han supuesto que las inversiones existentes en 2005 se hayan multiplicado por tres si se comparan con las acumuladas a junio de 2007 motivando la ralentización de su rotación a través de la cifra de ingresos cuyo crecimiento se había situado en el 23,4% en 2006 y en el 14,8% en el primer semestre de 2007.
- **Servicios:** Debido a la estrategia de expansión de las empresas de telefonía, la recuperación de las inversiones a través de la cifra de ventas se ha resentido ligeramente en 2006 y en el primer semestre de 2007. En el año 2006, la tasa de variación de las nuevas inversiones alcanzó un crecimiento del 49% mientras que los ingresos subían el 41,5%.

4.2 El apalancamiento financiero

El apalancamiento financiero a los efectos de este artículo se ha definido como el número de veces que supone la deuda sobre el patrimonio neto de la entidad consolidada y permite evaluar el efecto multiplicador en el ROE de la diferencia entre el ROI y el coste de la deuda cuando la misma es positiva o el efecto reductor en el ROE cuando el diferencial aludido es negativo.

En el cuadro 6 aparece la evolución agregada y sectorial de este indicador:

Apalancamiento financiero

CUADRO 6

	2004	2005	2006	1S 2007
Energía	1,62	1,53	1,40	1,37
Industria	1,15	1,18	1,10	1,03
Construcción e inmobiliaria	2,13	2,22	2,87	3,06
Servicios	2,28	2,27	2,68	2,90
Entidades de crédito	17,12	17,32	16,43	16,36
Total agregado	8,44	8,45	8,40	8,11

Fuente: elaboración propia.

Durante el periodo objeto de estudio, el apalancamiento se ha situado de modo estable en torno a ocho veces. En consecuencia, el incremento de la deuda en el citado periodo se habría visto compensado por el aumento del patrimonio neto. No obstante, esta evolución esta condicionada por el comportamiento del sector financiero. Si se prescindie de las entidades de crédito, el apalancamiento sube de forma moderada pero constante a partir de 2005. Del análisis sectorial se obtienen los siguientes comentarios adicionales:

- **Energía:** El apalancamiento ha tenido una tendencia a la baja en el periodo considerado con una tasa anual acumulada que disminuye el 5,6%. El efecto “palanca” en las empresas eléctricas superan la media del sector energético debido a su elevado esfuerzo inversor financiado fundamentalmente con deuda, más acusado en la primera mitad de 2007.
- **Industria:** El nivel de apalancamiento en la industria es el menor de los sectores considerados. La tendencia en el periodo analizado ha sido, además, hacia su reducción alcanzando prácticamente la unidad al finalizar el primer semestre de 2007. Los buenos resultados empresariales obtenidos, destacando 2006 y primer semestre de 2007, que se han traducido en ganancias acumuladas han permitido financiar en parte las inversiones en ambos periodos reduciendo de este modo la proporción de deuda sobre el patrimonio neto del sector.
- **Construcción e inmobiliaria:** Es el sector más apalancado dentro de los no financieros, destacando su aumento en 2006 y la primera mitad de 2007, hasta alcanzar una deuda que supone tres veces el patrimonio neto. La financiación de las fuertes inversiones realizadas desde el subsector de la construcción hacia el sector de la energía y alguna operación de crecimiento concéntrico internacional explican en gran medida esta evolución. A su vez, algunos de los procesos de concentración empresarial de 2006 en el subsector inmobiliario han tenido un impacto directo en el aumento de la financiación ajena y, en consecuencia, en el apalancamiento.
- **Servicios:** El aumento del apalancamiento se produce en 2006 y primer semestre de 2007. Destaca el subsector de las sociedades concesionarias que han tenido que elevar su financiación para realizar sus últimas adquisiciones corporativas. Además, el subsector de comunicaciones mantiene niveles de apalancamiento superiores a la media del sector aunque si se consideran los indicadores habituales de cobertura de la deuda (deuda/ebitda y ebit/gastos financieros) obtiene datos más favorables.

- **Entidades de crédito:** Por la naturaleza de sus negocios es el sector tradicionalmente más apalancado. En los datos contables obtenidos se observa un menor apalancamiento si se comparan los pasivos de 2005 que ascendían al 95% del total del balance contable, con el primer semestre de 2007, que suponían el 94%, ganando peso el patrimonio neto frente al resto del pasivo. La financiación de operaciones de adquisición de otras entidades de crédito con recursos propios, ha influido en el crecimiento del patrimonio neto y en la disminución del apalancamiento desde 2006.

4.3 El coste de la deuda

Para completar el análisis se ha incluido el coste de la deuda neto del efecto fiscal. Además, se aporta el diferencial entre la rentabilidad de las inversiones (ROI) y el coste de la deuda neto del efecto fiscal. Ambos indicadores aparecen reflejados en los cuadros 7 y 8 respectivamente.

Coste de la deuda neta del efecto fiscal				CUADRO 7
	2004	2005	2006	1S 2007
Energía	3,06%	3,42%	3,15%	2,99%
Industria	2,87%	3,10%	3,47%	3,61%
Construcción e inmobiliaria	3,02%	3,34%	3,27%	4,20%
Servicios	4,37%	3,99%	4,54%	3,83%
Entidades de crédito	1,29%	2,00%	1,98%	2,50%
Total agregado	1,50%	2,12%	2,20%	2,62%

Fuente: elaboración propia.

Diferencial: ROI - Coste de la deuda neta del efecto fiscal				CUADRO 8
	2004	2005	2006	1S 2007
Energía	4,61%	6,80%	6,42%	6,06%
Industria	6,35%	5,91%	8,15%	8,38%
Construcción e inmobiliaria	4,55%	4,99%	6,85%	5,32%
Servicios	4,75%	6,54%	6,26%	6,32%
Entidades de crédito	0,65%	0,83%	0,98%	1,04%
Total agregado	1,45%	1,83%	2,04%	2,08%

Fuente: elaboración propia.

Tal y como se observa en el cuadro 7, a lo largo del periodo se produce una subida gradual del coste de la deuda en línea con la propia evolución de los tipos de interés. Como consecuencia, aumenta el gasto financiero en las cuentas de resultados consolidadas. No obstante, cabe destacar que el ROI en todos los sectores ha superado con cierta holgura el coste de la deuda. Por sectores cabe destacar lo siguiente:

- **Energía:** El coste se ha situado por encima del 3% en el periodo 2004 a 2006, sin haber experimentado grandes oscilaciones. Cabe señalar que en el primer semestre de 2007 se ha observado un incremento de la deuda del sector en un 34% respecto de 2006 por la financiación de una adquisición

corporativa lo que podría redundar en el futuro próximo en un ligero repunte del coste de la deuda del sector.

- **Industria:** En este sector el coste de la deuda crece desde 2005 de manera mucho más moderada que el ROI. En todo caso, cabe considerar que el coste de la deuda neto del efecto fiscal se ha situado al final del primer semestre de 2007 por encima del 3,6% cuando en 2004 estaba por debajo del 2,9%, lo que implica (ceteris paribus) un aumento directo en los gastos financieros de las compañías industriales que han ralentizado el efecto positivo sobre la rentabilidad de la expansión de la demanda.
- **Construcción e inmobiliaria:** El diferencial del ROI respecto del coste de la deuda neto del efecto fiscal, que aumento en 2006 un 1,8% respecto de 2005, desciende en el primer semestre de 2007 en un 1,5%, corroborando de nuevo los signos de cierto agotamiento de la fase de crecimiento del sector.
- **Servicios:** El importante incremento de la deuda en las empresas de comunicaciones en 2006, (entorno al 64%) debido a la financiación de varias adquisiciones condiciona la evolución del coste de la deuda del sector servicios. No obstante, el diferencial entre el ROI y el coste de la deuda neto del efecto fiscal se ha mantenido por encima del 6%.
- **Entidades de crédito:** Las entidades de crédito han visto prácticamente doblar sus costes, en relación con sus pasivos, desde el 1,3% en 2004 hasta el 2,5% en el primer semestre de 2007. El diferencial entre el ROI y dicho coste, sin embargo, ha tenido una subida continuada en el periodo objeto de estudio, como consecuencia de la continuada expansión de la demanda de crédito.

5 Conclusiones

En el periodo que va desde 2004 hasta el primer semestre de 2007 la rentabilidad de las sociedades cotizadas ha mostrado un comportamiento muy favorable. Todo ello a pesar del efecto adverso del encarecimiento del precio del petróleo desde 2004 y la subida de los tipos de interés desde 2005.

En particular, para el conjunto de las sociedades cotizadas la rentabilidad sobre el patrimonio neto (ROE) ha ido aumentando año a año hasta alcanzar un 22% en el primer semestre de 2007. Los diferentes componentes del ROE (ROI, apalancamiento y el diferencial del ROI y el coste de la deuda) han mantenido un comportamiento positivo en todo el periodo objeto de análisis, si bien en el intervalo más reciente el ROI cede algo a pesar del aumento del margen de los ingresos, por la menor rotación de las inversiones.

Esta evolución positiva de la rentabilidad ha afectado a todos los sectores, aunque la rentabilidad de las compañías inmobiliarias cotizadas han mostrado durante 2006 y el primer semestre de 2007 signos de desaceleración. Asimismo, cabe

resaltar la sólida trayectoria del sector industrial con una mejora paulatina de los distintos indicadores de rentabilidad analizados.

Finalmente, en el estudio efectuado se ha puesto de manifiesto el aumento del tamaño empresarial de las grandes sociedades cotizadas en los últimos ejercicios fundamentalmente a través de combinaciones de negocios cuyos efectos sobre la rentabilidad se irán manifestando en ejercicios venideros.

Apéndice

Para facilitar la interpretación de los resultados obtenidos se han incluido las definiciones adoptadas para obtener algunos datos utilizados en el estudio realizado:

- El resultado del periodo utilizado para el ROE es el obtenido por el grupo después de impuestos e incluye los resultados de las operaciones continuadas y las interrumpidas. El resultado del periodo utilizado para el ROI, es el anterior, pero antes de intereses netos del efecto fiscal.
- El tipo impositivo (t) utilizado es el efectivamente soportado por la sociedad para obtener el gasto contable por el impuesto sobre sociedades.
- El coste de la deuda (i) se calcula con los gastos financieros y el endeudamiento. Posteriormente y para compararlo con el ROI se considera su efecto fiscal.
- El patrimonio neto utilizado incluye los intereses minoritarios y descuenta las acciones propias tal y como establecen las NIIF adoptadas por la UE.
- Las magnitudes de balance (patrimonio neto, PN; inversiones; endeudamiento, D) que se integran en los indicadores se calculan por la semisuma de los saldos al inicio y al final de cada periodo, excepto en 2004, al no disponer de datos al principio de dicho periodo.
- Las magnitudes de la cuenta de resultados para el periodo del primer semestre de 2007 se han anualizado extrapolando sus importes a todo el ejercicio para permitir la comparabilidad con el resto de periodos.
- Para las sociedades de los sectores no financieros, las inversiones equivalen al total de los activos menos los pasivos corrientes que no tienen interés explícito, y el indicador de endeudamiento no incluye estos pasivos.
- Para el sector de entidades de crédito se han aplicado los siguientes criterios: las inversiones equivalen a los activos, el endeudamiento a los pasivos, los ingresos son los intereses y rendimientos asimilados y los rendimientos de instrumentos de capital y los gastos financieros son los intereses y cargas asimiladas que forman parte del margen de intermediación.

Evolución de las Instituciones de Inversión Colectiva en España

Francisco Castellano Cachero (*)

(*) Francisco Castellano Cachero pertenece a la Dirección de Supervisión de la CNMV.

1 Introducción

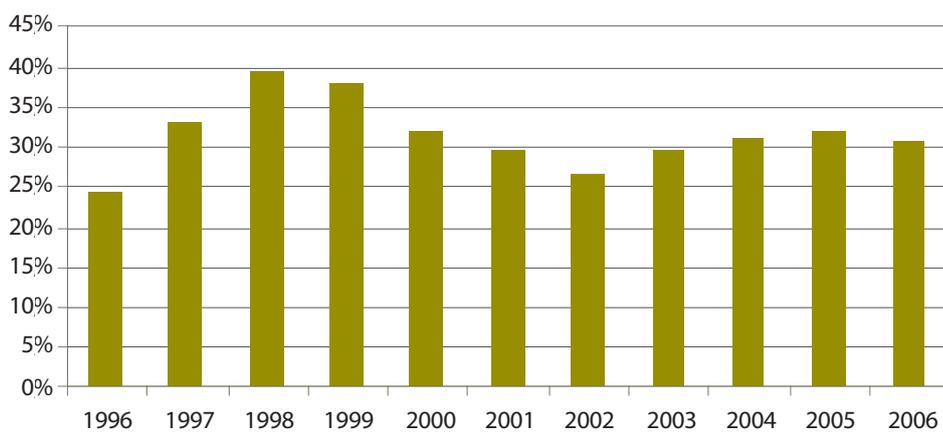
Las instituciones de inversión colectiva (IIC) gestionan en España activos financieros por un volumen que, en promedio, representa el 30% del producto interior bruto, lo que muestra el elevado tamaño de este sector. De hecho, si se compara con los principales países europeos, España es el segundo en patrimonio sobre el PIB después de Francia.

La demanda de los servicios proporcionados por las gestoras de IIC se ha visto condicionada en la segunda parte de 2007 por la situación de los mercados financieros, que ha tendido a favorecer productos alternativos como los depósitos. Ello se ha producido en un entorno en el que los cambios fiscales aprobados recientemente han reducido algo el atractivo relativo de las participaciones en fondos de inversión. Por ello, parece un buen momento para pasar revista a la evolución reciente de la industria, con objeto de obtener una referencia sobre la situación con la que afronta los cambios producidos en el entorno económico y financiero relevante.

En el presente artículo se describe la evolución reciente de las IIC, centrándose principalmente en las características y magnitudes más significativas de los fondos de inversión, que es la figura de inversión colectiva que aglutina más del 80% del volumen total del sector, y en los posibles retos a los que se podrían enfrentar. De hecho, la sección segunda de este trabajo se destina íntegramente a este subsector. En la sección tercera se describe de modo sucinto la evolución de otras categorías de IIC y la sección cuarta recoge algunas conclusiones generales.

Porcentaje del patrimonio de los fondos sobre el PIB español

GRÁFICO 1



Fuente: elaboración propia.

2 Fondos de inversión

Para el estudio de la persistencia se utiliza el análisis de regresiones de resultados obtenidos en años consecutivos y las tablas de contingencia. Algunos autores, como Grinblatt y Titman (1992), realizaron regresiones con datos de *performance* de diez años divididos en dos grupos de cinco años (divididos cronológicamente y de

2.1 Patrimonio, partícipes y número de fondos

En el cuadro 1 se recoge la evolución de las principales magnitudes de los fondos de inversión (FI) en los años 2001-2007. En primer lugar se observa que el volumen de partícipes se ha mantenido durante este periodo entre los 6,5 y 8,5 millones¹ de personas (físicas y jurídicas), habiendo presentado una evolución positiva desde septiembre de 2002 hasta el segundo trimestre de 2007, momento a partir del cual se produce un cambio de tendencia, motivada por la situación actual del mercado, lo que ha supuesto una caída del 3,31% en el tercer trimestre del presente ejercicio.

Distribución de los partícipes y del patrimonio según la naturaleza de los partícipes

CUADRO 1

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007		
							I	II	III
PARTÍCIPES	7.454.374	7.090.418	7.617.566	7.880.076	8.450.164	8.637.790	8.741.054	8.757.377	8.467.203
Personas físicas	7.295.612	6.929.757	7.431.310	7.666.310	8.202.638	8.389.301	8.490.813	8.499.732	8.216.426
Variación		-5,01%	7,24%	3,16%	7,00%	2,28%	1,21%	0,11%	-3,33%
% sobre Total	97,87%	97,73%	97,55%	97,29%	97,07%	97,12%	97,14%	97,06%	97,04%
Personas jurídicas	158.762	160.661	186.256	213.766	247.526	248.489	250.241	257.645	250.777
Variación		1,20%	15,93%	14,77%	15,79%	0,39%	0,71%	2,96%	-2,67%
% sobre Total	2,13%	2,27%	2,45%	2,71%	2,93%	2,88%	2,86%	2,94%	2,96%
PATRIMONIO	181.301	174.735	210.627	236.088	262.201	270.431	273.542	277.353	269.907
(millones de euros)									
Personas físicas	143.059	134.564	156.350	172.069	193.949	201.411	202.506	204.173	200.125
Variación		-5,94%	16,19%	10,05%	12,72%	3,85%	0,54%	0,82%	-1,98%
% sobre Total	78,91%	77,01%	74,23%	72,88%	73,97%	74,48%	74,03%	73,62%	74,15%
Personas jurídicas	38.242,16	40.171,15	54.277,59	64.019,50	68.252,30	69.020,30	70.934,32	72.579,10	69.782,53
Variación		5,04%	35,12%	17,95%	6,61%	1,13%	2,77%	2,32%	-3,85%
% sobre Total	21,09%	22,99%	25,77%	27,12%	26,03%	25,52%	25,93%	26,17%	25,85%
NUMERO	2.599	2.538	2.554	2.620	2.723	2.850	2.885	2.921	2.947
Variación		-2,35%	0,63%	2,58%	3,93%	4,66%	1,23%	1,25%	0,89%

Fuente: elaboración propia.

La evolución de los patrimonios de los fondos también ha sido creciente desde comienzos de 2003, experimentando incrementos superiores a los dos dígitos en el periodo 2003-2005 gracias a las elevadas ganancias de los mercados bursátiles. Posteriormente el crecimiento se ha ido ralentizando hasta el tercer trimestre de 2007 en el que se produce la primera caída patrimonial que representa una variación negativa del 2,68% respecto al patrimonio total del anterior trimestre.

¹ Las cifras de partícipes incluyen duplicidades que no son posibles de cuantificar derivadas de la existencia de inversores que son partícipes en más de un fondo.

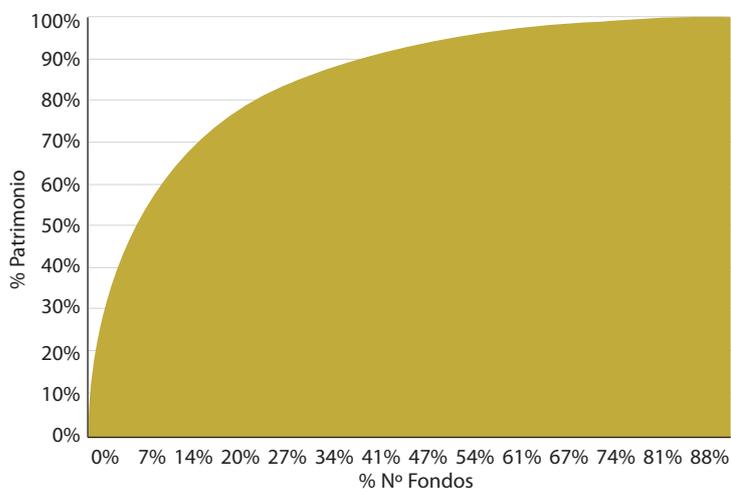
La evolución del número de fondos registrados ha sido expansiva desde el año 2003, con crecimientos inferiores al 5%. Este dato podría indicar la madurez de este sector, en el que se han producido diferentes operaciones de integración: fusiones de fondos de la misma gestora con el objeto de obtener economías de escala a través de la gestión de grandes patrimonios, fusiones de entidades ó grupos financieros con la consiguiente desaparición de entidades gestoras y sus fondos, cambios de las políticas inversoras de los fondos ya existentes frente a la constitución de otros nuevos, etc. En todo caso, la creación de fondos corresponden en su mayoría a garantizados de renta fija y variable así como de fondos con políticas “alternativas”, principalmente dinámicos y de gestión basada en valor en riesgo (conocidos como fondos “VAR”).

2.1.1 Distribución por número de fondos y categorías de inversión

Como se puede observar en el gráfico 2, en septiembre de 2007, el 80% del patrimonio de los fondos se encuentra concentrado en tan solo un 24% de los fondos (705 de los 2948 inscritos). Esto demuestra la gran atomización del sector, en los que existen muchos fondos pero con patrimonios muy bajos. Este patrón no se produce en otros países de la Unión Europea, ya que en estos se ha extendido el concepto de fondo ó sociedad por compartimentos. Sin embargo, en España, hasta que no finalicen los desarrollos normativos necesarios para regular este figura, para poder ofrecer políticas idénticas en las que la única diferencia sea, por ejemplo, las comisiones aplicadas es necesario crear un fondo nuevo. .

Patrimonio de los fondos por número de fondos en %

GRÁFICO 2



Fuente: elaboración propia.

El cuadro 3 informa de las categorías de políticas de inversión que concentran mayores volúmenes patrimoniales. Así, los fondos de renta fija a corto plazo (entre los que se integran también los fondos monetarios ó antiguos FIAMM) suman casi el 40% del patrimonio de los fondos y representan tan solo el 13% del número de fondos inscritos. Si consideramos también los fondos garantizados y los globales que tienen también políticas muy conservadoras ya que su gestión se basa en limitar las pérdidas que puede asumir el fondo anualmente (son conocidos como fondos VAR, gestión dinámica con protección del capital, etc.) pasarían a

representar más del 65% del patrimonio total de los fondos. Por tanto, los inversores muestran una elevada aversión al riesgo, al invertir mayoritariamente en fondos conservadores ó de bajo riesgo.

Distribución por política de inversión

CUADRO 3

	% Nº fondos s/total	% patrimonio s/totalPARTÍCIPES
Renta fija corto plazo	12,75%	39,74%
Garantizado renta variable	20,01%	15,89%
Fondo global	15,57%	12,57%
Garantizado renta fija	8,18%	5,86%
Renta variable euro	4,14%	3,64%
Renta variable nacional	4,10%	3,21%
Renta fija mixta	4,68%	3,19%
Renta variable Europa	2,41%	3,13%
Renta fija largo plazo	5,33%	3,06%

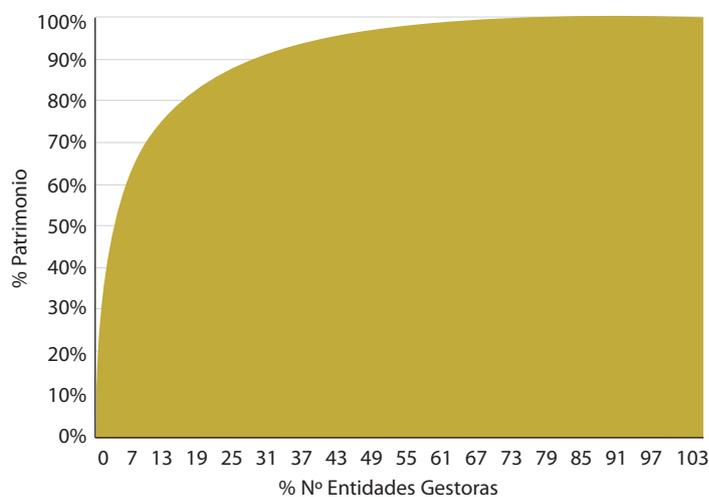
Fuente: elaboración propia.

2.1.2 Distribuciones patrimoniales por entidades gestoras y grupos financieros

En el gráfico 3 se muestra la distribución por entidad gestora. Se observa que una única entidad gestiona más del 20% del patrimonio de los fondos y las cinco primeras más del 50%.

Patrimonio sobre número de entidades gestoras en %

GRÁFICO 3



Fuente: elaboración propia.

A su vez, si se agrupan los patrimonios gestionados por las entidades en función del tipo de grupo financiero al que pertenecen (cuadro 4), los bancos y cajas de ahorros gestionan más del 90% del patrimonio de los fondos. A este respecto, si se compara la evolución entre 2001 y 2006, los bancos han perdido cerca de un 3% de cuota de mercado frente a lo que han ganado las cajas de ahorro.

Distribución por grupo financiero

CUADRO 4

	Diciembre 2001	Diciembre 2006
Bancos	65,5%	62,9%
Cajas de ahorros	25,5%	28,2%
Sociedades y agencias de valores	4,0%	4,3%
Compañías de seguros	3,1%	2,6%
Otros	1,9%	2,0%

Fuente: elaboración propia.

De este modo la industria de los FI se encuentra relativamente concentrada y fuertemente ligada a las entidades de crédito.

2.1.3 Distribución por tipo de partícipe

Durante el periodo 2001-2007, entre el 21%-27% del volumen patrimonial se encuentra en manos de personas jurídicas, las cuales representan tan solo el 3% aproximadamente del número de partícipes. Dentro de esta categoría de inversores se encontrarían los fondos de pensiones, las compañías de seguro, y las propias IIC. Es decir, inversores que por su naturaleza podrían dar cierta estabilidad a los patrimonios de los fondos.

En el caso de las inversiones realizadas por las IIC en otros fondos españoles, habría que tener en cuenta que se estaría produciendo una duplicidad de las verdaderas inversiones monetarias realizadas por las personas físicas y jurídicas, ya que cuando un fondo invierte en otro, la entrada de dinero procedente del exterior del sector de la inversión colectiva tan solo se produce una vez (en el fondo inversor). Sin embargo, en los datos patrimoniales reflejados en el cuadro 1 anterior se estaría computando dos veces dicha inversión monetaria, tanto, en el fondo inversor como en el fondo subyacente. Por ejemplo, dichas duplicidades se darán sobre todo en los fondos de fondos.

Así, en septiembre de 2007, existen 3.150 IIC (1.341 fondos y 1.809 SICAV ó sociedades) que representan el 0,04% del total de partícipes (1,26% del total partícipes personas jurídicas), pero que sin embargo, mantienen inversiones en fondos por un volumen total de 20.676,14 millones de euros (19.696,08 por parte de los FI y 980,63 por parte de las SICAV). Por tanto, el verdadero patrimonio proveniente de inversiones realizadas por partícipes ajenos a los FI sería de 250.201,99 millones de euros, es decir, un 7,3% inferior al volumen total de patrimonio publicado.

2.2 Materialización de las inversiones

En el cuadro 5 se presenta la evolución de las inversiones de contado mantenidas por los FI en los últimos años, agrupadas por diferentes tipos ó categorías de activos.

El efectivo y los depósitos representan un porcentaje muy poco significativo del total del patrimonio de los fondos, aunque han experimentado un importante crecimiento en el último año, 5,42%, alcanzando los 14.620 millones de euros, como consecuencia de las mayores inversiones realizadas en depósitos a plazo.

Materialización de las inversiones

CUADRO 5

(millones de euros)	Diciembre 2004		Diciembre 2005		Diciembre 2006		Septiembre 2007	
PARTIDAS DE BALANCE	Importe	%s/total	Importe	%s/total	Importe	%s/total	Importe	%s/total
Efectivo y depósitos	6.506,5	2,76%	8.207,5	3,13%	10.462,9	3,87%	14.620,2	5,42%
Inversión en cartera	230.212,7	97,24%	255.273,6	97,00%	260.002,9	96,43%	255.004,4	94,60%
Cartera interior	113.896,9	48,24%	123.200,2	46,99%	126.726,8	46,87%	136.394,7	50,53%
Acciones	9.578,3	4,06%	11.602,1	4,42%	13.806,8	5,11%	12.568,5	4,66%
Participaciones en FI	16.782,6	7,11%	17.255,9	6,58%	17.322,8	6,41%	19.631,3	7,27%
Activos monetarios públicos	4.434,9	1,88%	4.149,4	1,58%	2.887,7	1,07%	2.329,6	0,86%
Otros valores de renta fija pública	11.422,9	4,84%	10.088,7	3,85%	9.891,6	3,66%	9.488,6	3,52%
Activos monetarios privados	19.735,9	8,36%	26.850,7	10,24%	28.483,2	10,53%	35.553,4	13,17%
Otra renta fija privada	14.235,6	6,03%	18.835,6	7,18%	23.105,3	8,54%	24.363,4	9,03%
Adquisición temporal de activos	37.706,7	15,97%	34.417,8	13,13%	31.229,4	11,55%	32.459,7	12,03%
Cartera exterior	113.527,3	48,09%	127.751,7	48,72%	127.611,8	47,19%	112.495,0	41,68%
Acciones	12.056,6	5,11%	15.944,6	6,08%	18.761,0	6,94%	19.628,0	7,27%
Participaciones en FI	13.761,5	5,83%	20.381,6	7,77%	28.905,7	10,69%	21.086,3	7,81%
Renta fija	87.709,2	37,15%	91.425,5	34,87%	79.945,1	29,56%	71.780,6	26,59%
Otras Inversiones	2.157,6	0,91%	3.041,3	1,29%	5.605,8	2,37%	5.633,0	2,39%

Fuente: elaboración propia.

Respecto a las inversiones de cartera, los porcentajes invertidos en el mercado español se sitúan en el 50% del total de patrimonio gestionado, correspondiendo un 39% aproximadamente a activos de renta fija y el 11% restante a acciones y participaciones en otros fondos españoles.

Los más de 12 mil millones de euros invertidos en renta variable española representan tan sólo un 2,08% de la capitalización bursátil del Ibex-35², lo que muestra la baja participación de los FI en el capital de las compañías cotizadas.

Sin embargo, tanto en el caso de las adquisiciones temporales de activos (ó repos) como en algunos tipos de inversiones de renta fija, los volúmenes mantenidos por los fondos sí que podrían considerarse significativos respecto al total de saldos vivos.

Así, los más de 32 mil millones de euros invertidos en repos representa el 37,5% del total de cesiones temporales de activos realizadas por las entidades de crédito³.

En el cuadro 6 se aporta un mayor detalle de las inversiones de renta fija española mantenidas por los FI a septiembre de 2007. Los pagarés de empresa admitidos a negociación en AIAF son los que concentran el mayor volumen, más de 32 mil millones de euros, lo que representa el 12% del patrimonio de los fondos y el 33% del total de emisiones de pagarés admitidos a negociación en AIAF.

Otro tipo de activo en el que se invierte un volumen significativo, más de 12 mil millones de euros, es el de las emisiones de fondos de titulización de activos e hipotecaria. En concreto, en titulizaciones hipotecarias habría aproximadamente 8,1 mil millones de euros y 4,3 mil millones de euros en titulizaciones de activos.

² Datos a 30 de septiembre de 2007 en la que la capitalización bursátil del IBEX-35 fue de 602.814 millones de euros.

³ Estadísticas de Banco de España: 86.901 millones de euros en cesiones temporales de activos.

Inversiones de renta fija española de los FI sobre el total emitido

CUADRO 6

(millones de euros)	Inversiones de los fondos	% sobre el patrimonio de los fondos	Saldos vivos emitidos en AIAF	% sobre total emitido
Pagarés de empresa	32.582	12,08	97.795,9	33
Bonos y obligaciones	11.706	4,34	142.655,3	8,21
Bonos de titulización hipotecaria y de activos	12.664,63	4,69	297.196,9	4,26

Fuente: elaboración propia.

En el caso de las inversiones en el exterior, destacan las realizadas en activos de renta fija, por un volumen superior a los 71 mil millones de euros, lo que representa el 27% del total del patrimonio de los fondos. De estos, 31 mil millones aproximadamente, corresponde a renta fija pública y unos 11 mil millones a emisiones de titulización hipotecaria y de activos.

Tras los acontecimientos ocurridos desde julio de 2007, originados por la crisis de las hipotecas *sub prime* (en Estados Unidos, los mercados de crédito globales, entre otros los de renta fija privada se enfrentan a problemas de liquidez. Por otro lado, hasta el momento se han producido efectos opuestos en las emisiones de renta fija pública y en las de renta fija privada. En el caso de las emisiones de renta fija pública, que representan aproximadamente el 16% del patrimonio de los fondos (considerando tanto la española como la extranjera), su demanda se ha incrementado, y ello ha elevado sus precios, como consecuencia de la sustitución de activos con riesgo por activos seguros.

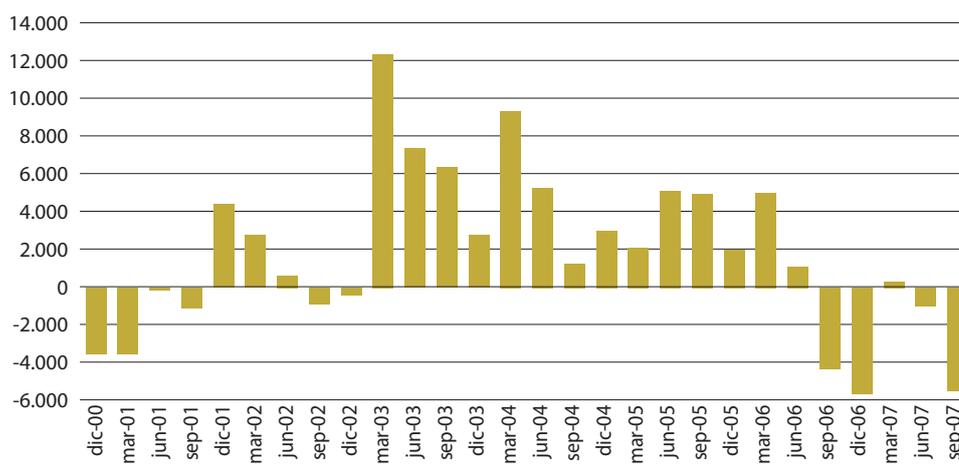
Sin embargo, en el caso de las emisiones de renta fija privada, sobre todo en aquellas con plazos de vencimiento medio-largo, que representan aproximadamente el 24% del patrimonio de los fondos, se han producido dos efectos adversos. De una parte, se ha observado un incremento generalizado de las primas de riesgo, entre 25 y 100 puntos básicos, dependiendo del tipo de emisor, *rating*, o plazo de vencimiento, lo que se traduce en una caída de precio del activo. Por otro lado, se ha producido una reducción generalizada de la liquidez de este tipo de activos, lo que ha reducido su valor.

2.3 Evolución de entradas/salidas netas patrimoniales

Como se puede observar en el gráfico 4, a partir de marzo de 2006 se produce un cambio de tendencia en la evolución patrimonial de los FI, ya que tras crecimientos significativos en ejercicios anteriores, se pasa a una situación de elevadas salidas netas destacando los 5.633 millones de euros en el último trimestre de 2006 y los 5.486 millones de euros del tercer trimestre de 2007. En términos porcentuales, estas salidas netas representan aproximadamente el 2% de la masa patrimonial de los fondos.

Evolución trimestral de entradas/salidas netas patrimoniales. 2000-2007 GRÁFICO 4

millones de euros



Fuente: elaboración propia.

Esta evolución puede estar condicionada por el cambio fiscal que entró en vigor el 1 de enero de 2007 en el impuesto sobre la renta de las personas físicas. A partir de ese momento las plusvalías generadas a más de un año tributan al 18% frente al tipo del 15% vigente con anterioridad. Por otra parte, y este es quizá el cambio más significativo, se igualó la tributación de la rentabilidad obtenida por cualquier tipo de ahorro financiero, lo que eliminó la ventaja fiscal que tradicionalmente han mantenido las participaciones en FI sobre los depósitos.

Desde el verano de 2007, la tendencia al aumento de los reembolsos se agudizó como consecuencia del efecto de la crisis hipotecaria sobre las condiciones de financiación de las entidades de crédito. Así, para poder seguir financiando la actividad crediticia, las entidades financieras han realizado desde el tercer trimestre de 2007 grandes campañas de captación de depósitos en los que se ofrecen unas rentabilidades muy atractivas.

Como se muestra en el cuadro 7 el crecimiento de los depósitos en los últimos años ha sido muy pronunciado, superior a los dos dígitos en términos porcentuales, y de más de 75.047 millones de euros a lo largo de 2007. Asimismo, en términos de rentabilidad, los depósitos a plazo han presentado en promedio un crecimiento muy significativo en los dos últimos años, lo que han supuesto una gran competencia para los fondos monetarios, para los de renta fija garantizados ó no y algunos globales con perfil de riesgo muy conservador.

Evolución de los depósitos

CUADRO 7

	2004	2005	2006	sep-07
RENTABILIDAD				
Tipo pasivo de referencia de las cajas de ahorro ¹	-	1,875%	2,875%	3,63%
VOLUMEN DE INVERSIÓN (millones de euros)	623.749	732.471	884.995	960.042
Variación	13,95%	17,43%	20,82%	8,48%

¹ También conocido como Indicador de referencia de CECA se define como el noventa por ciento de la media aritmética, (eliminando los valores que se separen en ± 2 veces la desviación típica) de las imposiciones nominativas y certificados de depósito no emitidos al descuento, iniciados o renovados en el mes, por plazo igual o superior a un año e inferior a dos.

Fuente: elaboración propia.

Por último, durante el tercer trimestre de 2007 los reembolsos se han visto también adelantados por los incrementos en las primas de riesgo y por la reducción de liquidez de los instrumentos más afectados por la crisis, que han ocasionado pérdidas en los fondos expuestos a estos activos. Los efectos de estas tensiones se han notado en toda Europa, que sufrió el pasado mes de septiembre la mayor pérdida de patrimonio de toda la historia, unos 70.000 millones de euros⁴.

3 Otras Instituciones de Inversión Colectiva

En este apartado se realiza un pequeño repaso de la evolución de otras figuras de inversión colectiva que podrían entrar en competencia con los fondos al suponer una alternativa de inversión, bien por el tipo de inversor al que se dirige, ó bien porque tienen una naturaleza diferente en cuanto a sus objetivos de inversión.

3.1 Sociedades de inversión de capital variable (SICAV)

Las SICAV han sido desde su creación el vehículo de inversión utilizado por los inversores con grandes patrimonios para que se realizara una gestión prácticamente exclusiva de su cartera de inversiones financieras, existiendo por ello departamentos e incluso entidades gestoras especializadas en ofrecer estos servicios de banca privada.

En los años 90 y comienzos de 2000 el crecimiento de esta figura fue muy significativo. Así, entre 2000 y 2002 las inscripciones de SICAV superaban los dos dígitos en porcentaje de variación (en 2001 el incremento fue por ejemplo del 40,15%), pasando a gestionar activos, a septiembre de 2007, por un volumen de más de 32 mil millones de euros.

Sin embargo, aunque el número de SICAV (3.124) sea superior al de fondos (2.947), en términos patrimoniales existe una gran lejanía, ya que los volúmenes gestionados por estas sociedades tan solo representan el 12% del patrimonio total de los fondos.

Principales magnitudes de las sociedades de inversión (*)

CUADRO 8

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Sept. 2007
VOLUMEN DE INVERSIÓN								
(millones de euros)	12.494,6	16.605,8	16.125,6	19.438,1	22.923,7	25.488,9	28.922,8	32.360,1
Variación		32,9%	-2,89%	20,54%	17,93%	11,18%	13,76%	11,61%
Nº DE INSTITUCIONES	1.507	2.112	2.566	2.763	2.962	2.989	3.049	3.124
Variación		40,15%	21,5%	7,68%	7,20%	0,91%	2,01%	2,46%

(*) Sociedades que han remitido estados reservados (no incluye por tanto aquellas en proceso de disolución o liquidación).

Fuente: elaboración propia.

⁴ Fuente: periódico "El Confidencial" a partir de información aportada por Lipper .

Por otra parte, desde comienzos de 2005 el crecimiento en el número de entidades registradas, ha sufrido una gran ralentización, situación que podría venir motivada principalmente por la incertidumbre generada por determinadas actuaciones de naturaleza fiscal.

Una de las novedades que introdujo el Real Decreto 1309/2005 por el que se aprobó el Reglamento de la Ley 35/2003 de las IIC, fue la no exigencia de admisión a cotización de las SICAV en un mercado regulado, para poder beneficiarse del régimen fiscal del 1%. Sin embargo, si bien se podrían esperar órdenes de exclusión masivas, lo que en realidad se ha producido es un cambio del mercado ó sistema de negociación, pasando a negociar la practica totalidad de estas sociedades al MAB ó Mercado Alternativo Bursátil.

Dicho mercado es un sistema organizado de negociación autorizado y sujeto a supervisión por la CNMV, para la contratación, liquidación, compensación y registro de operaciones que se efectúen sobre acciones y otros valores de IIC, sobre valores e instrumentos emitidos o referidos a entidades de reducida capitalización, y recientemente también sobre las sociedades de capital riesgo.

3.2 Sociedades de capital riesgo

Otro de los vehículos de inversión que está siendo cada vez más utilizado por grandes patrimonios, gracias a los cambios normativos producidos desde finales de 2005, son las sociedades de capital riesgo.

Así, a lo largo de 2006, el número de sociedades de capital riesgo registradas ha pasado de 77 a 101, es decir, se han incrementado en un 31%, cuando en ejercicios anteriores las inscripciones se habían mantenido apenas sin crecimiento. Asimismo, los volúmenes invertidos se han visto incrementados en 1.134 millones de euros, un 38% por encima de los volúmenes gestionados en 2005.

3.3 IIC extranjeras comercializadas en España

Estas instituciones serían el primer competidor de la industria de FI. En los últimos años se ha producido un incremento muy significativo de la actividad de comercialización de IIC extranjeras. Como se puede observar en el cuadro 9, desde diciembre de 2000 hasta el tercer trimestre de 2007, el volumen invertido se ha multiplicado más de cinco veces y el numero de instituciones comercializadas se ha multiplicado por dos. Adicionalmente, si se comparan los volúmenes comercializados con el patrimonio de los FI, han pasado de representar tan un 4% en los años 2001-2003 a un 16,5% en los últimos años 2006-2007.

Principales magnitudes de las sociedades de inversión (*)

CUADRO 9

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007(*)
VOLUMEN DE INVERSIÓN								
(millones de euros)	8.594	7.533	6.538	9.158	17.785	33.614,7	44.102,9	44.506
Variación		-12,3%	-13,2%	40,1%	94,2%	89,3%	31%	0,92%
% s/ patrimonio de los FI		4,15%	3,74%	4,35%	7,53%	12,82%	16,31%	16,49%
Nº DE INSTITUCIONES	170	191	218	233	238	260	340	397
Variación		12,35%	14,14%	6,88%	2,15%	9,24%	30,77%	16,76%

(*)Datos provisionales a septiembre de 2007.

Fuente: elaboración propia.

Diferentes motivos podrían haber explicado este incremento tan significativo de los volúmenes invertidos. Entre otros:

- La creación por parte de varias entidades financieras de plataformas de contratación de fondos extranjeros, lo que ha permitido que los inversores accedan más fácilmente a dicho mercado.
- El acceso a otros mercados, como por ejemplo algunos emergentes, y determinadas gestiones “alternativas” para los que la industria española dispone de una menor oferta.
- Muy vinculado al motivo anterior se encontraría el gran incremento producido en las inversiones realizadas en IIC extranjeras por parte de las IIC españolas, ya que sería la vía de poder ofrecer, con marca española, exposición a otros mercados ó tipos de gestión, pero sin tener que contar con los medios propios necesarios para llevarla a cabo.

Así, en diciembre de 2000 las inversiones en IIC extranjeras por los fondos españoles ascendían tan sólo a 6.864 millones de euros (un 1,72% del patrimonio total de las IIC). Sin embargo, en septiembre de 2007, el volumen invertido por los fondos españoles supera los 23 mil millones de euros (un 7,65% del patrimonio total de las IIC), de los cuales 15 mil millones de euros corresponden a IIC comercializadas en España. Este volumen representa el 34% del volumen total comercializado.

Sin embargo, en 2007 se ha producido una estabilización de las inversiones en IIC comercializados, con un crecimiento hasta septiembre de tan solo el 0,92%, en consonancia con la evolución del patrimonio de los fondos españoles.

Por último, habría que también apuntar que la industria española de fondos continúa estando dirigida al mercado interior, ya que, a diciembre de 2006, tan solo un 2% del patrimonio de los fondos españoles se comercializaba fuera de nuestras fronteras.

Principales magnitudes de IICIL y IICILC

CUADRO 10

Tipo de IIC	Diciembre 2006		Septiembre 2007	
	IICIL ¹	IICILC ²	IICIL ¹	IICILC ²
VOLUMEN DE INVERSIÓN (millones de euros)	24,42	0,59	207,82	813,91
PARTÍCIPIES	21	2	247	3.037
Nº DE INSTITUCIONES	5	2	17	30

1 IIC de inversión libre.

2 IIC de IIC de inversión libre.

Fuente: elaboración propia.

El crecimiento de los IIC de IIC libre, tanto en número de partícipes (3.037) como en patrimonio gestionado (813 millones) ha sido mucho más significativo que en el caso de las IIC de inversión libre, debido principalmente a que se trata de un producto abierto al inversor minorista.

Por otra parte, la normativa reguladora de las IIC financieras⁶ españolas, permite la inversión en IIC de inversión libre y fondos de fondos hasta un 10% su patrimonio. Así, a septiembre de 2007, se han identificado 158 IIC españolas que han invertido aproximadamente 185 millones de euros en IIC de IIC de IL, que representa el 23% del volumen total gestionado por este tipo de fondos. La inversión en IIC de IL es significativamente inferior ascendiendo a unos 35 millones de euros (el 17% del total gestionado por este tipo de fondos).

3.4 Instituciones de inversión colectiva inmobiliarias

Finalmente, en el cuadro 11 se presenta la evolución de los fondos y sociedades inmobiliarias. Tanto en términos de volúmenes patrimoniales gestionados por este tipo de institución no financiera como de número de inversores, se encuentran muy por debajo del resto de inversión colectiva de carácter financiero. Así a septiembre de 2007, los volúmenes gestionados por las IIC inmobiliarias representan tan solo el 3,5% del patrimonio de los FI mobiliaria.

	Evolución de IIC inmobiliarias			
	2004	2005	2006	CUADRO 11 Sept. 2007
FONDOS				
Número	7	7	9	9
Partícipes	86.369	118.857	150.304	151.577
Patrimonio (millones de euros)	4.377,9	6.476,9	8.595,9	8.905
	-	47,95%	32,73%	3,6%
SOCIEDADES				
Número	2	6	8	6
Partícipes	121	256	749	800
Patrimonio (millones de euros)	56,4	213,9	456,1	504

Fuente: elaboración propia.

Adicionalmente, la evolución presentaba por estas instituciones ha sido acorde con la del mercado inmobiliario, es decir, tras varios años de incrementos patrimoniales significativos, en 2007 se ha producido una moderada ralentización, con un incremento en los fondos inmobiliarios de tan solo el 3,6%.

⁶ Artículo 36.1 letra j) del Real Decreto 1309/2005.

4 Conclusiones

La industria de fondos de inversión en España atraviesa en estos momentos una etapa plagada de retos. Estos se derivan de la eliminación de ventajas fiscales frente a otro tipo de instrumentos y de la competencia creciente de los depósitos, en un contexto de dura pugna de las entidades de crédito por captar pasivos tradicionales. No obstante, como se ha ido describiendo a lo largo del presente artículo, el sector de los FI sigue siendo uno de los primeros inversores institucionales de la economía española, que aún cuenta con una elevadísima masa patrimonial y de partícipes, tanto personas físicas como jurídicas.

Por otra parte, con independencia de las vicisitudes que en corto plazo puedan influir sobre los volúmenes gestionados, resulta previsible que el atractivo que tienen los fondos de inversión en términos de liquidez, diversificación y escaso riesgo crediticio continúen posibilitando el dinamismo general de la industria.

II Estudios

Análisis de los movimientos en los precios previos a los anuncios de opas

M^a Victoria Villanueva Fresán (*)

(*) M^a Victoria Villanueva Fresán pertenece a la Dirección de Estudios y Estadísticas de la CNMV. Este trabajo es un resumen de la Monografía nº 23 de la CNMV, del mismo título realizada por la autora.

1 Introducción

El objetivo último de regular el uso indebido de información privilegiada es evitar las ineficiencias que crea en los mercados de valores. Estas ineficiencias son provocadas por la falta de confianza de los inversores y puede ocasionar su abandono del mercado de valores y el consecuente encarecimiento de la financiación empresarial.

Al igual que ocurre en la mayoría de los países desarrollados, en España el uso de información privilegiada está prohibido y su empleo conlleva la imposición de una sanción administrativa o penal. La Ley del Mercado de Valores de 1988 (LMV) señala que la preservación de la integridad del mercado es uno de sus objetivos prioritarios y la persecución del uso de información privilegiada corre a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Se entiende como integridad del mercado¹ que éste tenga un buen funcionamiento y que participen inversores con igual información, de forma que ninguno pueda influir en el precio de forma significativa, sin manipulación del precio ni uso de información privilegiada.

El artículo 81 define la información privilegiada como aquella “información con carácter concreto que se refiera directamente o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta Ley, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación”.

Como consecuencia, no se puede considerar un uso ilegal de información privilegiada si las decisiones de negociación con valores o instrumentos financieros se basan en estudios con datos públicos o son resultado de la experiencia y pericia profesional. Tampoco se considera información privilegiada si los medios de comunicación difunden la probabilidad de darse un acontecimiento o dan cuenta de simples rumores del mercado. En este trabajo, este tipo de información se denomina información no pública, ya que no tiene una total probabilidad de ocurrencia, que podría ser o no información privilegiada según tenga lugar esta última.

El objetivo de este trabajo es analizar la evolución de los precios de las empresas opadas antes del anuncio de opa. El interés final es comprobar si detrás de estos movimientos se puede detectar un posible uso indebido de información privilegiada y ver cuál ha sido su evolución en el tiempo, en respuesta a diversas iniciativas llevadas a cabo por el supervisor para combatirlas. En concreto, se

¹ Véase la definición en García Santos (2005).

analiza si la creación de la Unidad de Vigilancia de Mercados (UVM) en el año 1997, por una parte, y la introducción de la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero en el 2002, por otra, han contribuido a desincentivar el posible uso de información privilegiada en España y en qué medida lo han hecho.

Para ello, se estudia el comportamiento en los precios de las empresas opadas durante el periodo 1992-2006 utilizando la metodología denominada estudios de sucesos (*event studies*). Para la elaboración de este análisis se ha seguido la metodología usada en el Reino Unido por Dubow y Monteiro (2006). Los autores analizan si la introducción de una nueva normativa (en su caso la *Financial Services and Markets Act*, FSMA) se ha trasladado a una reducción en el número de posibles usos indebidos de información privilegiada en los mercados de valores del Reino Unido. Los resultados obtenidos en el Reino Unido son algo pesimistas ya que señalan que aproximadamente el 30% de los anuncios de opas significativos fueron precedidos por un movimiento anormal en los precios y, además, esta cifra creció tras la implantación de la nueva ley.

Con anterioridad a dicho trabajo, varios autores han estudiado la efectividad de la regulación contra la información privilegiada, comparando el posible uso por agentes informados antes y después de implantar la nueva legislación. Sus resultados coinciden con los expuestos en este trabajo ya que no hay evidencia que indique que un incremento en la regulación impida que los agentes informados usen la información privilegiada.

En concreto, Bris (2005) realizó un estudio sobre 4.541 adquisiciones en 52 países. Para el total de países, el 30% de las adquisiciones estudiadas mostraban evidencia de información privilegiada en los años anteriores a la implantación de la regulación. Este dato aumentó al 58% tras la introducción de una normativa al respecto. Por lo tanto, parece que las leyes que prohíben la información privilegiada aumentaron los beneficios a los que la usaban, provocando que su uso fuera cada vez más beneficioso. Por su parte, según Arshadi y Eysell (1991 y 1993) las prohibiciones regulatorias no han sido completamente efectivas en prevenir el uso de información privilegiada en los mercados de valores norteamericanos. Observaron que la introducción de la *Insider Trading Sanctions Act* (ITSA) de 1984 no produjo un descenso en el uso de información privilegiada. La citada ley introdujo la novedad de considerar la imposición de multas de más de tres veces el beneficio obtenido o la pérdida evitada por uso de información privilegiada.

El trabajo se estructura como sigue. En el apartado 2 se detalla la forma de elaboración de la muestra y la selección de las sub-muestras. En el tercer apartado se describen teóricamente los contrastes paramétricos a realizar y la metodología utilizada por Dubow y Monteiro (2006) objeto de réplica para los mercados de valores españoles. En el apartado 4 se dan los resultados obtenidos. Y en el apartado 5 se señalan las conclusiones del trabajo.

2 Descripción de la muestra

2.1 Periodos analizados

Los procedimientos de prevención y persecución del uso de información privilegiada han ido perfeccionándose a lo largo de los años desde la creación de la CNMV. Dos hitos importantes han sido la creación dentro de la CNMV de la UVM en 1997 y la publicación de la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero de 2002.

Aunque la CNMV ya perseguía el uso ilegal de información privilegiada, en febrero de 1997 creó un equipo más cualificado (tanto humano como técnico) que permitiera detectar más casos de posibles usos indebidos de información privilegiada, denominándolo UVM. Así, al conocer el mercado la existencia de la UVM se está señalizando el mayor compromiso por parte de la CNMV en perseguir el uso de información privilegiada.

El objetivo de las medidas introducidas por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero fue aumentar la transparencia del mercado. Dado los problemas existentes a la hora de demostrar ex-post el uso de información privilegiada, lo mejor para prevenir su utilización es que ex-ante se reduzca la existencia de este tipo de información, siendo este el fin último de dicha ley. Los cambios más destacados son:

- 1 Se extiende la definición de información privilegiada, ampliándose el tipo de instrumento que es sancionable, añadiendo a los propios valores involucrados en la información privilegiada el mercado de derivados sobre ellos.
- 2 Se enfatiza qué tipo de información hay que comunicar a la CNMV y cómo debe ser comunicada. Así, se reduce el tiempo en el que la información es sólo conocida por los iniciados.
- 3 Se ofrecen medidas preventivas de organización contra filtraciones de información entre distintas áreas de una entidad o de un mismo grupo de entidades exigiendo las “murallas chinas”. Además, se añade la obligación de elaborar y mantener actualizada una lista de valores sobre los que se dispone información privilegiada y una relación de personas y fechas en que hayan tenido acceso a esa información. Con esto se pretende reducir el número de personas con información privilegiada.

De este modo, el periodo que se analiza se ha dividido en tres sub-periodos:

- Desde el 1 de enero de 1992 hasta febrero de 1997 (periodo I)
- Desde marzo de 1997 hasta septiembre de 2002 (periodo II)
- Desde noviembre de 2002 hasta finales de 2006 (periodo III)

2.2 Depuración de datos utilizados

Este trabajo se centra en analizar los movimientos previos al anuncio de una opa, dado el efecto que produce en los mercados de valores constituyendo, por lo tanto, una situación propicia para la utilización de información privilegiada. El inconveniente que tiene analizar este tipo de operaciones es la complejidad que conllevan, en las que la fuga de información privilegiada es más probable que en otras operaciones societarias. Esto se debe a que la preparación de una opa exige la existencia de un amplio colectivo de personas, bufetes legales, bancos financiadores, bancos de negocios, etc.

La muestra utilizada consiste en todos los hechos relevantes que la CNMV ha publicado con motivo de una futura opa, durante el periodo 1992-2006. La selección de los anuncios de las opas se ha hecho de forma independiente de si la opa acabó siendo aceptada o denegada, siempre que tras la suspensión se hubiera producido al menos una sesión de cotización. De estos anuncios sólo se han considerado aquellos referidos a acciones con una alta liquidez y a empresas opadas sin suspensiones en un periodo cercano al anuncio. Estos descartes se han producido fundamentalmente en la primera mitad de los noventa y son menores posteriormente.

En el caso de opas competidoras, se han eliminado los 20 días hábiles anteriores y los 20 días hábiles posteriores al anterior anuncio de opa. Con esta modificación se pretende eliminar el efecto que el anuncio precedente pueda haber tenido en los precios de la empresa opada. Esta razón lleva a considerar solamente aquellas nuevas ofertas con suficiente distancia a la anterior oferta, en concreto con más de 30 días hábiles.

Adicionalmente se eliminan aquellos anuncios precedidos por otras suspensiones en la cotización con el objetivo de tener una ventana de análisis sin cortes en las cotizaciones. Así, por ejemplo, gracias a este nuevo filtro, al hablar del dato octavo anterior a la suspensión por anuncio de opas se está refiriendo realmente al octavo día hábil antes del anuncio y no a un dato registrado un mes antes de la opa. Con esto, nos quedamos con un total de 132 anuncios, que suponen el 50,2% del total de anuncios. En el cuadro 1 se puede observar que se ha eliminado un importante número de observaciones del periodo I, dejando sólo cerca de un tercio del total de anuncios de opa registrados en ese periodo.

Número de anuncios de opa registrados y en la muestra

CUADRO 1

	Anuncios de opa registrados	Opas analizadas	
		Número	Porcentaje
Periodo I	113	37	32,7%
Periodo II	91	53	58,2%
Periodo III	59	42	71,2%
Total	263	132	50,2%

Fuente: CNMV.

Desglosando el total de opas según el motivo del lanzamiento de la opa, se pueden diferenciar dos tipos, las opas de exclusión y las consideradas “otras opas”. Las opas de exclusión son aquellas en las que el inversor pretende sacar el valor del mercado y las “otras opas” son el resto. El desglose por tipo de opa (véase el cuadro 2) señala que en los tres periodos son más numerosas las denominadas “otras opas”.

Por otra parte, también se puede desglosar el total de opas por el signo de la noticia de opa. Así, se tienen anuncios de opas con noticia positiva y con noticia negativa. Las noticias positivas serán aquellas en las que tras el levantamiento de la suspensión se produce una rentabilidad positiva en el valor de la empresa opada. Análogamente, una opa con noticia negativa es aquella con una rentabilidad negativa tras la suspensión. En la muestra predominan los anuncios con noticia positiva (véase cuadro 2).

Número de anuncios en la muestra desagregado

CUADRO 2

	Según tipo de opa		Según signo de la noticia	
	Opas de exclusión	Otras opas	Anuncio con noticia positiva	Anuncio con noticia negativa
Periodo I	4	33	23	14
Periodo II	15	38	42	11
Periodo III	7	35	35	7
Total	26	106	100	32

Fuente: CNMV.

3 Metodología empírica

El trabajo empírico se divide en dos partes. En la primera compara para los tres periodos elegidos el comportamiento en los movimientos de los precios de las acciones opadas previos al anuncio de opa. El objetivo es analizar si la mejoría en los procesos de captura del uso de información privilegiada se ha reflejado en el mercado y en qué medida lo ha hecho. Tras esto, en la segunda parte se aplica la metodología usada por Dubow y Monteiro (2006), para comparar la evolución en el número de anuncios significativos que son precedidos por movimientos anormales en sus precios. La hipótesis de los autores es que estos movimientos previos al anuncio podrían reflejar uso ilegal de información privilegiada.

Aunque la existencia de movimientos anormales en los precios previos a una noticia sobre una empresa se suele relacionar con uso indebido de información privilegiada, este enfoque tiene limitaciones. De hecho, ni la existencia de movimientos anormales previos a una noticia implica necesariamente uso de información privilegiada, ni el uso de información privilegiada implica que haya movimientos anormales previos a una noticia. Se pueden distinguir tres situaciones:

- 1 No se observan movimientos anormales en los precios previos al anuncio pero se ha usado información privilegiada. Es el caso de agentes informados que deciden actuar de forma discreta para que el precio no varíe antes de la noticia y, de esta forma, pasen inadvertidos. Estos casos no se han recogido en el análisis de este trabajo y, en general, son difíciles de detectar.
- 2 Se observan movimientos anormales en los precios previos al anuncio pero no se ha usado información privilegiada. Como ya se ha comentado previamente, detrás de estos movimientos puede haber análisis basados en

información pública, rumores o fugas de información que provoquen que la noticia sea esperada por el mercado. En estos casos, no se puede considerar que exista un acto ilícito ya que no se asigna a un agente informado los movimientos sino que existen varios inversores con información no pública que posteriormente se hace pública, pero que en el momento de los movimientos no era previsible su publicación. En este caso, la información no pública, basada en rumores, podría no llegar a ser cierta y haberse observado movimientos anormales en los precios.

- 3 Se observan movimientos anormales en los precios previos al anuncio y se ha usado información privilegiada. Dentro de este caso, puede darse que el propio agente informado provoque fugas de información para que haya movimientos previos al anuncio desconcertando con ello al mercado y al supervisor. Con esto el beneficio por usar información privilegiada disminuye con respecto al caso donde el inversor actúa de forma discreta ya que con fugas el precio empieza a subir. Pero, por una parte, la probabilidad de ser descubierto es menor ya que existen muchos inversores invirtiendo a la vez y, por otra parte, en caso de ser inspeccionados pueden llegar a basar sus actuaciones en los rumores que existían en el mercado. En este caso, existe un acto ilícito ya que el agente informado conoce con total probabilidad que el anuncio se va a llevar a cabo mientras que el resto de inversores no. El problema de estos casos es poder comprobar el acto ilícito.

Ambas partes del análisis empírico tratan de identificar los movimientos anormales en los precios y se utiliza la metodología de estudios de sucesos (event studies).

El rendimiento diario del valor i para el periodo t , $R_{i,t}$ se define como $R_{i,t} = \ln P_{i,t} - \ln P_{i,t-1}$ donde $P_{i,t}$ y $P_{i,t-1}$ son los precios en t y $t-1$, respectivamente. Y el rendimiento anormal es $AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$ siendo $E(R_{i,t})$ el valor esperado del rendimiento diario. El rendimiento esperado se define utilizando el modelo de mercado relacionando el rendimiento del activo con el rendimiento de una cartera de mercado representativa ($R_{m,t}$), en este trabajo el Ibex-35, teniendo $R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{m,t} + \epsilon_{i,t}$ donde $\epsilon_{i,t}$ es una variable aleatoria con distribución $N(0, \sigma_i^2)$. Los parámetros α y β se estiman de forma consistente por mínimos cuadrados ordinarios utilizando las observaciones de la ventana de estimación, T_1 (240 días de negociación, desde $t=-250$ hasta $t=-10$). Y, por otra parte, los rendimientos anormales acumulados entre la sesión τ_1 y τ_2 para el activo i son

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} AR_{i,t}$$

Para valorar si los rendimientos anormales son significativamente distintos de cero para las sesiones previas al anuncio de opa, se realizan contrastes paramétricos basados en los rendimientos anormales y en sus acumulados. En Villanueva (2007) se describen con detalle los contrastes utilizados.

Dubow y Monteiro (2006) proponen una medida objetiva para determinar qué anuncios se pueden considerar significativos. Y, de estos anuncios que contienen una información nueva relevante, se distinguen aquellos que han tenido un movimiento en los precios previo al anuncio anormalmente alto.

Se consideran anuncios significativos aquellos en los que los rendimientos anormales acumulados totales, $CAR_i(-2,+1)$, son tan grandes que la probabilidad de que se hayan producido como resultado de una variación aleatoria en los rendimientos de la acción sea muy baja, concretamente, que sea un 1%.

Para estos anuncios significativos, se examina si ha habido un CAR anterior al anuncio, $CAR_i(-2,-1)$, estadísticamente significativo para el 10% y si el signo de este CAR es la misma a la del CAR total, $CAR_i(-2,+1)$. Estas variaciones en los precios previas al anuncio se podrían denominar “movimientos de los precios con información” (IPM) ya que es probable (aunque no necesario) que estos movimientos reflejen negociación con información no pública.

Con esto se define una medida (*market cleanliness*) que recoge el número de anuncios significativos precedidos por movimientos anormales en los precios.

$$\text{Medida} = \frac{\text{Número de IPM}}{\text{Número de anuncios significativos}}$$

El problema de esta forma de seleccionar los anuncios significativos es que tiende a sobreestimar el número de IPM dado que valores con elevados rendimientos anormales acumulados antes del anuncio, con un $CAR_i(-2,-1)$ alto, contribuyen a que los rendimientos anormales acumulados totales sean también significativamente elevados, con un $CAR_i(-2,+1)$ alto, y, por consiguiente, sea considerado como un anuncio significativo. Así, los autores proponen dos correcciones técnicas de la medida² (Medida 1 y Medida 2).

4 Resultados

4.1 Resultados de los contrastes

El anuncio de la opa entraña suministrar una información importante al mercado de valores que, en mayor o menor medida, se produce en la primera sesión tras el anuncio (en $t=0$). Como se puede observar en el gráfico 1, el efecto es gradualmente mayor para los distintos periodos, así el efecto es mayor en el periodo III que en el periodo II y éste a su vez mayor que en el periodo I.

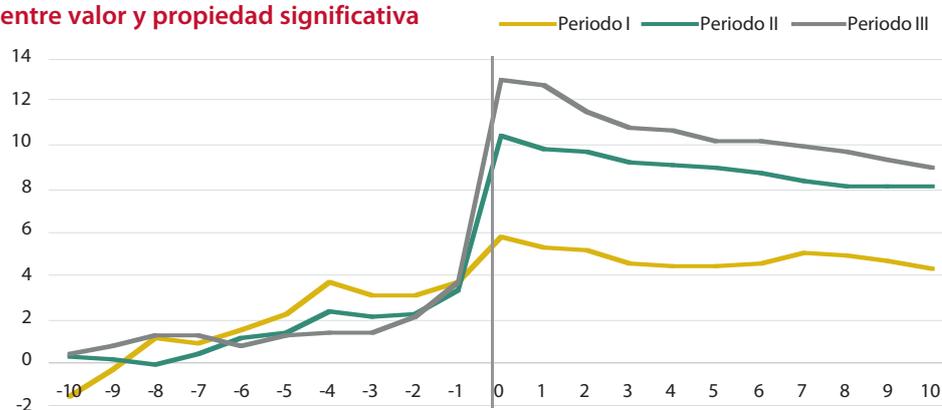
Esta diferencia en el periodo III puede venir explicada por la introducción del Real Decreto 432/2003, de 11 de abril, por el que se modifica el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. En este Real Decreto se extiende la posibilidad de mejorar la oferta en las opas competidoras favoreciendo que los accionistas minoritarios se beneficien siempre de los mejores precios. En concreto, una vez iniciado el plazo de aceptación de la última de las opas competidoras autorizada, se abre un periodo de subasta en el que, transcurridos cinco días desde la mencionada fecha, todos los oferentes pueden presentar en sobre cerrado una mejora del precio o bien extender la oferta a un

² Para un mayor detalle véase Villanueva (2007).

número mayor de valores. Con esto, en el periodo III se observa como el impacto en los rendimientos anormales tras el anuncio fue mayor ya que los accionistas minoristas preveían que el precio de ese activo podía seguir subiendo gracias a posibles opas competidoras. A esto hay que unir que durante todo el periodo III la bolsa estuvo subiendo animando a los inversores a invertir.

Sin embargo, ya se notó un cambio considerable en el periodo II en los rendimientos anormales después del anuncio de una opa. Este periodo es anterior al nuevo Real Decreto, por esto se puede concluir que el mercado ha estado cambiando desde finales de los noventa la percepción del significado de una opa y el impacto que ésta tiene en el precio de la acción. Hoy en día el anuncio de opa entraña habitualmente unas ganancias considerables para los titulares de las acciones de la empresa opada.

Rendimientos anormales acumulados para todos los anuncios entre valor y propiedad significativa GRÁFICO 1



Fuente: CNMV y elaboración propia.

Contrastes sobre los rendimientos anormales ($ZSAR_t$) y sus acumulados ($ZSCAR(-10, \tau_2)$) para todos los anuncios CUADRO 3

	$ZSAR_t$			$ZSCAR(-10, \tau_2)$		
	Periodo I	Periodo II	Periodo III	Periodo I	Periodo II	Periodo III
-10	-1,5	0,3	0,4	-1,5	0,3	0,4
-9	1,2	0,0	0,6	-0,4	0,2	0,7
-8	2,4**	-0,4	1,1	1,1	-0,1	1,2
-7	-0,2	0,8	0,6	0,8	0,4	1,3
-6	1,6	1,8*	-0,8	1,5	1,1	0,8
-5	2,2**	1,0	1,4	2,1**	1,4	1,2
-4	3,3***	2,6**	0,4	3,7***	2,3**	1,3
-3	-1,1	-0,3	0,6	3,1***	2,0**	1,4
-2	0,4	0,8	2,1**	3,0***	2,2**	2,1**
-1	3,0***	3,9***	5,5***	3,7***	3,3***	3,7***
0	6,6***	23,3***	31,4***	5,8***	10,4***	13,0***
1	-0,7	-0,2	1,1	5,2***	9,9***	12,7***
2	0,1	0,5	-2,5**	5,1***	9,6***	11,6***
3	-1,8*	-0,5	-1,3	4,6***	9,2***	10,8***
4	-0,1	0,7	0,7	4,4***	9,1***	10,6***
5	0,3	0,6	-0,5	4,4***	8,9***	10,1***
6	0,8	0,3	1,5	4,5***	8,7***	10,2***
7	2,7**	-0,3	0,0	5,0***	8,3***	9,9***
8	0,0	-0,2	0,1	4,9***	8,0***	9,7***
9	-0,6	1,2	-0,3	4,7***	8,0***	9,4***
10	-2,1**	1,2	-0,4	4,3***	8,1***	9,0***

Nota: * indica significativo al 10%, ** al 5% y *** al 1%.

Existe un comportamiento muy distinto en las sesiones previas al anuncio según el periodo que analicemos, como se puede comprobar en el gráfico 1 donde los rendimientos anormales acumulados antes del anuncio son mayores para el periodo I que para el resto de periodos. Así, la diferencia entre los tres periodos estriba en las sesiones donde el movimiento en los precios empieza a ser significativo. En los periodos I y II se anticipan antes la noticia de la opa que en el último periodo. Mientras que en el periodo I existe un movimiento significativo en el instante $t=-8$, en el periodo II se da en $t=-6$ y en el periodo III en $t=-2$ (véase cuadro 3). Es decir, durante nuestra muestra, algo ha cambiado en el mercado produciendo un retraso en el movimiento de los precios previo al anuncio de una opa.

También se observa en el cuadro que en el periodo III, aunque el mercado esté adelantando más tarde el anuncio de opa, el efecto es más grande. Esto provoca, como se aprecia en el gráfico 1, que los rendimientos anormales acumulados corregidos sean parecidos para los tres periodos en la sesión previa al anuncio. Este resultado confirma la existencia de una anticipación de la noticia.

Si se analizan estos efectos para los distintos tipos de anuncios, se puede destacar los anuncios de las denominadas “otras opas” y los anuncios de opas con noticias positivas.

Una primera diferencia entre anuncios de “otras opas” y anuncios de opas de exclusión es la falta de significatividad de los efectos en los precios en el segundo caso (véase Villanueva (2007)). Esto ocurre tanto en el momento del anuncio como antes de él, con la excepción del periodo III donde se tiene un impacto positivo tras el anuncio. Para el sub-grupo de “otras opas” se observa un adelantamiento en los movimientos de los precios más acentuado en el periodo I que en los periodos II y III.

Un segundo análisis considera el signo de la noticia anunciada distinguiendo entre anuncios de opas con noticias positivas y con noticias negativas (véase Villanueva (2007)). Dentro de los anuncios negativos cabe resaltar el efecto significativo que existe en el momento del levantamiento y tres sesiones más tarde para el periodo I, efecto no obtenido en los otros dos periodos donde éste no es significativo. Además, en ninguno de los tres periodos se observa un comportamiento anticipatorio para estos anuncios negativos. Para los anuncios positivos se obtienen los mismos resultados que para el total de opas.

4.2 Resultados de la relación de anuncios de opa significativos precedidos por movimientos anormales en los precios

Observando la importancia que tienen los anuncios de opas y los movimientos de los precios previos a estos anuncios, el siguiente paso sería determinar el número de anuncios de opas significativos precedidos por un movimiento anormal en los precios. El objetivo es analizar si la creación de la UVM y la introducción de la Ley de 2002 han tenido algún efecto en el mercado, provocando una reducción en el número de posibles usos de información privilegiada. Para este análisis se replica la metodología utilizada por Dubow y Monteiro (2006) expuesta en el apartado 3.

El número de anuncios significativos es mucho mayor en el periodo II y III (18 y 19 respectivamente) que en el periodo I (8 anuncios). Este resultado se mantiene también si se observa el porcentaje con respecto al total de anuncios analizados en cada periodo.

Observando las medidas 1 y 2 (véase el cuadro 4) se tiene que para los periodos I y III alrededor del 40% de los anuncios significativos son precedidos por unos rendimientos anormales en sus precios. Este resultado tan grande contrasta con lo obtenido en el periodo II donde sólo se produce en menos del 7% de los casos.

Número de anuncios significativos precedidos por movimientos anormales en los precios en las 2 sesiones previas

CUADRO 4

	Medida	Cambio	Medida 1	Cambio	Medida 2	Cambio
Periodo I	50,0%	-	48,3%	-	43,0%	-
Periodo II	16,7%	-33,3%	14,1%	-34,2%	6,8%	-36,2%
Periodo III	45,0%	+28,3%	46,8%	+32,7%	39,2%	+32,4%

Fuente: Elaboración propia.

Como conclusión se puede decir que la creación de la UVM dentro de la CNMV produjo un efecto positivo en la integridad del mercado al causar una disminución en el número de anuncios significativos precedidos por un movimiento en los precios anormal. Este resultado se obtiene a pesar de que el número de anuncios significativos prácticamente se dobló respecto al periodo anterior. Pero esta buena tendencia se rompió a partir de 2002, cuando la medida volvió a situarse en los mismos niveles que en el periodo I. Por lo cual parece que la introducción de la Ley de 2002 no tuvo ningún efecto positivo ya que agentes informados volvieron a invertir en sesiones previas al anuncio.

Teniendo en cuenta los resultados del apartado anterior, se deduce que para el caso español la medida analizada está sobreestimada, sobre todo en el periodo III, ya que obteníamos que en este periodo el mercado anticipaba el anuncio de opa en dos sesiones, mientras que en el periodo I lo hacía en cinco y en el periodo II en cuatro. Por esta razón se ha rehecho la medida ampliando el periodo previo al anuncio a 5 sesiones, en lugar de las 2 que se tenían en cuenta anteriormente.

Así, se considera que hay un anuncio significativo cuando los rendimientos anormales acumulados totales, $CAR_i(-5,+1)$, son tan grandes que la probabilidad de que se dé como resultado de una variación aleatoria sea un 1%. Y para estos anuncios significativos, se consideran que tienen un movimiento previo al anuncio anormal (son IPM) si los rendimientos acumulados previos, $CAR_i(-5,-1)$, son estadísticamente significativos para el 10% y con el mismo signo que el total. Los nuevos resultados se exponen en el cuadro 5.

Mientras que el número de anuncios significativos disminuye ligeramente con respecto al análisis previo, el número de éstos precedidos por un movimiento anormal en los precios sí varía, sobre todo en el último periodo, situando el IPM igual para los tres periodos (4 anuncios). Esto último provoca un cambio considerable en las medidas expuestas para el periodo III.

Número de anuncios significativos precedidos por movimientos anormales en los precios en las 5 sesiones previas

CUADRO 5

	Medida	Cambio	Medida 1	Cambio	Medida 2	Cambio
Periodo I	57,1%	-	54,7%	-	48,9%	-
Periodo II	25,0%	-32,1%	21,9%	-32,8%	15,3%	-33,6%
Periodo III	25,0%	0,0%	22,6%	+0,7%	16,7%	+1,3%

Fuente: Elaboración propia.

Según este nuevo análisis, desde el año 1992 hasta febrero de 1997 (periodo I), aproximadamente la mitad de los anuncios significativos fueron precedidos por movimientos anormales en los precios durante las cinco sesiones previas al anuncio. Este resultado se aproxima al que se obtenía cuando se usaban dos sesiones previas. Es decir, se refuerza la idea de que a principios de los años noventa un importante porcentaje de anuncios de opas significativos eran precedidos por movimientos anormales de los precios previos al anuncio.

Con los resultados obtenidos en los dos análisis realizados, se observa que el mayor seguimiento contra el uso indebido de información privilegiada introducido por la CNMV a finales de los años noventa ha tenido una fuerte repercusión en el posible uso indebido de información privilegiada. Así, entre el periodo I y el periodo II, la medida se reduce hasta la mitad, pasando a ser entre el 10-15% de los anuncios significativos precedidos por un movimiento anormal en sus precios.

La mayor diferencia entre los dos estudios de este apartado estriba en la comparativa entre el periodo II y el periodo III. Se tiene un efecto ambiguo según se especifique el modelo, aunque en ninguno de los dos análisis la medida mejora, sino que empeora sustancialmente si se tienen en cuenta dos sesiones previas al anuncio, y permanece invariable cuando se usan cinco sesiones. Esto confirma lo obtenido en el apartado anterior, es decir, el mercado ha cambiado y en el periodo III los movimientos anormales de precios se lleva a cabo en sesiones cercanas al anuncio de la opa.

5 Conclusiones

Los resultados obtenidos ofrecen evidencia de que el efecto provocado en los mercados de valores españoles como consecuencia de un anuncio de opa ha cambiado mucho durante los últimos quince años.

El mercado interpreta un anuncio de opa como una noticia positiva para la futura empresa opada, ya que los rendimientos anormales son positivos tras el anuncio de la opa. Desde finales de los noventa el anuncio de opa se traduce como una noticia sobre la empresa opada mucho más relevante que a principios de los noventa. Este efecto se acentúa a partir de la introducción del Real Decreto 432/2003, de 11 de abril, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores ya que éste permite que empresas distintas a la que ha propuesto la opa inicial puedan formular otras ofertas beneficiando así a los accionistas minoritarios ya que el precio de las acciones puede volver a incrementarse.

Tras la subida inicial en los rendimientos anormales como consecuencia del anuncio, ésta se corrige en las sesiones posteriores para toda la muestra analizada. Esta corrección es mayor en aquellos periodos donde el impacto tras la suspensión es más elevado.

Analizando las diez sesiones previas al anuncio de opa se observa que el comportamiento de los rendimientos anormales ha variado a lo largo de los años. Para todo el periodo se observa una anticipación del anuncio de opa en las sesiones previas a ésta, que sugiere la existencia de agentes informados en los mercados de valores españoles. La existencia de movimientos previos al anuncio de opa no implica necesariamente que se haya utilizado información privilegiada. Puede que haya habido fugas de información no intencionadas en la elaboración de la opa que haya provocado que antes del anuncio el mercado anticipe la posibilidad de una opa futura. Detrás de estos movimientos anormales existirá un acto ilícito si, de todos los agentes informados, existen algunos que conozcan con certeza que la opa se va a llevar a cabo ya que poseen información privilegiada.

La diferencia entre los periodos estriba en la sesión en que el movimiento previo al anuncio empieza. Mientras que en los años noventa el movimiento empieza a ser significativo en la cuarta o quinta sesión previa al anuncio, desde finales del 2002 este movimiento se retrasa hasta sólo dos sesiones previas. A pesar de que la antelación en el anuncio es cada vez más tardía, la cuantía es cada vez mayor, provocando que en la sesión previa al anuncio los rendimientos anormales acumulados sean parecidos para toda la muestra analizada.

De este modo, los cambios producidos en el seguimiento contra el uso de información privilegiada podrían haber propiciado un retraso en el uso de información no pública previo a una noticia de opa. Esto puede deberse a que, por una parte, un agente con información no pública ha cambiado su forma de actuación en los últimos años retrasando el uso de esta información, o que, por otra parte, los agentes obtienen la información no pública cada vez más tarde. Pero, a pesar de la mayor intensidad de la vigilancia del uso de información privilegiada, parece que existen inversores con información no pública que la usan en sesiones previas al anuncio, aunque no puede concluirse indiscutiblemente que su uso sea necesariamente un acto ilícito.

6 Bibliografía

Arshadi, N. y Eyssell, T. H. (1991). "Regulatory deterrence and registered insider trading: The case of tender offers", *Financial Management No. 20*.

Arshadi, N. y Eyssell, T. H. (1993). "The law and finance of corporate insider trading: Theory and evidence", *Kluwer Academic Publishing*.

Ball, R. y Brown, P. (1968). "An empirical evaluation of accounting income numbers", *Journal of Accounting Research, vol. 6, pp. 159-178*.

- Beny, L.N. (2004). "A comparative empirical investigation of agency and market theories of insider trading", *The John M. Olin Center for Law & Economics Working Paper Series, paper No. 4*.
- Bris, A. (2005). "Do insider trading laws work?", *European Financial Management No. 11*.
- Dubow, B. y Monteiro, N. (2006). "Measuring market cleanliness", *FSA Occasional Paper*.
- Entrena, D. (2006). "El empleo de información privilegiada en el mercado de valores: un estudio de su régimen administrativo sancionador", *Civitas*.
- Fama, E. y otros (1969). "The adjustment of stock prices to new information", *International Economics Review, vol. 10*.
- García Santos, N. (2005). "Ética, equidad y normas de conducta en los mercados de valores: La regulación del abuso de mercado", *Información Comercial Española, ICE No. 823*.
- López Blanco, E. (2006). "La eficacia de las suspensiones de cotización: evidencia empírica con datos de la CNMV para el período 2000-2005", *monografía nº 13 CNMV*.
- Villanueva Fresán, M. V. (2007). "Análisis de los movimientos en los precios previos a los anuncios de opa", *monografía nº 23 CNMV*.

Los resultados de la gestión de los fondos de inversión

Marián Ruiz Martín (*)

(*) Marián Ruiz Martín pertenece a la Dirección de Estudios y Estadísticas de la CNMV.

1 Introducción

Un tema recurrente en la literatura financiera empírica es comprobar si la gestión añade valor a los resultados obtenidos por los gestores de cartera. En concreto, se trata de contrastar la existencia de persistencia en los resultados y, por tanto, la posibilidad de predecir las rentabilidades futuras en función de las pasadas. No obstante, la existencia de persistencia, según algunos de los trabajos realizados en este campo, puede ser debida a distintas causas. La que realmente interesa es la relacionada con la habilidad para seleccionar valores ganadores.

En este contexto, un asunto importante a debatir se refiere al contenido de la información que el inversor debe considerar para la toma de decisiones de inversión. Según algunos estudios, el inversor tiene en cuenta las rentabilidades pasadas a la hora de elegir un fondo y, además, la publicación de las mismas constituye un incentivo para los gestores. Ello podría justificar la regulación de la información que las gestoras proporcionan para que sea comparable, homogénea y no lleve a engaño. Surge, en este contexto, la cuestión de la forma en que se deben presentar los resultados, es decir, si como rentabilidades puras en un periodo de tiempo determinado o como rentabilidades ajustadas por riesgo, de manera que el inversor disponga de una información más completa a la hora de elegir el fondo que mejor se ajuste a su perfil de riesgo.

En este trabajo se parte del análisis de los resultados de gestión o *performance*¹ para lo cual se utilizan, en primer lugar, dos indicadores que relacionan la rentabilidad con el riesgo asociado a una determinada cartera o estrategia de inversión, que son la ratio de Sharpe y el alfa de Jensen. El segundo apartado trata sobre las medidas de *performance*, distinguiendo entre las tradicionales (alfa de Jensen, ratio de Sharpe y ratio de Treynor) y otras medidas que han surgido posteriormente.

El tercer apartado revisa algunos de los estudios realizados hasta la fecha sobre la persistencia. Se señalan las conclusiones dispares a las que han llegado y las causas que alegan los que concluyen con la evidencia de la existencia de persistencia.

El cuarto apartado repasa los trabajos realizados acerca de la influencia que las rentabilidades pasadas ejercen sobre los partícipes a la hora de elegir un fondo o realizar un traspaso.

En el quinto y sexto apartado se presenta un estudio empírico sobre la persistencia realizado con los fondos de renta variable registrados en la CNMV en el periodo 2000-2006. En el quinto se realiza un análisis de la *performance* a partir de la ratio de Sharpe y del alfa de Jensen, mientras que en el sexto se realiza el análisis de

¹ La palabra *performance* tiene en cuenta los resultados más el riesgo.

persistencia mediante regresiones y tablas de contingencia. Estas dos técnicas se aplican a las ratios de Sharpe, a las alfas de Jensen y a las rentabilidades puras sin ajustar por riesgo. El séptimo apartado está dedicado a las conclusiones.

2 Medidas de *performance*

2.1 Medidas tradicionales de *performance*

Los indicadores más habituales de *performance* son el alfa de Jensen, la ratio de Treynor y la ratio de Sharpe. La ratio de Sharpe tiene en cuenta la rentabilidad y el riesgo de los fondos sin hacer ninguna referencia a un índice de mercado. Las otras dos medidas sí tienen en cuenta índices de mercado. Las ratios de Sharpe y Treynor son medidas relativas de *performance* y el alfa de Jensen es una medida absoluta.

Alfa de Jensen

Según Jensen (1967), el concepto de *performance* de una cartera tiene dos dimensiones: la habilidad del gestor para incrementar los rendimientos gracias a su capacidad de predicción de la evolución de los precios de los valores y su habilidad para minimizar el riesgo asegurable inherente al tipo de activos en los que invierte el fondo, mediante una diversificación adecuada de la cartera. El alfa de Jensen se refiere únicamente a la primera de esas dimensiones.

El alfa de Jensen proporciona información sobre el exceso de rentabilidad que es capaz de conseguir el gestor sobre la que cabría esperar dado el nivel de riesgo del fondo que gestiona. Dentro del modelo CAPM² el alfa de Jensen viene dada por la estimación de la constante del modelo.

Esta medida es un indicador de *performance* absoluto. Es decir, además de poder establecer un ranking de fondos por el alfa asociada a cada uno de ellos, proporciona una valoración absoluta sobre si el fondo lo está haciendo bien o mal.

$$\text{Ecuación de Jensen: } R_{jt} - R_{lt} = \text{alfa}_j + \text{beta}_j (R_{mt} - R_{lt}) + u_{jt}$$

Donde:

R_{jt} es la rentabilidad del fondo j en el periodo t.

R_{lt} es la rentabilidad de las inversiones libres de riesgo en el periodo t.

R_{mt} es la rentabilidad del índice de mercado de referencia del fondo j en el periodo t.

Ratio de Treynor

Otra medida de *performance* es la introducida por Treynor (1965). Es una

² Capital Asset Pricing Model.

medida relativa, puesto que mide el exceso de rentabilidad obtenida con respecto a los activos libres de riesgo por unidad de riesgo sistemático (beta) asumido. En comparación con el alfa de Jensen, Treynor parte de la hipótesis de que los activos están correctamente valorados y lo único que tiene que hacer el gestor es diversificar adecuadamente la cartera de acuerdo con el nivel de riesgo elegido. Por lo tanto, no tiene en cuenta la rentabilidad adicional que pueda obtener el gestor debido a sus habilidades de predicción o de búsqueda de activos infravalorados. Es decir, asume que la estrategia de gestión de la cartera es pasiva.

De este modo, asumiendo que la cartera del fondo está adecuadamente diversificada, la ratio de Treynor puede proporcionar una buena predicción sobre la *performance* futura del fondo.

Ratio de Treynor = media $(R_{jt} - R_{lt}) / \beta_j$

Ratio de Sharpe

La ratio introducida por William F. Sharpe en 1966 se denominó en su origen *reward to variability ratio*. La ratio relaciona la media y la desviación estándar del diferencial de rentabilidad de un fondo con respecto a los activos libres de riesgo, de forma que indica la rentabilidad adicional que se obtiene por unidad de riesgo total asumido. De esta forma se abandona la hipótesis que asume Treynor, es decir, existe la posibilidad de que la cartera del fondo no esté diversificada correctamente. La ratio puede indicar, por tanto, que el fondo no lo esté haciendo tan bien como el mercado y esto estaría justificado por la existencia de riesgo diversificable o no sistemático en la cartera.

El índice de Sharpe es un indicador de carácter más universal que los de Treynor y Jensen, en el sentido de que considera el riesgo total soportado por la cartera, el específico y el sistemático o de mercado. Si un fondo de inversión representa una pequeña parte del total de la cartera del inversor resulta más adecuado tomar el alfa de Jensen o la ratio de Treynor como referencia de la *performance* del fondo, ya que la contribución de dicho fondo a la cartera total dependerá de su riesgo de mercado. Por otro lado, si el fondo de inversión supone la mayor parte o el total de la cartera del inversor, entonces resulta más apropiado tomar la ratio de Sharpe como indicador de *performance*.

Ratio de Sharpe = media $(R_{jt} - R_{lt}) /$ desviación estándar $(R_{jt} - R_{lt})$

2.2 Otras medidas de *performance*

Return to risk ratio

Se calcula dividiendo la rentabilidad media entre la desviación estándar para un periodo de tiempo determinado.

Return to risk = Rentabilidad media / Desviación Estandar

Tracking error

Este indicador es muy útil a la hora de analizar fondos que replican índices. Es una medida de la volatilidad de las diferencias de los rendimientos de un fondo y su correspondiente *benchmark*. Es igual a la desviación estándar del diferencial de rendimientos o rendimientos relativos (rendimiento del fondo – rendimiento del *benchmark*). Cuanto más pequeño es el *tracking error*, mejor replica el fondo a su *benchmark* en rentabilidad y riesgo.

$$\text{Tracking error} = \sqrt{\frac{\sum (\text{Rendimientos relativos} - \text{Media rendimientos relativos})^2}{\text{Número de periodos} - 1}}$$

Ratio de información

Se define como la ratio del rendimiento activo o relativo del gestor en relación al riesgo activo. El rendimiento activo es el que el gestor espera ganar ex ante u obtiene ex post superior al rendimiento del *benchmark*. El riesgo activo es precisamente el *tracking error* definido más arriba, es decir, la volatilidad del rendimiento activo. Un gestor que se limite a replicar el índice no obtendrá rendimiento activo ni afrontará riesgo activo.

$$\text{Ratio de información} = \frac{\text{Media rendimientos relativos}}{\text{Tracking error}}$$

2.3 El análisis de los costes en la evaluación de fondos

Existe mucha literatura³ que ofrece evidencia de que, una vez descontados los gastos, los fondos de inversión no batían de manera sistemática al mercado. El análisis de la aportación del valor debido a la gestión activa debe ser relacionado con los costes de transacción asociados a la misma. La mayoría de los estudios realizados en Estados Unidos concluyen que la gestión activa obtiene, en media, peores resultados que los índices⁴.

Al hablar de los gastos de un fondo hay que diferenciar entre los gastos operativos y los costes de transacción. Los primeros están representados por el *total expense ratio* (TER). El TER representa la influencia en la *performance* de un fondo de los gastos en los que incurre teniendo en cuenta no sólo los gastos de gestión y depositaría sino, además, otro tipo de gastos como son los de auditoría, administración y distribución.

Por tanto, el TER no incluye los costes de transacción ya que estos se contabilizan como parte del precio de adquisición de un activo y no como un gasto. En ocasiones, se utiliza un indicador que proporciona información sobre las transacciones de los fondos: el índice de rotación de la cartera, que se obtiene a partir de las adquisiciones y ventas de valores de la cartera de un fondo y de las suscripciones y reembolsos que realizan los partícipes.

La Comisión Europea (CE) se pronunció en 2004 a favor de que los fondos

³ Fernández (2007).

⁴ Otten y Bams (2003). Jensen (1967).

incluyeran en el folleto simplificado el dato del TER y el índice de rotación de la cartera y emitió una Recomendación relativa a determinados contenidos de dicho folleto⁵ donde se describen los indicadores y su cálculo. En la Recomendación también se aconsejaba a los Estados Miembros que exijan un indicador cuantitativo del riesgo basado en la volatilidad del fondo, aunque sujeto a futuros trabajos sobre la convergencia de este tipo de indicadores de riesgo.

Índice de rotación⁶ = (((adquisición + venta de valores) – (suscripciones + reembolsos)) / patrimonio neto medio) * 100

Además, la CE recomendaba que los costes de transacción se presenten por separado. En cualquier caso debería informarse sobre la ratio de rotación de la cartera para tener una idea del coste de las operaciones.

Hasta 2006 no existen datos en la CNMV sobre rotación ni costes de transacción ya que la Circular sobre folletos de IIC⁷ donde ya se exige información sobre el TER y el índice de rotación de la cartera es muy reciente.

Otro de los contenidos que recomendaba la CE es la divulgación de un valor de referencia con independencia de que su objetivo de inversión se establezca o no explícitamente con respecto a dicho valor. Este valor de referencia resulta especialmente útil para valorar la calidad de la gestión mediante la simple comparación de la evolución del fondo con el índice y para el cálculo del alfa de Jensen.

3 Persistencia en los resultados

Si la actividad de los gestores añadiera valor a un fondo debería observarse una tendencia a repetir buenos resultados durante periodos de tiempo consecutivos en los fondos gestionados por dichos gestores. En ese caso, los valores históricos acerca de la *performance* de una cartera se pueden extender a periodos futuros. En la literatura sobre el tema se habla del fenómeno *hot hands* o “manos calientes”, es decir, fondos que obtienen resultados superiores a la media durante periodos de tiempo consecutivos. La persistencia en resultados negativos, por lo tanto, ha sido denominada *cold hands*.

Los trabajos de investigación realizados en este campo no llegan a conclusiones homogéneas. Además, a veces los resultados no son comparables pues en unos casos se utiliza la rentabilidad pura obtenida por el fondo y en otros casos la rentabilidad ajustada por riesgo.

Los trabajos realizados se pueden agrupar por las conclusiones obtenidas. Uno de los grupos estaría formado por los trabajos de Ferruz y Vargas (2004), Hendricks,

⁵ Recomendación 2004/384/CE de la Comisión, de 27 de abril de 2004.

⁶ Anexo II de la Recomendación 2004/384/CE.

⁷ Circular 3/2006, de 26 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre folletos explicativos de las Instituciones de Inversión Colectiva.

Patel y Zeckhauser (1993), Goetzmann e Ibbotson (1994), Brown y Goetzmann (1995) o Wermers (1997) que afirman que existe persistencia en resultados positivos a corto plazo. Dentro de este mismo grupo se han realizado otros trabajos que indagan en la persistencia en los resultados a largo plazo y sus causas, concluyendo que existen gestores con distintos niveles de información y habilidad para seleccionar los valores ganadores: Ciriaco y Santamaría (2005), Elton, Gruber, Das y Hlavka (1993), Elton, Gruber, Das y Blake (1996) y Grinblatt y Titman (1992).

Un segundo grupo de investigadores muestra en sus trabajos la existencia de persistencia en la obtención de malos resultados. Es decir, los fondos que no obtienen buenos resultados tienen más probabilidad de seguir este comportamiento en el futuro. En este sentido, Carhart (1992) analizó la persistencia de resultados a largo plazo atribuyéndola a los gastos y comisiones.

Los trabajos de Grinblat, Titman y Wermers (1995) y Wermers (1999) atribuyen la existencia de persistencia a cierto “efecto rebaño” entre los gestores de los fondos de inversión, es decir, la persistencia aparece simplemente porque todos los gestores emplean una estrategia común. Se ha observado que muchos gestores compran valores basándose en las rentabilidades pasadas de los mismos y que, además, lo hacen todos al mismo tiempo.

Carhart (1997) admite la existencia de persistencia a corto plazo pero señala como causas principales los gastos de gestión y el “efecto momentum”, es decir, la tenencia accidental de los títulos ganadores del año anterior debido a la tendencia a comprar los valores que ganaban en el pasado, como ya se ha comentado.

Otros trabajos sin embargo muestran que no existe persistencia en los resultados de los fondos de inversión. Este es el caso de Menéndez y Álvarez (2000) y Jensen (1967). Jensen utilizó las estimaciones de las alfa para una muestra de fondos, llegando a la conclusión de que la mayoría de los gestores no tenían habilidad para predecir los precios de los valores y de que si algún fondo obtenía resultados superiores era por pura casualidad.

Brown et al. (1992) y Malkiel (1995) opinan que el hallazgo de persistencia en una determinada muestra de fondos puede deberse al llamado “sesgo de supervivencia”, muy común en las muestras de fondos, ya que los peores fondos acaban desapareciendo y las muestras utilizadas para realizar los estudios solamente suelen incluir a los fondos existentes al final del periodo muestral.

Carhart, Carpenter, Lynch y Musto (2000) encontraron que el sesgo de supervivencia debilitaba los resultados sobre la existencia de persistencia. Los fondos que desaparecen son los que lo hacen mal durante varios años, no los que lo hacen mal durante un año solamente. Por lo tanto, el hecho de no tener en cuenta estos fondos que presentan resultados negativos de forma persistente debilita los resultados de los tests de persistencia. De los autores que han investigado la existencia de persistencia con rentabilidades puras y con rentabilidades ajustadas por riesgo, se puede citar a Carlson (1970), que señaló que era más difícil encontrar persistencia con rentabilidades ajustadas por riesgo.

Una posible causa de persistencia en resultados es la práctica habitual por parte

de los gestores de asignar resultados de forma discrecional entre los fondos que gestionan para mantener alguno de ellos en los primeros puestos de los ranking. Esta mala práctica quedó regulada en España en el nuevo Reglamento de IIC⁸. A raíz de la detección por parte de la CNMV de irregularidades en la asignación de resultados entre las IIC gestionadas por una misma SGIIC, el nuevo RIIC ha incluido en su artículo 98.2 la obligación para las SGIIC de incluir en su reglamento interno de conducta unos procedimientos de control interno para prevenir este tipo de actuaciones. Específicamente, deberán establecer procedimientos de control interno que acrediten que las decisiones de inversión a favor de una determinada IIC o cliente se adoptan con carácter previo a la transmisión de la orden al intermediario. Asimismo, debe disponer de criterios objetivos y preestablecidos para la distribución o desglose de operaciones que afecten a varias IIC o clientes, que garanticen la equidad y no discriminación entre ellos.

3.1 El enfoque del regulador británico

En el Reino Unido se abrió un debate a principios de esta década entre la *Financial Services Authority* (FSA) y la *Association of Unit Trust and Investment Funds* (AUTIF) acerca de la información que se debería proporcionar a los inversores de fondos.

Este debate surgió a raíz de una serie de publicaciones de la FSA⁹ donde se discutía el uso de los resultados pasados de los fondos en las Tablas Comparativas que ella misma ofrece en su página web¹⁰. Dichos informes concluyeron que la información sobre los resultados pasados de un fondo de inversión de renta variable no es relevante para el inversor en la selección de fondos, ya que no se encontró una relación significativa entre los resultados pasados y futuros de los fondos de inversión. Además, la FSA consideró que, no sólo no es relevante, sino que puede llegar a confundir al inversor. Incluso se sugirió la posibilidad de restringir el uso de cualquier dato sobre resultados pasados en la publicidad de un fondo a pesar de (o a causa de) la importancia que los inversores otorgan a este dato.

Como contestación a estas publicaciones, AUTIF encargó en 2002 dos estudios a la consultora *Charles River Associates* (CRA) sobre la persistencia en la *performance* de los fondos de renta variable del Reino Unido, cuyo principal objetivo era defender la utilidad de la información sobre los resultados pasados de los fondos en el Reino Unido para los inversores a la hora de tomar decisiones.

La FSA replicó a los dos informes realizados por CRA en otro documento de abril de 2003 titulado *Performance Persistence in Mutual funds*¹¹, en el cual se analizan las conclusiones de dichos informes. A continuación se resume el análisis de cada uno de ellos.

8 Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

9 Bacon and Woodrow (1999). "Report of The Task Force on Past Performance". FSA 2001. Rhodes, M. (2000).

10 La página web de la FSA ofrece una serie de tablas comparativas sobre productos de inversión (pensiones, depósitos, hipotecas, fondos, ...) con el objetivo de ayudar al inversor a elegir el mejor producto. Dichas tablas se actualizan diariamente.

11 Blake y Timmermann (2003).

El primer informe de CRA (2001) se centraba en analizar la literatura académica existente sobre la persistencia en la *performance* de los fondos de inversión la cual, en su mayoría, se refiere a fondos de renta variable de Estados Unidos y Reino Unido. Una de las principales conclusiones de este informe es que los estudios analizados sugieren que los resultados pasados son una fuente de información útil para el inversor pero ha de ser utilizada de forma apropiada. Por tanto hacen un llamamiento a los reguladores para mejorar su uso más que para restringirlo. Además, si los inversores dejaran de considerar la rentabilidad pasada en su toma de decisiones esto desincentivaría a los gestores.

El segundo informe de CRA (2002) es un estudio sobre la persistencia en los resultados a partir de una muestra de fondos del Reino Unido durante el periodo 1981-2001 incluyendo tanto los fondos vivos como los desaparecidos en dicho periodo. Se diferencia de los estudios realizados con anterioridad en que utiliza las rentabilidades puras en vez de rentabilidades ajustadas por riesgo porque la mayoría de los inversores consideran las primeras más que las segundas en la toma de decisiones de inversión. Encontró mayor evidencia de persistencia con este tipo de datos que con los indicadores ajustados por riesgo.

El documento de Blake y Timmermann (2003) publicado como respuesta a los dos informes citados critica el uso de rentabilidades puras. El hecho de no ajustar la rentabilidad al riesgo puede inducir a los inversores a elegir fondos con riesgo alto, sin considerar si el elevado riesgo asumido con dicho fondo está justificado por las rentabilidades que obtiene. A largo plazo, los fondos con mayor riesgo tienden a ser los que obtienen los mejores resultados, mientras que los de menor riesgo se situarán entre los peores. De esta forma no se puede afirmar que los gestores que obtienen altas rentabilidades posean habilidades superiores de gestión, ya que cualquier gestor que quiera aumentar la rentabilidad del fondo que gestiona puede hacerlo incrementando su exposición al riesgo (por ejemplo, en el caso de los *hedge funds* lo hacen apalancándose).

La calidad de la gestión se debe medir contra un índice de referencia. Sólo los buenos gestores pueden mejorar los rendimientos de un fondo en comparación con el índice sin incrementar el riesgo. Esta habilidad es la que miden algunos de los indicadores que se han descrito en el apartado 2. Si el aumento de rentabilidad de un fondo se debe al aumento del riesgo, esto no se reflejará en el alfa de Jensen, por ejemplo.

La FSA finalmente decidió que resultaba inapropiado que ella sea la que incluya información sobre rentabilidades pasadas en sus tablas comparativas debido a que:

- El dato que deben tener en cuenta los inversores es la rentabilidad ajustada por riesgo;
- Existe poca evidencia de persistencia con este tipo de indicadores;
- La información sobre rentabilidades pasadas está disponible para el inversor, ya que se difunde por otros medios;
- El hecho de que el organismo regulador difunda esta información le otorgaría una importancia que no tiene;

- La FSA resalta la importancia de los costes a la hora de elegir un fondo y esto es lo que incluye en sus tablas comparativas.

En la actualidad, en la página web de la FSA no aparecen datos sobre rentabilidades pasadas en las tablas comparativas de fondos de inversión, pero recomienda algunos enlaces donde se puede encontrar dicha información y señala algunas directrices sobre lo que se debe tener en cuenta: considerar el riesgo que se está dispuesto a asumir; señalar el periodo de cálculo de las rentabilidades que se publican; buscar indicadores relativos de *performance*, es decir, que tomen como referencia un índice o el resto de fondos de su categoría. Tampoco se incluyen en las tablas ningún tipo de indicador de riesgo ya que, según ellos, el concepto de riesgo y el nivel que cada uno está dispuesto a asumir es muy subjetivo y difícil de cuantificar.

4 Influencia de las rentabilidades pasadas en la elección de un fondo

Si se concluye que la información sobre rentabilidades pasadas es útil para el inversor a la hora de elegir un fondo, es necesario comprobar si realmente el inversor hace uso de ella. Algunos estudios realizados encuentran la evidencia de que existe una relación positiva y significativa entre rentabilidades pasadas y flujos de entrada presentes en los fondos de inversión.

Para comprobar la relación entre el crecimiento del patrimonio de un fondo y la rentabilidad histórica se han diseñado varios modelos¹². Uno de ellos es el de Sirri y Tufano (1998) que define como variable dependiente el crecimiento neto relativo de un fondo y como variables explicativas la rentabilidad pasada, el riesgo y las comisiones. Estos autores observaron un comportamiento asimétrico por parte de los inversores, es decir, la salida de flujos cuando la rentabilidad ha sido baja es menor que las entradas producidas cuando se obtienen altas rentabilidades.

Desde la perspectiva de la teoría de la agencia, la relación positiva entre la rentabilidad de los fondos y afluencia de flujos hacia ellos constituye un sistema de incentivos para los gestores, alineándose de esta forma en parte los incentivos de ambos. No obstante, el comportamiento asimétrico de los inversores observado por Sirri y Tufano puede dar lugar también a una mayor asunción de riesgos por parte del gestor para incrementar la rentabilidad.

Se han realizado diversos estudios sobre la existencia de incentivos a asumir excesivos riesgos por parte de los gestores. En particular, el trabajo de Urra (2004) considera el objetivo de ocupar un buen puesto en el ranking como un factor que podría afectar al comportamiento del gestor ante el riesgo. Si el ranking es tenido en cuenta por los inversores y los gestores reciben su remuneración en función del volumen de fondos que manejan, el objetivo de lograr un buen puesto influirá

¹²Véase Ciriaco y otros (2002).

en el riesgo asumido. Además, se observa que este fenómeno es más intenso cuanto más cerca se encuentran de los primeros puestos del ranking.

Así pues, la mayoría de los estudios encuentran evidencia de que la información de rentabilidades pasadas juega un papel esencial en las decisiones de inversión, lo que sugiere la necesidad de una especial atención de la regulación respecto a su calidad para que esté disponible a tiempo y de forma comparable.

5 Análisis de la *performance* de una muestra de fondos de inversión de renta variable

En este apartado se analiza la *performance* de los fondos de renta variable españoles durante el periodo 2000-2006. Para ello se utiliza la ratio de Sharpe y el alfa de Jensen. La muestra está formada por 622 fondos de inversión de todas las categorías que invierten en renta variable, es decir, nacional (RVN), euro (RVE), internacional Europa (RVIE), Japón (RVI), Estados Unidos (RVIU), emergentes (RVIM) y otros (RVIO).

Para evitar en la medida de lo posible el llamado “sesgo de supervivencia” a la hora de analizar la persistencia se han incluido en la muestra todos los fondos que hayan tenido un periodo de vida superior o igual a dos años dentro del intervalo de estudio (2000-2006). A pesar de ello, existe algo de sesgo debido a la necesidad de hacer coincidir el número de datos de dos años consecutivos para hacer las regresiones y las tablas de contingencia. El sesgo es aun mayor cuando se realizan regresiones con datos de dos y tres años anteriores.

Para calcular la ratio de Sharpe con rentabilidades mensuales se ha utilizado el tipo de interés de los repos de letras del Tesoro a un mes.

Para calcular el alfa de Jensen se han clasificado los fondos de renta variable por su vocación inversora, ya que el índice de referencia es distinto para cada grupo de fondos. La elección del índice de referencia influye de forma importante en el cálculo del alfa. Estos índices no incluyen dividendos, lo cual supone una desventaja en comparación con los fondos ya que estos sí los perciben y los reinvierten.

Al comparar las ratios de Sharpe de cada año de los fondos individuales con las ratios de los índices se puede comprobar que con mercados alcistas la mayoría de los fondos lo hace mejor que su índice de referencia en términos de rentabilidad-riesgo. Esto significa que los índices experimentan una volatilidad mayor en sus resultados. Por el contrario, con mercados bajistas, los fondos que superan a su índice en términos de rentabilidad-riesgo son pocos. Una posible explicación de este comportamiento asimétrico la pueden proporcionar las comisiones y otros gastos fijos así como el coste de las operaciones dirigidas a evitar o reducir pérdidas.

Número y porcentaje de fondos que superan al índice de referencia en términos rentabilidad-riesgo (Ratio de Sharpe)

CUADRO 1

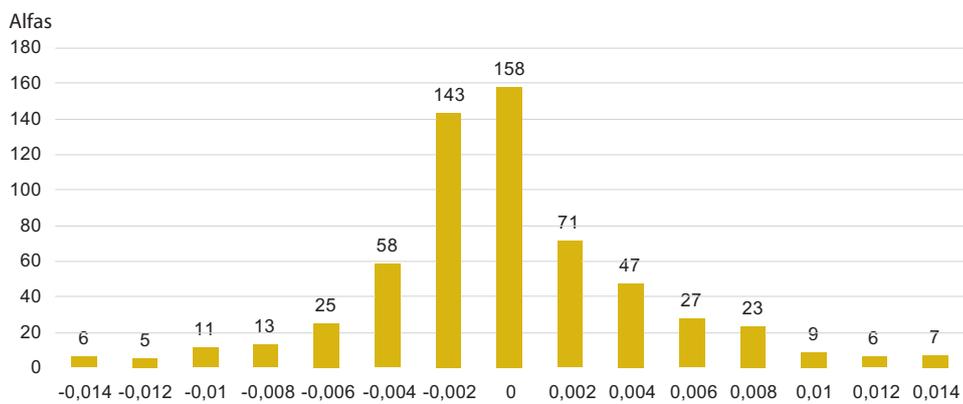
Año	Total fondos	RS fondo > RS índice	% sobre total
2000	377	43	11,4
2001	513	36	7,0
2002	564	21	3,7
2003	520	497	95,6
2004	521	425	81,6
2005	495	470	94,9
2006	483	400	82,8

Fuente: elaboración propia.

Por otro lado, se ha calculado un alfa para cada fondo para el total del periodo de estudio, 2000-2006, con datos mensuales. El número de datos utilizados para el cálculo de cada alfa oscila entre 24 y 84, en función del periodo de supervivencia del fondo. Como se puede apreciar en el gráfico 1 la distribución de las alfas muestra una concentración en torno al cero (158 fondos), al -0,4% (58 fondos), -0,2% (143 fondos), 0,2% (71 fondos) y. En total 430 fondos de los 622 que componen la muestra. No obstante, hay varios fondos con alfas positivas y otros con alfas muy negativas como se observa en la distribución de frecuencias.

Distribución de las alfas calculadas para todo el periodo 2000-2006

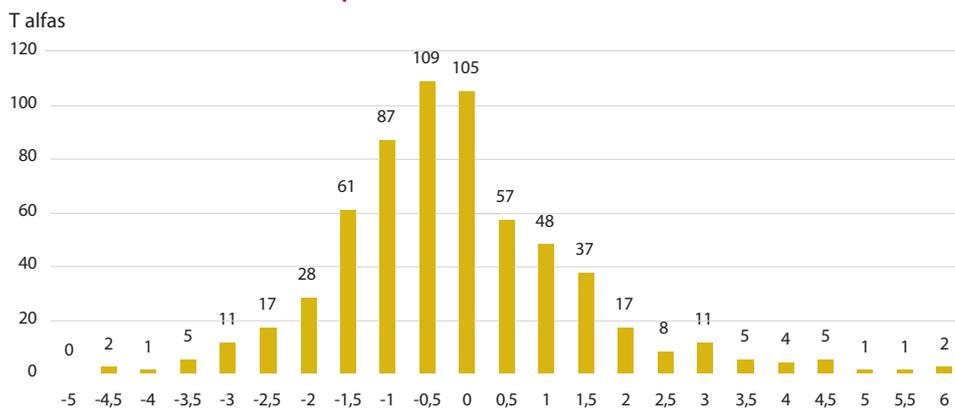
GRÁFICO 1



Fuente: elaboración propia.

En el gráfico 2 se puede ver la distribución de frecuencia del estadístico t de las alfas¹³. La mayoría de los valores obtenidos no son estadísticamente significativos al estar concentrados en torno al intervalo (-1,5,1,5).

¹³ T = alfa / desviación estándar de alfa.



Fuente: elaboración propia.

En definitiva, se deduce a partir de los resultados de las alfas que la mayoría de los gestores no muestran habilidad para seleccionar valores ganadores ni disponen de distintos niveles de información. No obstante, existen gestores que muestran una clara superioridad en la obtención de alfa positiva y estadísticamente significativa¹⁴ como se puede observar en los gráficos. Se puede afirmar lo mismo de algunos gestores en sentido inverso, es decir, la obtención de resultados claramente inferiores a los del resto de fondos.

6 Análisis de la persistencia en resultados¹⁵

Para el estudio de la persistencia se utiliza el análisis de regresiones de resultados obtenidos en años consecutivos y las tablas de contingencia. Algunos autores, como Grinblatt y Titman (1992), realizaron regresiones con datos de *performance* de diez años divididos en dos grupos de cinco años (divididos cronológicamente y de forma aleatoria); otros como Kahn y Rudd (1995) realizaron regresiones de la *performance* de la misma forma que Grinblatt y Titman (1992) y también utilizaron tablas de contingencia.

En este trabajo se utiliza el análisis de regresiones a corto y a largo plazo y las tablas de contingencia. El estudio se realiza con dos de los indicadores de *performance* mencionados, la ratio de Sharpe y el alfa de Jensen y, también, con las rentabilidades puras.

El análisis realizado con el primero de los indicadores trata el total de los fondos de inversión de la muestra como un solo grupo, tanto en las regresiones como en las tablas de contingencia. Respecto al alfa, como se ha dividido la muestra por grupos

¹⁴Una $t >= 2$ indica que el alfa estimado es significativamente distinto de cero.

¹⁵En este apartado se han eliminado todos los cuadros con los resultados obtenidos para cada indicador de *performance*. Sólo se presenta el cuadro resumen. Para ampliar el contenido véase la monografía de referencia.

de vocación para realizar los cálculos del alfa, las regresiones para constatar la existencia de persistencia y las tablas de contingencia se han elaborado para cada grupo por separado. Los grupos utilizados han sido: RVN, RVE y RVI; este último incluye los fondos de RVIE, RVIJ, RVIM, RVIO y RVIU.

El estudio de la persistencia a partir de las rentabilidades puras se ha realizado de dos formas: con todas las categorías de fondos juntas, al igual que se ha hecho con la ratio de Sharpe, y por separado, tal y como se ha hecho con el alfa de Jensen.

6.1 Análisis de regresiones

Esta metodología determina, mediante valores ex post, si la relación entre la performance de un determinado periodo y la correspondiente al periodo anterior es estadísticamente significativa.

Ratio de Sharpe

Se ha calculado una ratio de Sharpe para cada fondo y cada año, por lo tanto, se trata de ratios anuales calculadas con 12 datos mensuales. Se han realizado regresiones anuales de las ratios (Sp) así calculadas para todos los fondos de renta variable vivos durante dos años consecutivos de la forma:

$$Sp_t = a + b * Sp_{t-1} + e$$

Si b es significativo el rendimiento ajustado al riesgo de los fondos en el periodo t guarda relación con el del periodo anterior. Si además es positivo ello puede indicar una cierta persistencia. En los periodos en los que b es negativo no tiene sentido afirmar que existe persistencia, pues lo que se intenta comprobar es si los fondos tienden a repetir resultados un año tras otro, ya sea en sentido negativo o positivo, pero no con diferente signo cada año.

A continuación se realizan regresiones que toman como variable independiente la *performance* de dos y tres años anteriores para constatar si se mantiene la capacidad de predicción de la *performance* pasada para periodos de tiempo más largos. Este tipo de regresiones las plantearon Ferruz y Vargas (2004).

$$Sp_t = a + b * Sp_{t-1, t-2} + e$$

$$Sp_t = a + b * Sp_{t-1, t-2, t-3} + e$$

$$\text{Donde } Sp_{t-1, t-2, t-3} = ((1+Sp_{t-1})*(1+Sp_{t-2})*(1+Sp_{t-3})) - 1$$

Los resultados obtenidos se muestran en el cuadro 2.

Alfa de Jensen

El análisis de la persistencia mediante regresiones del alfa de Jensen se ha realizado clasificando los fondos de renta variable en tres grupos: RVN, RVE y RVI que engloban todos los fondos internacionales que invierten en países emergentes,

Japón, Estados Unidos, Europa y otros. Para cada fondo se han calculado alfas anuales con 12 datos.

Al realizar los cálculos con una muestra más reducida de fondos siendo todos de la misma categoría se constata con mayor certeza la existencia de persistencia en los fondos de RVN y RVE, tanto en las regresiones con dos periodos como en las multiperiodo (véase cuadro 2).

Rentabilidades puras

En primer lugar, se han tomado todos los fondos de renta variable como un solo grupo al igual que se hizo con el análisis a partir de la ratio de Sharpe y, posteriormente, se han dividido en tres grupos, tal y como se hizo con el análisis realizado a partir del alfa de Jensen.

Se puede afirmar que lo expuesto más arriba sobre la mayor evidencia de la existencia de persistencia hallada con rentabilidades puras se cumple también en el conjunto de fondos elegidos para este estudio y en el periodo de tiempo seleccionado.

Como se observa en el cuadro 2, el año 2003 es el que menos persistencia presenta respecto a las rentabilidades de años anteriores. En ese año se empezaron a recuperar los índices de los mercados de valores después de la crisis producida en el año 2000 por los valores tecnológicos.

6.2 Tablas de contingencia

Las tablas de contingencia, tal y como las plantearon Goetzmann e Ibbotson (1994) y Malkiel (1995), son tablas de doble entrada donde se muestra el número de fondos que tienen una determinada *performance* en dos años consecutivos. Los fondos son clasificados cada año en ganadores y perdedores en función de si los resultados están por encima de la mediana o por debajo. Al comparar el resultado con el siguiente año se pueden dar cuatro casos: ganador-ganador, perdedor-perdedor, ganador-perdedor y perdedor-ganador.

En el cuadro 2 se resumen todos los resultados del análisis de persistencia. En cada casilla se indican los periodos en los que se aprecia la existencia de persistencia para cada indicador y método.

Resumen de resultados de los tests de persistencia

CUADRO 2

	Regresiones a corto plazo	Regresiones a largo plazo	Tablas de contingencia
Sharpe	Todos menos 2001 y 2006	Todos menos 2005	Sí: 2002, 2003, 2004 No: 2001, 2005, 2006
Rentab. puras	Todos	Todos	Todos menos 2001
Jensen	RVE	Todos	Todos menos 2001
	RVI	Todos menos 2002, 2005, 2006	Todos menos 2005, 2003
	RVN	Todos	Todos menos: 2001 para GG y 2002
	RVE	Todos menos 2003	Todos menos 2003
			Todos menos: 2001, 2004, 2005 para GG 2002, 2003 para PP 2001, 2003 para GG+PP
Rentab. puras	RVI	Todos	Todos menos 2003
			Todos menos: 2003, 2006 para GG 2001, 2004 para PP 2001, 2003, 2004 para GG+PP
	RVN	Todos menos 2003	Todos menos 2003
			GG: sólo en 2005, 2006 PP: todos menos 2003 GG+PP: todos menos 2003

Fuente: elaboración propia.

Las conclusiones que se pueden extraer de este cuadro conducen a pensar que existen motivos para admitir la existencia de persistencia en la *performance* de los fondos a pesar de no estar claramente contrastada en todos los periodos, con todos los grupos y para todos los métodos e indicadores utilizados. El año 2003 es una excepción que se repite en varios casos debido, presumiblemente, a la recuperación que experimentaron los mercados en ese período. Este hecho hace pensar que la mayoría de los gestores siguen estrategias pasivas y que existe cierto “efecto rebaño” entre ellos. No obstante existen unos cuantos gestores que consiguen mejores resultados que los índices con mercados alcistas y menores pérdidas cuando los mercados caen, como se ha visto en el apartado 5. El hecho de que exista este tipo de gestores justifica la utilidad de la información contenida en los resultados pasados para los inversores a la hora de elegir un fondo.

Por otra parte, en las tablas de contingencia aparecen altos porcentajes de fondos repetidores tanto ganadores como perdedores con indicadores de *performance* ajustados por riesgo lo cual contradice la teoría de que la persistencia existe solamente en resultados negativos debido a los costes incurridos en las operaciones de búsqueda de valores infravalorados. No obstante, se observa mayor persistencia en fondos perdedores que en fondos ganadores cuando se realiza el análisis con rentabilidades puras.

7 Conclusiones

El debate sobre si las rentabilidades pasadas de los fondos de inversión influyen en las rentabilidades futuras y, por tanto, la cuestión de si esta información debe ser tomada en cuenta por el inversor ha sido extenso, sobre todo en Estados Unidos y el Reino Unido.

Muchos de los estudios existentes han intentado analizar la causa de la persistencia, ya que lo realmente relevante para el inversor es que esta se deba a las habilidades del gestor para seleccionar valores y no a otras causas como el sesgo de supervivencia en las muestras de fondos seleccionadas para el estudio, la tenencia accidental de títulos ganadores, el “efecto rebaño” entre los gestores o la asignación discrecional de resultados por parte de los gestores. Otra serie de estudios concluyen que existe persistencia en resultados negativos debida a las comisiones, costes de transacción y gastos fijos del fondo.

Desde el punto de vista del regulador, la finalidad de este debate debe ser evaluar la pertinencia de incluir en la publicidad las rentabilidades pasadas por parte de los fondos. En general, los expertos reclaman que se publique información sobre rentabilidades pasadas por parte de los fondos. Además, consideran más adecuado proporcionar rentabilidades ajustadas por riesgo, ya que de otra forma el inversor no estaría tomando la decisión adecuada. Hay gestores que aumentan la rentabilidad de sus carteras aumentando el riesgo, es decir, la beta, mientras que el alfa no varía. El alfa de Jensen es un buen indicador de la habilidad de los gestores y debe ser tenido en cuenta si el fondo forma parte de una cartera más amplia desde el punto de vista del inversor. La ratio de Sharpe es una buena medida para los que invierten su dinero en un solo fondo, ya que este indicador tiene en cuenta el riesgo total del fondo (sistemático y no sistemático).

El análisis de la *performance* realizado en este trabajo con los fondos de renta variable para el periodo 2000-2006 permite extraer las siguientes conclusiones: (i) las Ratios de Sharpe en comparación con las de los índices de referencia indican una menor volatilidad en los resultados de los fondos en comparación con los índices y, por tanto, una *performance* ajustada por riesgo superior de los fondos cuando los mercados suben. Cuando los mercados bajan, los costes fijos así como los intentos por obtener beneficios en condiciones de mercado desfavorables merman la rentabilidad de forma importante; (ii) por otro lado, las alfas mensuales calculadas para todo el periodo 2000-2006 se concentran en su mayoría en torno a cero o son negativas, lo cual indica que la mayoría de los gestores no poseen habilidad para seleccionar valores ganadores ni disponen de información que les permita obtener rendimientos anormales. No obstante, hay que destacar una serie de fondos con alfa positiva y estadísticamente significativa.

Los cálculos efectuados en este documento, tanto con indicadores ajustados por riesgo como con rentabilidades puras, apuntan a que hay información útil para el inversor en la *performance* histórica de los fondos. De hecho, en los resultados se muestra la existencia de persistencia en casi todos los periodos analizados con los dos métodos utilizados y para los diferentes indicadores de *performance*., sugiriendo, por tanto, la conveniencia de que exista este tipo de información. No obstante, cualquier acción del regulador este tema debe tener en cuenta la dificultad de definir indicadores suficientemente precisos de la calidad de la gestión, y la sensibilidad de los *ránking* de resultados de *performance* a la elección de uno u otro indicador.

8 Bibliografía

Bacon, K. y Woodrow, W. (1999): "Comparative Tables", *FSA, October*.

Blake, D. y Timmermann, A. (2003): "Performance Persistence in Mutual funds: An independent Assessment of the Studies" *prepared by Charles River Associates for the investment Management Association, FSA, April*.

Brown, S. y Goetzmann, W. (1995): "Performance persistence", *Journal of Finance* 50, pp 679-698.

Brown, S. y Goetzmann, W., Ibbotson, R. y Ross, S. (1992): "Survivorship bias in performance studies", *Review of Financial Studies* 5, pp 553-580.

Carhart, M. (1992): "Persistence in mutual fund performance re-examined", Working Paper, *Graduate School of Business, University of Chicago*.

Carhart, M. (1997): "On persistence in mutual fund performance", *Journal of Finance* 52, pp 57-82.

Carhart, M., Carpenter, J., Lynch, A. y Musto, D. (2000): "Mutual Fund Survivorship", <http://ssrn.com/abstract=238713> or DOI:10.2139/ssrn.238713.

Carlson, R. (1970): "Aggregate performance of mutual funds", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 5, pp 1-32.

Ciriaco, A. y Santamaría, R. (2005): "Persistencia de resultados en los fondos de inversión españoles", *Investigaciones Económicas, vol. XXIX (3)*, pp 525-573.

Elton, E.J., Gruber, M., Das, S. y Hlavka, M. (1993): "Efficiency with costil information: A re-interpretation of evidencies from manager portfolios", *Review of Financial Studies* 6, pp 1-21.

Fernández, P. Carabias, J.M. y de Miguel, L. (2007): "Rentabilidad de los Fondos de Inversión de Renta Variable Nacional en España 1991-2006", <http://ssrn.com/abstract=985120>.

Ferruz, L. y Vargas, M. (2004): "Persistencia en la performance de los fondos de inversión españoles de renta variable nacional (1994-2002)", *Documento de Trabajo 2004-01, Universidad de Zaragoza*.

Giles, T. Wilsdon, T. y Worboys, T. (2002): "Performance persistence in UK equity funds – A literature review", *Charles River Associates, January*.

Giles, T. Wilsdon, T. y Worboys, T. (2002): "Performance persistence in UK equity funds – An empirical analysis", *Charles River Associates, October*.

Goetzmann, W. y Ibbotson, R. (1994): "Do winners repeat? Patterns in mutual fund performance", *Journal of Portfolio Management* 20, pp 9-18.

Grinblatt, M. y Titman, S. (1992): "The persistence of Mutual Fund Performance", *Journal of Finance*, vol. XLVII, no 5, December.

Grinblatt, M., Titman, S. y Wermers, R. (1995): "Momentum investment strategies, portfolio performance and herding: A study of mutual fund behaviour", *American Economic Review* 85, pp 1088-1105.

Hendricks, D., Patel, J. y Zeckhauser, R. (1993): "Hot hands in mutual funds: Short-run persistence of performance, 1974-88", *Journal of Finance* 48, pp 93-130.

Jensen, M. (1967): "The performance of mutual funds in the period 1945-1964", *Journal of Finance*, vol. 23, no 2, pp 389-416.

Kahn, R. y Rudd, A. (1995): "Does historical performance predict future performance", *Financial Analysts Journal*, noviembre-diciembre, pp 43-52.

Malkiel, B. (1995): "Returns from investing in equity mutual funds 1971 to 1991", *Journal of Finance* 50 (2), pp 549-572.

Menéndez, S. y Álvarez, S. (2000): "La rentabilidad y la persistencia de los resultados de los fondos de inversión de renta variable", *Revista Española de Financiación y de Contabilidad* 103, pp 15-36.

Otten, R. y Bams, D. (2003): "How to measure mutual fund performance –economic versus statistical relevante", July, <http://www.fdw.unimaas.nl/finance>.

Report of the Task Force on Past Performance (2001), FSA, September.

Rhodes, M. (2000): "Past Imperfect? The performance of UK equity managed funds, FSA Occasional Paper Series no. 9, August.

Sharpe, W.F. (1996): "Mutual fund performance", *Journal of Business*, 39, pp 119-138.

Sharpe, W.F. (1994): "The Sharpe Ratio", *The Journal of Portfolio Management*, Fall.

Sirri, E.R. y Tufano, P. (1998): "Costly search and mutual flows", *Journal of Finance* 53, pp 1589-1622.

Treynor, J.L. (1965): "How to rate Management of Investment Funds", *Harvard Business Review*, XLIII, January-February, pp 63-75.

Urra Magallón, I. (2004): "Determinantes de los flujos de entradas y salidas y del riesgo asumido por los fondos de inversión en España", CEMFI, junio.

Wermers, R. (1997): "Momentum investment strategies of mutual funds, performance persistence and survivorship bias", *University of Colorado, Working Paper*.

Wermers, R. (1999): "Mutual fund herding and the impact on stock prices", *Journal of Finance* 54, pp 581-622.

Activismo e innovación financiera: implicaciones para el gobierno de las empresas

Ramiro Losada López (*)

(*) Ramiro Losada López pertenece a la Dirección de Estudios y Estadísticas de la CNMV.

1 Introducción

En la actualidad, se puede separar fácilmente la rentabilidad económica que da una acción del voto al que da derecho. Especialmente a través de los derivados OTC hechos a medida del inversor y del préstamo de valores.

Hasta fechas recientes la posibilidad de separar en una acción su poder político y su rentabilidad económica no había tenido consecuencias importantes para el gobierno corporativo de las empresas. Sin embargo, en los últimos años han aparecido unos nuevos inversores, especialmente *hedge funds*, que aprovechan en su beneficio la capacidad de disociar en las acciones su rentabilidad económica y sus derechos de voto. Estos *hedge funds* tienen como estrategia de inversión tomar parte activa en las decisiones de la empresa y ejercer derechos políticos que no corresponden con los intereses económicos que el *hedge fund* tiene en la empresa. Se producen situaciones donde un *hedge fund* recibe una rentabilidad económica de este tipo de inversiones contraria a la rentabilidad que producen las acciones de la empresa, teniendo el *hedge fund* importantes derechos de votos debido a que posee acciones.

Este tipo de estrategias de inversión en las que se utiliza la innovación financiera para influir en las decisiones de la empresa suelen ser poco transparentes. En Hu y Black (2006a) se muestra cómo los productos financieros que usan este tipo de inversores, sobre todo derivados, están diseñados para no poder ser detectados por la regulación que promueve la transparencia en el mercado de valores.

Aparte de las consecuencias presentadas anteriormente, en Kahan y Rock (2006) se señala cómo el activismo de estos inversores en la toma de posiciones sobre las decisiones de las empresas puede tener otras dos consecuencias contrapuestas: En el lado negativo, una mayor miopía en la toma de decisiones por parte de los directivos de las empresas. En el lado positivo, este activismo hará que se refuerce el control sobre los directivos y reducirá los problemas de agencia a que se enfrentan el resto de inversores.

El hecho de que haya agentes que utilicen el activismo apoyados en la innovación financiera como estrategia de inversión hace que la regulación sobre el gobierno corporativo de las empresas se enfrente al mayor desafío en las últimas décadas. El problema principal viene del hecho de que no se puede apostar por una autorregulación por parte de las empresas en esta materia. Las juntas directivas de las empresas podrían aprovechar esta oportunidad para fomentar su poder interno, aumentando su poder de voto.

En la sección 2 se presentan las formulas que tienen los inversores para separar en las acciones los derechos de voto de los rendimientos económicos. La sección 3 describe las consecuencias que tienen el activismo y la innovación financiera sobre el gobierno corporativo, además de presentar la regulación reciente sobre

transparencia a que ha dado lugar y propuestas de regulación en caso de que se comprobara su necesidad futura. Finalmente la sección 4 presenta las conclusiones.

2 Fórmulas de separación entre el derecho de voto y el rendimiento económico de las acciones

Hasta ahora, las recomendaciones de gobierno corporativo solo han tenido en cuenta de manera parcial las innovaciones en el terreno de la innovación financiera que permiten separar en una acción el poder de voto de sus rendimientos económicos.

Para entender las consecuencias de poder separar en una acción el poder de voto de sus rendimientos económicos se debe, en primer lugar, identificar la arquitectura de gobierno corporativo más habitual en las empresas cotizadas. Normalmente este tipo de empresas suele tener una sola clase de acciones con derecho a voto y cada acción da derecho a un voto. Los accionistas tienen preferencias homogéneas sobre la empresa de las que son propietarios y el objetivo de la empresa es maximizar el beneficio de sus accionistas. Normalmente existen dos tipos de accionistas, los que son directivos y los que no lo son. Estos últimos solo influyen en las decisiones que afectan a la empresa a través de la junta general de accionistas.

Para ayudar a analizar en profundidad las consecuencias que tiene la innovación financiera sobre el gobierno corporativo es útil definir una serie de conceptos (ver Hu y Black (2006a)):

- 1 **Derechos de voto:** Son los derechos de voto formales, provenientes de la posesión de acciones, e informales, los provenientes de decidir el voto de terceras partes, que posee un inversor.
- 2 **Propiedad económica:** Es la posesión de los rendimientos económicos derivados de las acciones. Esta propiedad puede ser directa cuando se poseen las acciones o indirecta cuando se posee algún producto financiero que tenga como subyacente la acción; este último tipo de producto se define como **activo asociado**. La propiedad económica, suma de la directa y de la indirecta, puede ser positiva, si va en la misma dirección que el rendimiento de la acción, o negativa, si va en sentido contrario¹.

Tras analizar las definiciones, se puede observar como la aparición de activos asociados a las acciones han creado nuevas formas de asociación entre propiedad económica y derechos de voto.

¹ Un ejemplo de propiedad económica negativa se da cuando un inversor posee 1.000 acciones de una compañía y al mismo tiempo decide vender 2.000 futuros. Durante el tiempo de vida de los futuros este inversor tendrá una propiedad económica negativa equivalente a 1.000 acciones.

En el cuadro 1 se ofrecen algunos ejemplos de cómo se aplican las definiciones a diferentes combinaciones de acciones y activos asociados:

Carteras de acciones y activos asociados

CUADRO 1

	Propiedad de Voto	Propiedad Económica	Activos Asociados	Propiedad Económica neta
Votante vacío				
Acción cubierta con un <i>Equity Swap</i>	Si	Directa	<i>Equity Swap</i>	Cero
Acción cubierta con opciones	Si	Directa	Vender call o comprar put	Cero
Captura de voto vía préstamo de valores	Si	No	No	Cero
Captura de voto vía préstamo de valores con venta en corto	Si	No	No	Negativa
Propiedad oculta moldeable				
Derechos de voto por adquisición de acciones	Derecho informal de adquirir las acciones de la contraparte	Indirecta	<i>Equity Swap</i>	Positiva
Derechos de voto por elección del sentido de voto de las acciones de otros	Derecho informal para decidir el voto de las acciones adquiridas por la contraparte	Indirecta	<i>Equity Swap</i>	Positiva

Fuente: elaboración propia.

2.1 **Votante vacío**

El votante vacío es un inversor cuya cartera de acciones y activos asociados sobre una empresa le otorga un poder de voto sustancialmente superior a su propiedad económica.

Los inversores logran una situación de votante vacío mediante el uso de derivados sobre acciones y mediante el préstamo de valores. En el caso de uso de derivados sobre acciones, normalmente son OTC. Estos derivados son usados habitualmente como estrategia de cobertura por parte del propietario de unas acciones de tal manera que la exposición final del inversor al rendimiento de las acciones se ve disminuida considerablemente, llegando incluso a poder ser negativa.

El hecho de que los inversores puedan cubrirse del riesgo de mercado de sus acciones puede tener importantes consecuencias para el gobierno corporativo de las empresas de las que estos inversores son accionistas. Estos inversores pueden mitigar los efectos que sobre el precio de sus acciones tienen las decisiones que la empresa tome a través de los votos de sus accionistas, lo que induce a incentivos perversos a la hora de emitir el voto.

El siguiente ejemplo sirve para ilustrar situaciones en que los poseedores de acciones se encuentran con incentivos perversos: Existe un inversor que no es directivo y que tiene un porcentaje determinado de las acciones de una empresa. Sobre esta empresa se lanza una opa hostil que se supone crea valor para la empresa. Los actuales miembros de la junta directiva tienen un porcentaje alto de la empresa, aunque no mayoritario, y no están interesados en que la opa siga adelante. En estas circunstancias, el inversor que no pertenece a la junta directiva podría adoptar la siguiente estrategia; sobrecubrir las acciones que posee con derivados sobre esas acciones, por ejemplo mediante la venta de un número de futuros superior al número de acciones. Esta sobrecobertura implica que el

inversor obtiene beneficios de su estrategia cuando la acción baja de precio y eso lo puede lograr fácilmente votando en contra de que se lleve a cabo la adquisición mediante la opa hostil que se lanzó.

La segunda estrategia que se puede adoptar para conseguir reducir la propiedad económica a la vez que se mantienen los derechos de voto, es pedir prestadas acciones mediante un préstamo de valores. Los contratos de préstamos de acciones (los cuales también se consideran una forma de activo asociado) traspasan los derechos de voto a los prestatarios, sin embargo el poder económico sobre las acciones se mantiene en el lado de los prestamistas. Así, el prestatario se queda con los derechos de votos pero sin la propiedad económica y el prestamista se queda con la propiedad económica y sin los derechos de voto.

El préstamo de acciones es una vía fácil para que un inversor logre una posición de votante vacío. Como se ha señalado anteriormente, un prestatario de acciones que se queda con ellas logra los derechos de voto de las acciones pero no obtiene el poder económico de las mismas. En este caso, la estrategia óptima para el inversor es pedir prestadas las acciones días antes del día del registro para la junta general de accionistas y cerrar la posición de préstamo el día después del día de registro.

En el caso de que un inversor se convierta en un votante vacío, bien por el uso de derivados o bien por el uso de préstamo de valores, no está claro que este hecho perjudique en todos los casos al conjunto de los accionistas.

2.2 Propiedad oculta

La propiedad oculta se produce cuando un inversor tiene un número de acciones inferior al mínimo exigido para su comunicación al registro de participaciones significativas pero dispone de derechos de voto superiores a ese mínimo. Esta propiedad se deriva de la posesión de acciones y activos asociados. El que la posee no suele estar obligado a revelar su posición ya que no es habitual que la legislación vigente obligue a revelar la propiedad derivada de los activos asociados. Cuando esta propiedad oculta lleva aparejada derechos de voto informales se denomina propiedad oculta moldeable.

Los derivados sobre acciones también pueden ser usados por los inversores para eludir las reglas sobre la obligación de comunicar los porcentajes de participación que poseen en una empresa. Los registros oficiales de participaciones significativas, sobre todo de los inversores no directivos, se basan en gran medida en la idea de que los votos y la propiedad económica de las acciones van unidas. Sin embargo, mediante el uso de derivados, por ejemplo equity swaps, algunos inversores disfrutaban de derechos de voto sin tener la propiedad económica de las acciones, evitando que el resto de inversores conozcan cuál es su verdadera participación en una empresa. Esta es una estrategia que está siendo utilizada por algunos *hedge funds* en los últimos años.

El hecho de que existan inversores cuyos derechos de voto efectivos representan un porcentaje significativo pero que no es público para el resto de accionistas, debido a la regulación sobre revelación de participaciones significativas, puede tener

importantes consecuencias para el gobierno corporativo de las empresas. Esto puede ser perjudicial para el conjunto de los accionistas, al dificultar las tomas de control y tener su reflejo en un menor precio de la acción.

2.3 Activos de otras empresas

Existen situaciones en las que un inversor utiliza la inversión en una empresa como activo asociado para poder influir en lo que ocurre en una tercera empresa. Se pueden identificar este tipo de comportamiento en dos circunstancias: cuando una empresa es opada y cuando se usan derivados sobre una empresa para cubrir la posición en acciones en una tercera empresa.

Cuando una empresa es opada pueden tener lugar dos circunstancias dependiendo de la propiedad económica positiva o negativa que tenga el inversor. Si un inversor tiene una propiedad económica negativa sobre la empresa opada, una estrategia que el inversor puede seguir es comprar acciones de la empresa opante para que esta abandone su intención de adquirir el control sobre la otra empresa, perjudicando al resto de accionistas de la empresa opada.

Un ejemplo clásico en que se beneficia al resto de accionistas se produce cuando un inversor compra acciones de la empresa opada y vende en corto acciones de la empresa opante.

Existen inversores que recurren a la compra de derivados sobre acciones muy correlacionadas con las acciones de su cartera, normalmente empresas del mismo sector, como estrategia de inversión. Un caso significativo se produce cuando ejecutivos con una gran participación accionarial en una determinada empresa, utilizan esta posibilidad como una manera de diversificar su cartera y reducir su concentración. Estos inversores quisieran hacer su cobertura mediante opciones *put* sobre las acciones de la empresa en que son ejecutivos, pero podrían ser acusados de *insider trading*.

3 Regulación reciente y propuestas para el futuro

3.1 Consecuencias del activismo y de la separación en las acciones del derecho de voto y de la propiedad económica

El activismo de estos inversores, especialmente *hedge funds*, en las decisiones de las empresas es estratégico y tiene lugar ex ante: Los gestores de estos *hedge funds* primero determinan si pueden obtener beneficio por tomar posiciones activas en las decisiones de una compañía; y si el resultado es positivo toman una participación en esa compañía para hacer valer su posición. Anteriormente a la aparición de estos *hedge funds*, cuando los inversores tomaban posiciones en la toma de decisiones de una empresa, siempre ocurría como consecuencia de situaciones sobrevenidas donde el inversor había tomado posiciones en la empresa antes de que se produjese esa situación.

El activismo de este nuevo tipo de inversores trae consigo ventajas e inconvenientes para el resto de accionistas y para la propia empresa. Es conveniente recordar que estos *hedge funds* persiguen la rentabilidad de sus partícipes y sus intereses a veces coinciden pero otras no con los del resto de los accionistas, especialmente de los minoritarios. En los casos en que los intereses del *hedge fund* coincidan con el del resto de accionistas, la existencia de este tipo de inversores es beneficiosa para el conjunto. Actúan como catalizadores de los intereses del conjunto de los accionistas forzando decisiones, a veces en contra de los directivos de la empresa, que les benefician a todos ellos. Sin embargo, se han dado casos en que los intereses del *hedge fund* activista no coincidían con el del resto de accionistas pero a pesar de todo intentaron convencerlos de que su posición era la correcta².

Este tipo de *hedge fund* tiene como uno de sus objetivos cambiar a la junta directiva cuando estiman que la empresa esta mal gestionada. Este objetivo de inversión hace que las juntas directivas de las empresas tengan incentivos para gestionar mejor las empresas. Esta es una situación de la que todos los accionistas se ven beneficiados, ya que la existencia de estos *hedge funds* permite que se mitiguen los problemas de agencia presentes entre los miembros de las juntas directivas de las empresas cotizadas y sus accionistas. No obstante, en Kahan y Rock (2006) se señala que la presión que estos *hedge funds* ejercen puede tener como resultado que los dirigentes incrementen su preferencia por proyectos que den resultados a corto plazo, a pesar de poder acometer mejores proyectos a mas largo plazo, con el consiguiente perjuicio para los accionistas.

Por tanto, la irrupción de este tipo de inversores ha traído consecuencias positivas y negativas para el resto de inversores que participan en los mercados de valores. Cómo se ha dicho anteriormente, muchas de las actividades que llevan a cabo estos *hedge funds* las realizan de forma poco transparente, con lo que no se sabe cual es el alcance real de sus actividades. Es necesario mejorar el conocimiento de sus actividades, y de las consecuencias que conllevan, a través de una mejora en la transparencia para poder dictaminar si es necesario llevar a cabo cambios en algunos aspectos de la regulación.

3.2 Regulación reciente y propuestas para el futuro

Algunas de las propuestas a corto plazo que han aparecido en la literatura pasan por reformar el registro de participaciones significativas y el contenido de la información que las IIC deben comunicar sobre su cartera a sus partícipes y accionistas. Estas reformas podrían permitir conocer en profundidad el alcance de la innovación financiera que diversos accionistas usan para lograr el control de las empresas o para evitar cumplir ciertas obligaciones derivadas de sus participaciones significativas, como podría ser el caso del lanzamiento de una opa

² Un caso de este tipo se produjo en el intento de compra de MONY por parte de AXA. En este caso había hedge funds a favor y en contra de que la operación se llevara a cabo. Uno de estos hedge fund, Highfields, poseía un 5% de MONY y presionó para que la compra no se llevara a cabo. Sin embargo, el interés de Highfields no puede ser entendido completamente sin saber que también poseía una posición corta en bonos convertibles en acciones de AXA. Estos bonos se convertían en acciones si la operación de compra era un éxito y se liquidaban a su valor nominal mas un tipo de interés si no se llevaba a cabo la operación. Teniendo en cuenta las inversiones de Highfields en MONY y AXA su interés era que la opa no culminara con éxito independientemente de que la compra beneficiara a los intereses del conjunto de accionistas de MONY.

por el total de la empresa³. Con información sobre el uso que los diferentes accionistas hacen de la innovación financiera, el regulador estaría en condiciones de valorar si es necesario otros cambios en la regulación del mercado de valores y en que sentido.

En España, parte de estas reformas sobre comunicación de participaciones significativas han sido adoptadas recientemente en el Real Decreto 1362/2007, de 19 octubre, sobre los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores están admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, o en otro mercado regulado de la Unión Europea⁴. En este Real Decreto se han introducido medidas que afectan tanto a los accionistas directivos como a los no directos.

En el caso de los accionistas que son directivos de la empresa, la principal novedad es la obligación de comunicar cual su posición en términos de derechos de voto. Los accionistas no miembros de la junta directiva se ven afectados por varias medidas: los umbrales de obligación de comunicar se han visto afectados, a los umbrales tradicionales del 5%, 10%,...etc se ha añadido el umbral mínimo del 3%⁵. También se extiende el actual régimen de los inversores miembros de la junta directiva a los inversores no miembros en cuanto a los tipos de activos que deben comunicar. Con este Real Decreto los inversores no miembros de la junta directiva deberán informar cada vez que sus derechos de voto crucen alguno de los umbrales, además por de las acciones que posean, por los derivados que tengan como subyacente la acción de la empresa. Con estas medidas de reforma del registro de participaciones participativas, España se pone a la vanguardia de la regulación en esta materia equiparándose con países como Reino Unido y Hong Kong.

En el futuro, caso de que estas últimas medidas contenidas en el Real Decreto no se consideraran suficiente podría pensarse en dar un paso más en el aumento de la transparencia. En el caso de la comunicación de participaciones significativas el siguiente paso sería la comunicación de las posiciones cortas siempre que se pase un determinado umbral. Estas posiciones cortas se medirían en términos de propiedad económica y en ningún caso las posiciones largas y cortas de un inversor se podrían compensar.

También en caso de estimarse necesario podría afrontarse un aumento en la información trimestral que dan las IIC a sus participes. En concreto, podría ser conveniente que incluyera los valores que tienen prestados, así como los que tienen en préstamo⁶.

Un segundo aumento de la transparencia sería un requisito previo antes de afrontar futuras reformas. El regulador primero debe conocer cual es el alcance que la innovación financiera tiene sobre el gobierno corporativo de las empresas para

³ En el artículo 60.2 de la Ley 6/2007, de 12 abril, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores se obliga a lanzar una opa al accionista de una empresa cotizada cuyo porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por ciento.

⁴ Este Real Decreto es parte de la transposición al ordenamiento jurídico español de la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado.

⁵ Se recuerda que estos umbrales son del 1% y sus respectivos múltiplos cuando el inversor tenga su residencia en un paraíso fiscal o en un país donde su regulador no mantenga relaciones con la CNMV.

poder afrontar cambios regulatorios más profundos en caso de que lo estime necesario. Afrontar cambios regulatorios sin tener la información adecuada podría dar lugar a sobre-regulación.

El hecho de que los diversos inversores de las empresas cotizadas deban informar al mercado con determinada frecuencia y en determinadas circunstancias sobre la propiedad económica y política que mantienen tiene beneficios y costes que el regulador debe tener en cuenta. En el lado del beneficio es más probable que el precio de las acciones refleje de una manera más eficiente el valor de las empresas si los inversores conocen las decisiones de los inversores significativos y los posibles cambios de control que se pueden producir en las empresas. La razón es que se permitiría un acceso fácil a una información que, en principio, es privada. Además al hacerla pública se evita su búsqueda. Por otro lado, la búsqueda privada de información también podría ayudar a mejorar la eficiencia en la formación de los precios de las acciones a la vez que activaría el mercado de toma de control de las empresas y con ello una mejor supervisión sobre la junta directiva de las empresas.

Además de las posibles reformas para aumentar la transparencia, dada la creciente internacionalización de los mercados de valores, para obtener una visión completa de lo que ocurre en los distintos mercados financieros nacionales es necesario una creciente coordinación con las informaciones que disponen el resto de reguladores internacionales.

En caso de que el regulador, a luz de la nueva información obtenida como consecuencia del aumento de la transparencia, decidiera que es necesaria una intervención regulatoria más extensa, podría tomar medidas con vistas a reformar alguno de los siguiente aspectos:

- Creación de normas que determinen los derechos de voto de los accionistas que cambien la regla de una acción-un voto.
- Mejora de la arquitectura de los sistemas políticos de decisión de las empresas.
- Intervención directa sobre los mercados que permiten separar en las acciones su rendimiento económico de sus derechos políticos.

Todas estas medidas tratan de influir en aspectos diversos y no son excluyentes entre sí.

4 Conclusiones

Con la irrupción de los derivados financieros complejos y el préstamo de valores se introdujo la posibilidad de que los inversores pudieran separar la propiedad

⁶ Si bien es cierto que es infrecuente que un fondo de inversión tenga valores prestados, ya que no puede operar en corto, teóricamente los podría tener y conseguir ser un votante vacío por el porcentaje de acciones que ha tomado prestadas. Aunque por la regulación actual no puede haber IIC de régimen común que tengan esta estrategia como una de sus formas de inversión, su uso puntual no debe ser descartado.

económica de los derechos políticos en las acciones. Sin embargo, ha sido en los últimos años cuando han aparecido inversores cuya estrategia de inversión es obtener rentabilidad a través de la influencia en el gobierno de las empresas de las que son accionistas. Estos inversores, en muchos casos *hedge funds*, han usado tanto los derivados financieros como el préstamo de valores con la función de conseguir: (i) posiciones donde la propiedad económica y los derechos políticos se separaban del principio una acción-un voto y (ii) que estas posiciones estuvieran ocultas y no fueran de dominio público.

La aparición de este nuevo tipo de inversores ha traído consecuencias positivas y negativas para el resto de inversores. En ocasiones, la influencia que tienen estos accionistas, tanto sobre la junta directiva como sobre otros accionistas, ha resultado en una toma de decisión por parte de la empresa que les ha beneficiado a ellos y ha perjudicado al resto. En cambio, también se apunta que la existencia de este tipo de accionista está reforzando el control que los accionistas ejercen sobre los directivos de las empresas, reduciendo los problemas de agencia. Además, dadas las características de este tipo de inversores, el control que ejercen directa o indirectamente sobre los directivos de las empresas puede tender a reforzar la preferencia en las empresas por los resultados a corto plazo en detrimento de los de largo plazo. Esto haría a las empresas miopes, con el consiguiente perjuicio para los accionistas.

En respuesta a esta demanda de mayor transparencia, se aprobó el Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se baja el umbral mínimo de comunicación a accionistas no directivos al 3%. Además hace que estos inversores comuniquen sus posiciones en cualquier derivado siempre que haga que su posición de voto se coloque por encima o por debajo de los umbrales 3% y todos los múltiplos de 5%. También ha hecho que los accionistas directivos tengan que dar su posición en términos de los derechos de voto que poseen.

A la luz de la nueva información que podría suministrar la reciente reforma del registro de participaciones significativas por medio del Decreto 1362/2007, de 19 de octubre podrían considerarse en el futuro acciones regulatorias de mayor calado. Así, en la literatura se han propuesto medidas adicionales cómo podría ser una reforma profunda del registro de participaciones significativas o la ampliación de la información trimestral que las IIC remiten a sus partícipes.

Más allá del aumento de la transparencia, el regulador podría eventualmente intervenir sobre la arquitectura actual de los sistemas políticos de decisión de las empresas. No obstante, este tipo de acciones sólo estaría justificado si se obtuviera evidencia contundente adicional sobre la existencia de efectos adversos de la separación entre los derechos económicos y los políticos sobre conjunto de los accionistas.

5 Bibliografía

Easterbrook F.H. y Fischel D.R. (1983). "Voting in Corporate Law", *Journal of Law and Economics*, n.º 26, pp 395-410.

- Faulkner M. (2000). "Securities Lending and Corporate Governance", *Spitalfields Advisors*.
- Grossman, Sanford y Oliver (1988). "One Share-One Vote and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, vol 20, pp 175-202.
- Helpman E. (1989). "The Simple Analytics of Debt-Equity Swaps", *American Economic Review*, vol 79, pp 440-451.
- Hu H. (1996). "Behind the Corporate Hedge: Information and the Limits of Shareholder Wealth Maximization", *Journal of Applied Corporate Finance*, pp 39-51.
- Hu H. y Black B. (2006a). "Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms", *The Business Lawyer*, vol 61, pp 1013-1070.
- Hu H. y Black B. (2006b). "Hedge Funds, Insiders, and the Decoupling of Economic and Voting Ownership: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership", *University of Texas Scholl of Law, Working Paper*.
- Hu H. y Black B. (2006c). "The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership", *Southern California Law Review*, vol 79, pp 811-908.
- Milnor J.W y Shapley S. (1978). "Value of Large Games II: Oceanic Games", *Mathematics of Operations Research*, vol 3, pp 290-307.
- Shapiro N y Shapley S. (1978). "Value of Large Games I: A Limit Theorem", *Mathematics of Operations Reserach*, vol 3, pp 1-9.
- Pagano M. y Volpin P. (2005). "The Political Economy of Corporate Governance", *Universita di Napoli Federico II, Working Paper*.
- Singh R. (1995). "Takeover Bidding with Toeholds: The case of the Owner's Curse", *Washington University at St Louis, Working Paper*.
- Zingales L. (1995). "What Determines the Value of Corporate Votes?", *Quartely Journal of Economics*, vol 110, pp 1047-1073.

III Informes internacionales

Iniciativas europeas de compensación y liquidación

Iñigo de la Lastra (*)

(*) Iñigo de la Lastra pertenece a la Dirección de Mercados Secundarios de la CNMV.

1 Introducción

La industria europea de la post contratación presenta un elevado grado de fragmentación. Existe un amplio consenso en considerar que las instituciones de compensación y liquidación trabajan con un adecuado grado de eficiencia en costes en las operaciones domésticas pero no así en las internacionales, en especial en los instrumentos de renta variable, cuya negociación se concentra actualmente en los mercados regulados.

Generalmente se reconoce que la ineficiencia en la provisión de servicios de post contratación en la Unión Europea (UE) constituye el principal factor de retardo para el proceso de integración y consolidación de los mercados de valores europeos.

Hasta el momento, la Comisión Europea (CE) ha considerado que el nivel de competencia que presentan estas actividades puede ser mejorado en lo sustancial por la propia industria, sin necesidad de la adopción de acciones legales armonizadoras específicas. Para conseguir una adecuada respuesta del sector privado la CE ha impulsado diversas iniciativas en estos últimos años, algunas de ellas aún en pleno desarrollo. También otras autoridades públicas han emprendido recientemente iniciativas para hacer más homogéneas las prácticas de compensación, liquidación y registro.

Este artículo tiene como objetivo ofrecer una panorámica de la situación actual de los servicios de post contratación en la UE y evaluar las diferentes iniciativas que se han puesto en marcha para mejorar su funcionamiento y facilitar la integración de esta industria en Europa.

El artículo se estructura como sigue: la sección segunda ofrece una breve descripción de las actividades de post contratación, sus características, las principales instituciones que proporcionan estos servicios y el marco normativo comunitario que les es de aplicación. En la sección tercera se comentan las iniciativas impulsadas por la CE comenzando, en primer lugar, por la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (MiFID), en la que se garantizan ciertos derechos de elección del proveedor de servicios de compensación y liquidación. A continuación se da cuenta de los resultados conseguidos bajo la coordinación del Grupo CESAME para eliminar los obstáculos que se oponen a la eficiencia en la liquidación de las operaciones internacionales. En tercer lugar se revisan el contenido y los primeros resultados de los compromisos suscritos en el Código de Conducta. La sección cuarta se dedica a los trabajos realizados por el Grupo Conjunto SEBC-CESR¹ para elaborar un conjunto de estándares aplicables a los sistemas de compensación y liquidación de valores. A pesar de que esta iniciativa está actualmente inactiva, se ha considerado de interés

¹ SEBC y CESR son los acrónimos de Sistema Europeo de Bancos Centrales y *Committee of European Securities Regulators* (Comité Europeo de Reguladores de Valores), respectivamente.

incluirla en este trabajo teniendo en cuenta que sus actividades podrían reanudarse en breve, atendiendo a las crecientes presiones que están ejerciendo la CE y el Banco Central Europeo (BCE).

Los desarrollos del proyecto TARGET2-Securities (T2S) lanzado por el BCE son objeto de comentario en la sección quinta. Por último, se ofrecen algunas reflexiones sobre el impacto y las transformaciones que las iniciativas mencionadas y su interacción podrían producir en la industria y en la supervisión de estas actividades y se analizan algunas limitaciones y riesgos de la estrategia adoptada por las autoridades públicas, decantada hasta el momento hacia la autorregulación.

2 Características de las infraestructuras de registro, compensación y liquidación de valores. El marco normativo armonizado de aplicación

Las infraestructuras de los mercados de valores están constituidas por las Centrales Depositarias de Valores (CDV²), Centrales Depositarias Internacionales de Valores (CDVI³) y Entidades de Contrapartida Central (ECC⁴), instituciones que proporcionan el grueso de la oferta de servicios de la cadena de valor de la post contratación, desde la compensación y liquidación hasta el registro.

Las CDV son instituciones que garantizan la integridad del registro central de valores de cada emisión, mantienen las cuentas de valores de los participantes, se ocupan de la compensación y liquidación, mediante la transferencia de valores anotados en cuenta, y reconcilian las posiciones de valores que reconoce y registra el sistema en nombre de sus participantes con las que éstos tienen anotadas y registradas en sus libros por cuenta de sus clientes. Todas ellas se consideran funciones básicas de compensación, liquidación y registro de valores. En ocasiones ofrecen servicios complementarios, de valor añadido, como el ejercicio de los derechos políticos y económicos de los accionistas, o el préstamo de valores o de efectivo.

Las CDVI (*Euroclear Bank* y *Clearstream Banking Luxembourg*) están especializadas en servicios de post contratación para los Eurobonos y otros valores negociados internacionalmente, generalmente instrumentos de renta fija. Si bien desempeñan actividades similares a las CDV, no ofrecen la función de control de la integridad de las emisiones, estando la mayoría de ellas registradas en ambas CDVI.

Las ECC son entidades cuya función principal es compensar operaciones mediante su interposición entre las partes, actuando como comprador frente a los vendedores y como vendedor frente a los compradores. Esta función conlleva la absorción del riesgo de contraparte de los participantes y simplifica la liquidación en las CDV e CDVI, garantizando el buen fin de las operaciones neteadas.

² *Central Securities Depositories* (CSD) en su denominación en inglés.

³ *International Central Securities Depositories* (ICSD) en su denominación inglesa.

⁴ Denominadas en inglés *Central Counterparties*, o CCP.

Las principales infraestructuras funcionan siguiendo dos modelos de negocio que incorporan diferentes niveles globales de riesgo. En un extremo está el modelo tradicional, con sometimiento a fuerte regulación doméstica, que permite a las CDV ofrecer únicamente servicios básicos de liquidación última y registro de valores, prohibiendo explícitamente que puedan asumir riesgos, como el derivado de la actividad de préstamo de valores o de efectivo. En este contexto se inserta actualmente la actividad de Iberclear.

En otros casos la regulación doméstica permite a las centrales de valores actuar por cuenta propia, ofreciendo servicios de corte bancario (cuenten o no con licencia bancaria) que incorporan riesgo de crédito. Las dos CDVI constituyen el exponente más claro de este modelo, ofreciendo a sus participantes crédito de efectivo o de valores, no totalmente garantizado.

Asimismo, las entidades de crédito y las empresas de inversión ofrecen algunos servicios de post contratación, como el mantenimiento del registro de valores de sus clientes (en los sistemas de tenencia indirecta), o la compensación (*clearing*) y liquidación en libros de los valores, que siempre depende en última instancia de su validación, habitualmente mediante neteo, en el sistema central de liquidación de las CDV. Por su papel auxiliar, estas instituciones están catalogadas como intermediarias dentro de la industria y no se incluyen entre sus infraestructuras.

El proceso de consolidación e integración de la oferta de servicios de post contratación de valores en Europa se considera bastante avanzado en los instrumentos de renta fija, en los que el grueso de la negociación tiene un marcado componente bilateral, en su mayoría OTC, liquidándose en buena parte en las dos CDVI. La liquidación de la renta variable se realiza fundamentalmente en las CDV domésticas y cada valor centra el grueso de su actividad en una única CDV, que concentra tanto la actividad doméstica como la internacional, lo que se considera poco razonable desde el punto de vista de la competencia.

Suele admitirse que la liquidación de las operaciones domésticas presenta un grado aceptable de eficiencia. Por el contrario, la operativa internacional (*cross border*), al verse forzada a compensar y liquidar en cada caso en una CDV determinada, precisa para ello de una cadena de intermediarios, básicamente custodios globales y locales, que encarecen notablemente los servicios, observándose diferencias muy apreciables en los precios aplicados en la cadena de intermediación. Esta situación se atribuye al insuficiente grado de competencia de estas actividades.

Los sistemas de pago utilizados en la liquidación de valores presentan asimismo un elevado grado de integración, facilitada por la moneda única y por la utilización del sistema TARGET⁵ de liquidación de pagos de alto valor, de estructura descentralizada, que interconecta los 15 sistemas nacionales de liquidación de pagos por brutos en tiempo real y el mecanismo de pagos del Banco Central Europeo. A partir de febrero de 2008 entrará en servicio TARGET², que ofrecerá una mayor versatilidad a los participantes, que podrán mejorar la gestión de sus posiciones de tesorería mediante la concentración de la liquidez en una sola cuenta de efectivo a escala europea.

⁵ Acrónimo de *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system*. El sistema sigue el principio de nivel de armonización mínimo.

Al objeto de facilitar la integración financiera, la Dirección General de Mercado Interno de la CE ha centrado el esfuerzo en la regulación de los mercados, mientras que en el área de la post contratación ha preferido, por el momento, promover medidas de autorregulación.

De hecho, la normativa europea específica sobre compensación y liquidación se remonta a las Directivas 98/26/CE, sobre Firmeza de la Liquidación en los Sistemas de Pago y Liquidación de Valores y 2002/47/EC sobre Acuerdos de Garantía Financiera.

Más recientemente, la Directiva 2004/39/EC, de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) incluye algunos artículos orientados a garantizar libertades de acceso a los sistemas de compensación y liquidación y ECC. Se ha atendido así, si bien sólo en parte, a la Resolución del Parlamento Europeo de enero de 2003, que solicitó a la CE la elaboración de una Directiva específica que desarrollara un marco común para ejercer actividades de compensación y liquidación.

3 Iniciativas de la Comisión Europea

El incremento experimentado por las operaciones internacionales y la ineficiencia observada en su compensación y liquidación han producido una creciente preocupación en las autoridades públicas.

El objetivo principal de la CE se centra en completar la integración del espacio financiero en la UE. Para conseguir un entorno eficiente, integrado y seguro en la post contratación la CE estima necesaria la participación del sector privado y de las autoridades públicas de una manera coordinada. Hasta el momento, las principales iniciativas apuestan por la autorregulación (eliminación de los obstáculos a la eficiencia en la liquidación internacional, Código de Conducta), dejando poco espacio a la acción legal armonizadora (MiFID).

Esta combinación de medidas públicas y privadas está orientada a introducir mayores niveles de competencia y transparencia en la oferta de servicios de las infraestructuras de compensación y liquidación, lo que pretende ayudar a corregir las ineficiencias detectadas.

3.1 Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID)

Promulgada en abril de 2004 y en vigor desde el 1 de noviembre de 2007, confiere respaldo legal a la ruptura del principio de concentración de los mercados y establece algunos derechos limitados de elección del proveedor de servicios de compensación y liquidación, siempre desde la perspectiva de de los mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación (SMN) y de sus participantes (empresas de inversión).

En su artículo 34 se establece para las empresas de inversión el derecho de acceso a los servicios de las ECC y de los sistemas de compensación y liquidación ubicados en otros Estados Miembros, para concertar la liquidación de sus operaciones.

El artículo 35 prescribe que las empresas de inversión y los operadores de un SMN podrán suscribir acuerdos con una ECC o un sistema de liquidación de otro Estado Miembro para compensar o liquidar algunas o todas las operaciones que hayan concluido en sus respectivos sistemas de negociación.

En el artículo 46 se confiere a los mercados regulados el derecho a suscribir acuerdos con una ECC o un sistema de liquidación de otro Estado Miembro para realizar la compensación o liquidación de algunas o de todas las operaciones concluidas por los participantes del mercado.

El ejercicio de los derechos mencionados está condicionado al previo acuerdo de la autoridad competente de los mercados regulados, SMN y empresas de inversión, que podría oponerse siempre que pueda demostrar que el acceso solicitado, desde el exterior a los sistemas domésticos o desde éstos a los de otros Estados Miembros, podría perturbar el funcionamiento armónico y ordenado del mercado regulado o SMN. Asimismo, las CDV o ECC a las que se solicitan los servicios podrían negarse a facilitarlos por motivos comerciales legítimos.

Las posibilidades de acceso transfronterizo a sistemas de liquidación garantizadas en la MiFID son de difícil ejercicio práctico, al estar condicionadas a la existencia de enlaces entre los sistemas que las hagan posible⁶ y su alcance es limitado, al no incluir derechos de elección para aquellas CDV y ECC que quieran acceder a otras CDV o ECC o a la información de las ejecuciones de las plataformas de contratación (*feeds*) de los mercados.

3.2 Identificación y superación de los obstáculos legales, fiscales y técnicos

Al objeto de acelerar el proceso de integración financiera, la CE encargó diversos estudios de valoración del grado de eficiencia de los servicios de post contratación en las operaciones internacionales en la UE⁷, en los que se puso de manifiesto la existencia de un considerable grado de ineficiencia y se identificaron determinados obstáculos que inhibían la competencia.

Para superar esta situación la CE organizó una estrategia en tres direcciones⁸. Constituyó el Grupo CESAME (*Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Expert Group*), al que encargó la coordinación de la estrategia a seguir y asimismo el control de la eliminación de los obstáculos de índole técnica y derivados de prácticas de mercado. Para ello consideró conveniente la implicación activa del sector privado, a través de la ECSDA⁹.

6 Actualmente, ninguno de los enlaces establecidos entre CDV tiene capacidad de entrega contra pago, limitándose a transferir valores libres de pago. Solamente las dos CDVI disponen de un enlace que realiza entregas contra pago.

7 Los llamados Informes *Giovannini*.

8 Establecida en dos Comunicaciones al Consejo y al Parlamento Europeos: "Clearing and Settlement in the European Union. Main policy issues and future challenges" y "Clearing and Settlement in the European Union – The way forward", en mayo de 2002 y abril de 2004, respectivamente.

9 Acrónimo de la denominación en inglés de la Asociación Europea de Centrales Depositarias de Valores (*European Central Securities Depository Association*).

Creó asimismo el Grupo FISCO (*Fiscal Compliance Group*), encargado de eliminar los obstáculos relacionados con los diferentes regímenes fiscales aplicados, y el Grupo de Certeza Legal (*Legal Certainty Group*), encargado de estudiar, diagnosticar y decidir la estrategia a seguir para superar los obstáculos de naturaleza legal.

Hasta el momento, la industria ha acordado eliminar las diferencias nacionales en tecnologías de la información e interfaces utilizadas por los proveedores de compensación y liquidación mediante la implantación del nuevo Protocolo Común de comunicaciones de SWIFT¹⁰. El grado de efectividad de este acuerdo será controlado estableciendo un objetivo para cada infraestructura (en términos del número de procesos cubiertos por los mensajes compatibles con el nuevo protocolo), que debería cumplirse al menos dentro del plazo establecido para eliminar este obstáculo, de marzo de 2011. Asimismo, se ha comprometido a utilizar códigos ISIN para identificar los valores y a dotarse de estándares para conseguir mayor grado de firmeza en la liquidación. También se consideran eliminados los obstáculos de falta de armonización del respaldo legal a los acuerdos de neteo bilateral y a la utilización de garantías, al estar completamente transpuesta la Directiva 2002/47/EC sobre Acuerdos de Garantía Financiera en todas las jurisdicciones.

3.3 El Código de Conducta

En un discurso pronunciado el 11 de julio de 2006 ante los miembros de la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo, el Comisario McCreevy resumió las principales líneas de actuación de la CE para el área de la compensación y liquidación.

Anunció que se acelerarían las tareas encaminadas a eliminar los llamados obstáculos técnicos y de prácticas de mercado identificados en los Informes Giovannini, gestionadas por el Grupo CESAME, teniendo en cuenta que a mediados de 2008 termina su mandato.

Informó asimismo que la industria se había comprometido a suscribir un acuerdo para reforzar la transparencia, interoperabilidad y competencia en el sector. Este compromiso ayudaría a facilitar la integración de los sistemas de compensación y liquidación y permitiría a los usuarios elegir el proveedor de servicios de compensación y liquidación. El acuerdo de la industria debería formalizarse mediante un Código de Conducta (CdC), que contendría las líneas generales de actuación y establecería plazos para conseguir los objetivos mencionados.

El CdC se publicó el 7 de noviembre de 2006 y desarrolla tres grandes líneas de actuación para conseguir una mayor transparencia y comparabilidad en los precios aplicados, facilitar el acceso y la interoperabilidad entre mercados, CDV y ECC, y elaborar contabilidades separadas e individualizar los precios y costes de los servicios ofrecidos, dentro de cada rama de actividad.

¹⁰La Sociedad para la Telecomunicación Financiera Interbancaria Mundial. Provee servicios de mensajería seguros para las comunicaciones interbancarias que son ampliamente utilizados en los mercados de divisas, de dinero y de valores para los mensajes de confirmación y de pago.

La CE estableció un grupo específico (*Monitoring Group, MOG*) de seguimiento del desarrollo de la implantación del CdC y control de su cumplimiento. El MOG está presidido por la CE y asisten representantes de las Direcciones de Mercado Interno y Servicios, Asuntos Económicos y Financieros y Competencia de la CE, del BCE y de CESR. Además, cuenta con representantes de los usuarios y de las infraestructuras.

Entre las funciones del MOG están la de servir de enlace entre las autoridades y reguladores nacionales, el CESAME y los signatarios del CdC, en el proceso de verificación de los compromisos de elaboración de contabilidades separadas por ramas de actividad e individualización de los precios y costes de los servicios ofrecidos.

En principio, el CdC se aplicará solamente a los instrumentos de contado de renta variable, no descartándose en el futuro extender su cumplimiento al ámbito de los instrumentos de renta fija y a los productos derivados.

En cierta medida, la extensión del ámbito de aplicación del Código se ha vinculado a la efectividad de otras iniciativas para dotar de mayor transparencia a otros instrumentos negociables (posible ampliación de las medidas de transparencia contempladas en la MiFID a instrumentos de renta fija y derivados).

El código fue suscrito por la totalidad de las CDV pertenecientes a ECSDA, las ECC agrupadas en EACH¹¹ y los mercados miembros de FESE¹², incluyendo algunas instituciones de países que no son miembros de la UE.

3.3.1 Transparencia y comparabilidad en los precios aplicados

Los signatarios se han comprometido, en primer lugar, a publicar en sus sitios de Internet los precios que apliquen a cada servicio individual ofrecido, incluyendo una breve descripción de cada servicio, facilitando así a los usuarios su comparabilidad. Esta medida se aplicó a partir del 31 de diciembre de 2006, si bien se está en proceso de conseguir mejoras en algunos aspectos relativos a los descuentos ofrecidos, ejemplos de tarificación y reconciliaciones de facturación.

3.3.2 Acceso e interoperabilidad entre mercados, CDV y ECC

En segundo lugar, en el CdC se establecen las condiciones y el proceso a seguir para garantizar a los usuarios derechos efectivos de acceso a los sistemas en condiciones transparentes y no discriminatorias, para facilitar la consecución de interoperabilidad entre plataformas de negociación, cámaras de contrapartida central y sistemas centrales de liquidación de valores. El plazo de implantación de este compromiso se estableció en el 30 de junio de 2007.

El CdC contempla los derechos de las ECC y CDV a acceder a otras ECC, CDV y *feeds* de los mercados; de las CDV a las *feeds* de las ECC y, finalmente, de los mercados a las CDV y ECC para liquidar y compensar operaciones. Con ello se extienden a las CDV y ECC los derechos de elección del lugar de la compensación y liquidación que los artículos 34, 35 y 46 de la MiFID garantizan a las empresas de inversión, mercados regulados y SMN.

¹¹ Acrónimo de *European Association of Clearing Houses* (Asociación Europea de Cámaras de Compensación).

¹² Acrónimo de *Federation of European Securities Exchanges* (Federación Europea de Bolsas de Valores).

El acceso puede ser de tres tipos¹³: acceso de una CDV o ECC como participante de otra CDV o ECC (acceso unilateral estándar), acceso como participante que además pretenda disponer de determinados servicios adaptados a la medida de sus necesidades (acceso unilateral a medida) o acceso de una CDV o ECC a la *feed* de las operaciones de otra organización.

Por interoperabilidad debe entenderse cualquier modalidad avanzada de relación entre organizaciones mediante la cual una institución no precise de la conexión general a los servicios estándares de la otra sino que pueda acordar con ella el establecimiento de soluciones a medida. Las instituciones que concierten acuerdos de interoperabilidad deberán efectuar desarrollos técnicos apropiados para ello. Entre sus objetivos, la interoperabilidad pretende hacer posible que los usuarios puedan elegir diferentes proveedores para cada servicio.

Los procedimientos para atender las solicitudes de acceso serán públicos y las denegaciones solamente podrán justificarse atendiendo a criterios de riesgo o por motivos comerciales legítimos, de manera análoga a lo establecido en la MiFID para las libertades de acceso. El rechazo deberá ser comunicado al solicitante debidamente justificado y por escrito. En caso de discrepancias, se establecerán mecanismos de mediación. Las organizaciones solicitantes deberán en todo caso respetar el marco legal, regulador y fiscal de la jurisdicción a la que pertenezca la institución a la que se pretende acceder.

Hasta el 8 de octubre de 2007 se han cursado ya algunas solicitudes de acceso e interoperabilidad, siempre circunscritas a instrumentos de renta variable.

La mayor parte de las solicitudes proceden de las ECC integradas en los principales grupos de negocio de la industria europea de valores. La ECC británica *LCH.Clearnet Ltd* ha pedido acceso a la *feed* de *Virt-x*, la plataforma suiza de negociación internacional para los principales valores europeos de renta variable, a la CDV y ECC de Suiza y a la *feed* y CDV del Reino Unido. La ECC del Grupo *Euronext, LCH.Clearnet SA*, ha solicitado acceso a las CDV y feeds de Bélgica, Francia, Holanda y Portugal. La ECC suiza *SIS x-clear* ha pedido acceder a la *feed* de *Virt-x*. La ECC para la renta fija alemana *Eurex Clearing* ha solicitado acceso a la *feed* y a la CDV de Alemania.

Las restantes solicitudes las han cursado las dos CDVI, que pretenden acceder a *Clearstream Banking Frankfurt*, la CDV alemana, y esta última, que ha pedido acceso a las CDV de Bélgica, Francia, Holanda y Suiza y a la *feed* y ECC de Alemania.

La puesta en práctica de la aceptación de estas solicitudes y de otras que puedan producirse en el futuro está poniendo de manifiesto la diversidad de regímenes legales existentes en la UE en esta materia. Por ejemplo, en Alemania las ECC deben tener obligatoriamente estatuto de banco, lo que exigiría la transformación en banco de una ECC que quisiera acceder a sus infraestructuras. En Finlandia solamente pueden constituirse y tener actividad ECC finlandesas. La estructura de los organismos de supervisión tampoco es uniforme. En algunas jurisdicciones el banco central tiene funciones claras de supervisión en materia de compensación y liquidación y exclusivas para las ECC, mientras que en otras las tiene compartidas con el regulador de valores.

¹³Pueden consultarse los detalles en la Guía sobre acceso e interoperabilidad ("*Access and Interoperability Guideline*") publicada por EACH, FESE y ECSDA el 28 de junio de 2007.

3.3.3 Separación de contabilidades e individualización de precios y costes de los servicios

En tercer lugar, a partir del 1 de enero de 2008, los signatarios que pertenezcan a grupos que tienen negocios integrados deberán elaborar contabilidades separadas e individualizarán los precios y costes de los servicios ofrecidos (*unbundling*). Con ello se pretende fomentar la competencia, haciendo transparente la relación entre ingresos y costes de los distintos servicios, facilitar la detección de potenciales subvenciones cruzadas entre los diferentes servicios y permitir que los usuarios puedan elegir los servicios que deseen.

Los servicios de los mercados, CDV y ECC serán individualizados, diferenciando entre la apertura de cuentas de valores anotados en cuenta, la compensación y la liquidación, la provisión de crédito, el préstamo de valores y la gestión de garantías. La individualización permitirá que cualquier cliente utilice un servicio concreto sin estar obligado a contratar los restantes al mismo proveedor. Cada servicio estará disponible al precio aplicable publicado.

Se permiten las ofertas a precios especiales para un grupo de servicios pero siempre estando éstos disponibles por separado aplicando los precios individualizados. Además, los precios de las ofertas especiales deberán ser transparentes y publicarse según lo establecido en la primera parte del CdC.

Todo grupo que incluya uno o más mercados, CDV o ECC deberá entregar, a requerimiento de sus reguladores nacionales, las cuentas anuales por separado. Las entidades que ofrezcan servicios de compensación y liquidación en una estructura separada deberán informar, a requerimiento de sus reguladores nacionales, de los ingresos y costes de esos servicios por separado, de forma que puedan detectarse posibles subvenciones cruzadas entre servicios.

Los signatarios efectuarán una valoración anual del cumplimiento de esta parte del CdC y encargarán a un auditor externo la emisión de un informe de evaluación del grado de cumplimiento de esta parte del CdC a partir de su propio informe de auto evaluación. Ambos informes estarán a disposición del regulador respectivo. El primero, le será enviado de oficio. El segundo, a demanda del regulador, si bien los signatarios están dispuestos a remitir ambos, de oficio, sin necesidad de serles solicitados. La primera valoración se hará el 1 de enero de 2008, a partir de los datos de actividad de 2007.

Hasta el momento, los signatarios no han conseguido armonizar los criterios y procedimientos que utilizarán para elaborar estos estados contables, por lo que no está garantizada la detección de potenciales subvenciones cruzadas tal y como prevé el CdC.

Está pendiente de definir cuál será la participación de los reguladores integrados en CESR en este proceso, hasta qué punto podrán transmitir al MOG parte de la información de valoración recibida, para evitar potenciales problemas de riesgo moral, teniendo en cuenta las restricciones legales existentes en cuanto a la confidencialidad de la información y, por otra parte, la carencia de base legal para que desempeñen estas actividades. Asimismo, deberá buscarse solución para la participación en el proceso de verificación del cumplimiento de los reguladores de aquellas instituciones signatarias del CdC no pertenecientes a la UE.

4 Grupo de Trabajo Conjunto sobre compensación y liquidación del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Comité Europeo de Reguladores de Valores (SEBC-CESR)

El 25 de octubre de 2001 el SEBC y CESR acordaron la creación de un Grupo Conjunto para desarrollar un marco de regulación y supervisión claro y equitativo para la compensación y liquidación de valores en la UE. El marco pretendido consistiría en un conjunto de estándares a satisfacer por los sistemas de compensación y liquidación de valores de la UE. Partiendo de las recomendaciones de CPSS-IOSCO¹⁴ publicadas en noviembre de 2001, se reforzarían éstas para adaptarlas a las necesidades de los sistemas de la UE y se convertirían en estándares, que conllevan un coste de reputación más elevado, en caso de incumplimiento.

Con los estándares se pretende mejorar la estabilidad financiera, reduciendo el riesgo sistémico, crear un marco de regulación equilibrado de coste moderado e impacto limitado sobre las infraestructuras del mercado, dotar de mayor seguridad, solidez y eficiencia a los sistemas de compensación y liquidación, a base de definir las condiciones apropiadas para la reducción de los riesgos asociados a estas actividades, y promover y apoyar la integración de los mercados en la UE, mediante estructuras más competitivas y normas sólidas y seguras que aumenten la confianza en los sistemas y refuercen la protección de los inversores.

Se decidió aplicar una metodología de enfoque funcional de la regulación, de manera que los estándares se aplicarían a todas las funciones de la cadena de servicios de compensación y liquidación y estarían dirigidos a las instituciones que los desempeñaran, independientemente de su estatuto institucional. Si bien los estándares no tienen carácter de normativa comunitaria, los reguladores y supervisores se comprometieron a integrarlos en sus respectivos marcos de valoración de los sistemas, a seguir de cerca su implantación y a controlar su cumplimiento. De esta forma se consideró que podrían sustituir la carencia de un marco legal armonizado en la UE, a pesar de que en algunos casos el cumplimiento de los estándares podría requerir cambios en los marcos legales domésticos, que podrían precisar la implicación de las autoridades públicas¹⁵.

En septiembre de 2004 se publicó el documento de estándares¹⁶, en el que se incluía a los bancos custodios en su ámbito de aplicación, dejando sin cerrar algunas cuestiones sustantivas, como el estatus que deberían tener las CDV, el nivel exigible de cobertura de los riesgos asumidos por el crédito intradía y la articulación de una supervisión coordinada de los sistemas.

¹⁴Committee on Payment and Settlement Systems e International Organisation of Securities Commissions, respectivamente.

¹⁵El momento más álgido en el proceso de elaboración de los estándares coincidió con la decisión de la CE de no atender la petición del Parlamento Europeo de elaborar una Directiva específica para la compensación y liquidación. De algún modo los estándares contribuyeron a la decisión de no emprender una acción legal correctora, al considerarse que ayudarían a mejorar significativamente el grado de armonización de las prácticas de supervisión y el tratamiento de los riesgos asumidos por los sistemas.

¹⁶Standards for Securities Clearing and Settlement in the EU.

A lo largo de 2005, el grupo SEBC-CESR analizó estos y otros temas pendientes, junto con el Comité Europeo de Supervisores Bancarios, que se comprometieron a vigilar y supervisar los riesgos de crédito intradía asumidos por las instituciones con estatuto de banco. Sin embargo, no fue posible cerrar un acuerdo. Entre los asuntos más conflictivos destaca el ámbito de aplicación. La inclusión de los bancos custodios y de las CDVI, todos ellos con estatuto bancario, fue considerado por algunos como una potencial doble regulación para estas instituciones, ya sujetas a la normativa prudencial aplicable a las instituciones de crédito en el marco de Basilea II.

Asimismo, el tratamiento de la cobertura de los riesgos de crédito, incluyendo los derivados del crédito intradía, tampoco superó las discrepancias, manifestadas especialmente por las jurisdicciones supervisoras de las CDVI, que se opusieron a suscribir la completa cobertura de las posiciones abiertas. Tampoco se consiguió consenso a la hora de definir las funciones básicas que caracterizan una CDV y las de valor añadido que puedan desempeñar estas instituciones, reflejando una vez más la diversidad de los marcos legales domésticos existentes en la UE. La liquidación con dinero de banco central fue otro asunto controvertido, que no encontró apoyo en las jurisdicciones que supervisan las CDVI. Tampoco hubo acuerdo en aspectos relacionados con la supervisión coordinada de los sistemas.

A lo largo de 2007 diversas instituciones se han pronunciado a favor de reanudar el trabajo del Grupo Conjunto SEBC-CESR, para finalizar los estándares sobre compensación y liquidación. En primer lugar la CE, que recomienda ahora que los estándares se desarrollen respetando un enfoque institucional de la regulación, que sean de aplicación obligatoria a las CDVI, pero no necesariamente a los bancos custodios, cuyos riesgos considera que están debidamente atendidos en el marco de Basilea II. Ello ayudaría a reforzar algunos aspectos de la seguridad de la industria de la post contratación, incluyendo la reducción de los riesgos inherentes a sus actividades. En este sentido, los estándares tendrían una función complementaria de los compromisos de acceso e interoperabilidad contemplados en el CdC, a la vez que proporcionarían a los reguladores de valores un marco homogéneo de supervisión del cumplimiento de los artículos 34, 35 y 46 de la MiFID. Si al final se hicieran de aplicación exclusiva a las CDV y CDVI, su ámbito de cobertura sería idéntico al del CdC.

También el BCE está apoyando decididamente la finalización del documento de estándares, su adopción e implantación, atendiendo a la necesidad de disponer de un marco de regulación armonizada para la compensación y liquidación en Europa, muy conveniente para el proyecto T2S. En particular, el estándar 18 dedicado a la regulación, supervisión y vigilancia de los sistemas, sería de especial utilidad para organizar un modelo de supervisión y vigilancia de los sistemas, basado en la coordinación entre las autoridades responsables, que traería externalidades positivas para la supervisión y beneficiaría al esquema futuro de gobierno del proyecto T2S.

En el ámbito de CESR, por el momento, no existe unanimidad sobre la conveniencia de retomar este proyecto. No obstante, CESR encuentra necesario estrechar la coordinación de la supervisión de los sistemas de compensación y liquidación, para atender debidamente a las operaciones transfronterizas, cada vez más frecuentes, a la vez que desea avanzar en la armonización de las prácticas

de supervisión y vigilancia de los sistemas. Si bien existe ya experiencia de supervisión coordinada por parte de las autoridades de las jurisdicciones en las que ofrece servicios el Grupo Euroclear, las crecientes solicitudes de acceso e interoperabilidad que se están produciendo hacen cada vez más necesario avanzar en esquemas cooperativos de supervisión.

La mayoría de los organismos reguladores integrados en CESR es partidaria de un desarrollo normativo específico para la compensación y liquidación, en forma de Directiva o Reglamento, que defina y armonice, en particular, los niveles razonables de asunción de riesgo que se permitan a los sistemas y las coberturas aplicables. Sin embargo, no parece existir el mismo grado de consenso en el contenido de las prescripciones a incluir en esta norma común ni en el enfoque a seguir en cuanto a las actividades que se permitan a las infraestructuras de post contratación.

Por el momento, CESR ha creado un nuevo Grupo de Expertos en Post Contratación (PTEG¹⁷) que, entre otras, tiene como funciones el asesoramiento a CESR, en su calidad de miembro del MOG, en la definición del papel a desempeñar por los reguladores de valores en el control del cumplimiento del CdC y también la preparación de la participación de CESR en el Grupo Asesor (*Advisory Group*) del proyecto T2S, al que acude como observador, vigilando de cerca el desarrollo de los trabajos de este proyecto y, en particular, atendiendo a su encaje legal y a su potencial impacto sobre la industria.

5 TARGET2-Securities¹⁸

En julio de 2006 el Consejo de Gobierno del BCE (CG) anunció su intención de valorar la posibilidad de ofrecer servicios de liquidación en dinero del banco central para las operaciones de valores en una plataforma única que operaría el Eurosistema dentro del nuevo sistema de pagos TARGET2. El desarrollo de este proyecto contribuirá a reducir el nivel general de riesgo sistémico de las actividades de liquidación en Europa.

El principal objetivo de T2S es proporcionar a la industria europea de valores una plataforma única y armonizada para liquidar en dinero de banco central todas las operaciones en valores, domésticas e internacionales, que tendrán el mismo tratamiento y podrán ser consideradas todas ellas domésticas. T2S ofrecerá a sus participantes un servicio eficiente, contribuyendo a acelerar la integración y a favorecer la competencia en los servicios de post contratación. Las CDV seguirán realizando las restantes funciones de la post contratación, incluyendo las de custodia y servicio de activos.

De este modo, T2S complementa la estrategia que sigue la CE para dotar de mayor eficiencia y seguridad a los servicios de post contratación dentro de un marco que

¹⁷ Acrónimo de *Post Trading Expert Group*.

¹⁸ Sobre este tema, ver artículo de Susana Núñez y Montserrat Jiménez, en este mismo Boletín.

garantice la igualdad de oportunidades. El proyecto contribuirá a reducir la fragmentación de la industria en la UE, si bien de manera parcial, y a moderar los costes de la liquidación en Europa, aumentando su eficiencia.

La participación de las CDV en T2S será voluntaria y aquellas pertenecientes al área Euro que no quieran utilizar el nuevo sistema seguirán disponiendo de un interfaz para poder liquidar sus operaciones en dinero de banco central. También podrán participar en T2S las CDV no pertenecientes a la zona Euro. T2S valorará más adelante extender la liquidación a otras monedas diferentes del euro, en función de la participación y de la demanda existente para ello. Cumplirá con los requisitos del CdC, se dotará de una estructura de gobierno adecuada que cuente con representación de los participantes en el proyecto, estará adecuadamente supervisado y se someterá a las leyes de la competencia.

T2S proporcionará una alternativa sencilla a la consecución de acceso e interoperabilidad entre los mercados, CDV y ECC, sin necesidad de construir soluciones específicas bilaterales en cada caso, tal y como contempla el CdC, lo que constituirá un impulso decisivo a la posibilidad de ejercer en la práctica el derecho a la libertad de elegir el lugar de liquidación, permitiendo que los participantes puedan centralizar sus cuentas de valores en una misma CDV, a su elección, para trabajar en toda la UE.

Asimismo, la participación conjunta de los reguladores de valores y de los bancos centrales en alguna modalidad de vigilancia coordinada del nuevo sistema ayudaría a superar los tradicionales conflictos de interés inherentes a la vigilancia de los sistemas de pago operados por los bancos centrales, dotando de una mayor credibilidad y respaldo al proyecto.

En este aspecto, la reanudación de los trabajos conjuntos de ESBC-CESR constituiría sin duda un elemento muy importante de cara al futuro del proyecto.

6 Reflexiones finales

Las iniciativas europeas comentadas y su complementariedad pueden considerarse positivas para dotar a las actividades de post contratación de valores de un mayor grado de eficiencia, introducir una mayor competencia en la provisión de estos servicios y conseguir una mayor integración de sus instituciones proveedoras en Europa.

El enfoque seguido, que potencia el papel de la autorregulación, tiene sin embargo algunas limitaciones. El éxito que consiga el desarrollo conjunto de estos proyectos dependerá crucialmente de la voluntad y de la activa colaboración de la industria. Asimismo, este planteamiento tiende a preservar la heterogeneidad de los regímenes legales que actualmente son de aplicación a las actividades de post contratación en las jurisdicciones de la UE, incluyendo los que gobiernan los aspectos institucionales (condiciones exigibles para ofrecer los servicios), la fiscalidad aplicable y el nivel de supervisión al que deben someterse.

La estrategia que preside estas iniciativas tampoco está exenta de algunos riesgos. Se renuncia a establecer condiciones homogéneas para todas las entidades que proveen servicios de post contratación, lo que podría hacer difícil competir en igualdad de oportunidades. De hecho, no puede excluirse la posibilidad de que este conjunto de medidas incentive una competencia reguladora a la baja entre los países miembros¹⁹ que conduzca a la reducción del nivel promedio de exigencia de las regulaciones de la UE. Asimismo, la acción combinada de estas iniciativas podría llegar a afectar a la configuración futura de la industria de la post contratación, que podría experimentar una reordenación favorecedora de la actividad de las entidades de crédito, que estarán en mejor disposición de asumir los riesgos que conllevan las actividades de calor añadido.

Por ello, las autoridades europeas deberán vigilar de cerca los resultados que se vayan obteniendo, valorar hasta qué punto la industria se desempeña en un marco equilibrado para la competencia y asimismo reevaluar periódicamente la necesidad de conferir un mayor protagonismo a la regulación directa si la autorregulación se muestra insuficiente para resolver los fallos de mercado²⁰.

En todo caso, la situación actual representa una creciente complejidad para la actividad supervisora, que deberá adecuar sus prácticas y procedimientos a los cambios en los procesos de envío de la información de operaciones y a la potencial fragmentación del negocio de la renta variable que podría producirse con la MiFID. Los supervisores deberán afrontar una actividad creciente de operaciones en valores en los mercados bajo su jurisdicción o en el ámbito OTC, canalizada por empresas de inversión domésticas o de otros Estados Miembros, sin presencia física local, cuya compensación y liquidación se realice en las ECC o CDV de otras jurisdicciones y en un ambiente de riesgo probablemente superior al actual. Todo ello exigirá un considerable esfuerzo de mejora en la coordinación de la supervisión, que permita una mayor agilidad en la transmisión de datos entre los supervisores, incluyendo titularidades, y que precisará de esquemas de trabajo conjuntos.

¹⁹*Race to the bottom.*

²⁰Las autoridades españolas han publicado el estudio *Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*. Informe conjunto Comisión Nacional del Mercado de Valores - Banco de España. Diciembre 2007.

Target2-Securities

Susana Núñez y Montserrat Jiménez (*)

(*) Susana Núñez es Directora del Departamento de Sistemas de Pago del Banco de España. Montserrat Jiménez es analista del mismo Departamento. Sus opiniones vertidas en este artículo se hacen a título personal y no reflejan necesariamente las del Banco de España.

1 Introducción

Desde el inicio de la Unión Europea (UE), dos objetivos han marcado el rumbo de las iniciativas públicas europeas en el ámbito financiero. De un lado, el establecimiento de una moneda única y del otro, la consecución de un mercado único de servicios financieros para toda la UE. En concreto, el Consejo Europeo de Lisboa de marzo de 2000 reconoció el papel central de unos mercados financieros eficientes para la competitividad europea a largo plazo y para el desarrollo económico: *“Los mercados financieros eficientes y transparentes alientan el crecimiento y el empleo mediante una mejor asignación del capital y una reducción de sus costes, por lo que son de vital importancia para la promoción de nuevas ideas, el apoyo a la cultura empresarial y el fomento del acceso a las nuevas tecnologías y de su utilización. Es fundamental explotar el potencial del euro para aumentar la integración de los mercados financieros de la UE. Además, unos mercados de capital riesgo eficientes desempeñan un importante papel en las PYMES innovadoras de elevado crecimiento y en la creación de nuevos puestos de trabajo duraderos”*.

Las iniciativas privadas y públicas surgidas en los últimos años con el objetivo de aumentar la competencia entre las infraestructuras de valores se han desarrollado con bastante lentitud y hasta ahora han tenido un efecto escaso en la integración de los mercados financieros en Europa. Uno de los requisitos claves es la eliminación de la elevada fragmentación de las infraestructuras de los mercados de valores. Los movimientos del mercado han sido insuficientes, en parte debido al hecho de que las infraestructuras actúan como monopolios en el ámbito nacional, por las características propias¹ de su actividad (monopolios naturales) y por el amparo que encuentran en las regulaciones nacionales.

En el ámbito de las infraestructuras de pagos, los bancos centrales han venido trabajando, especialmente desde la introducción del Euro, para conseguir que las transferencias de efectivo en Europa se hagan de forma eficiente, segura y en igualdad de condiciones para todas las entidades participantes. En una primera etapa, el Eurosistema creó el sistema TARGET (sistema de pagos bruto en tiempo real) mediante el enlace de cada uno de los sistemas de liquidación de pagos de los bancos centrales con el resto. Es decir, en un primer momento se optó por una arquitectura descentralizada y con una armonización que alcanzaba a los aspectos más relevantes (RTGS², horarios, criterios de acceso al crédito intradía, etc.). Posteriormente, ante la demanda por parte de las entidades financieras europeas de unos servicios de pago modernos, armonizados y que cubriesen sus necesidades en un entorno cada vez más internacional, el Eurosistema comenzó el desarrollo de la segunda generación del sistema TARGET, un sistema de grandes pagos centralizado (TARGET₂) que ha iniciado su funcionamiento en noviembre de 2007 y que integra operativamente en una única

¹ Tales como las economías de escala y de alcance ó externalidades de red.

² Sistema de liquidación bruta en tiempo real.

plataforma técnica los sistemas de pagos que venían gestionando cada uno de los bancos centrales, aunque legalmente continúa existiendo un sistema por cada banco central. TARGET2 (T2) ofrece a todas las entidades participantes los mismos servicios, funcionalidades, interfases y una única estructura de precios. Es decir, permite a las entidades operar bajo las mismas condiciones en toda Europa, promoviendo la eficiencia y la integración en los mercados financieros. T2 permite a los participantes centralizar su liquidez en una única cuenta y, por tanto, mejorar su gestión de tesorería. T2 ofrece también servicios de liquidación de efectivo a otros sistemas que liquidan en dinero del banco central³, como es el caso de los sistemas de pago al por menor, las cámaras de compensación y los sistemas de liquidación de valores.

En este contexto, de integración de las infraestructuras de liquidación de pagos por el Eurosistema, y teniendo en cuenta la fragmentación, en cuanto al número y diversidad de modelos, de los sistemas de liquidación de valores surge la idea de TARGET2-Securities (T2S). Este proyecto, ofertado por el Eurosistema a los DCV⁴ sigue un modelo de integración prácticamente paralelo al que brevemente acaba de describirse para T2. Se pretende, al igual que en T2 para el efectivo, integrar en una plataforma técnica única, en la que correrían las cuentas de valores de los DCV, la liquidación de todas las operaciones de valores. Además, para conseguir la máxima eficiencia y seguridad, en la misma plataforma se llevaría a cabo la liquidación de las dos transferencias, la de valores y la de efectivo, asociadas a cada una de las operaciones de compraventa de valores. Los participantes continuarían abriendo las cuentas de efectivo en los bancos centrales correspondientes y las cuentas de valores en los DCV, a la vez que conservarían las correspondientes relaciones contractuales y de negocio con estos últimos. Ambas iniciativas, T2 y T2S, son herramientas técnicas y operativas que facilitan la integración de los mercados y, por tanto, contribuyen decisivamente a la consecución de un mercado financiero único en Europa.

Este artículo pretende mostrar las líneas generales del proyecto T2S y sus posibles efectos en los mercados y el sistema financiero en general. El segundo apartado presenta el contexto y las razones que han dado origen a esta iniciativa. El tercer apartado describe el proyecto, incluyendo algunos aspectos técnicos y operativos. En el apartado cuarto se analizan los posibles logros de una iniciativa como T2S y en el quinto el análisis se centra en su posible impacto en el mercado español. Por último, el sexto apartado presenta cómo se ha desarrollado el proyecto T2S hasta este momento y su evolución futura.

2 El por qué de T2S

En el ámbito de los valores, la armonización e integración⁵ de las infraestructuras (Bolsas de valores, plataformas de negociación, entidades de contrapartida central, DCV, etc.) se ha producido de forma desigual entre la

³ Cuentas de efectivo que las entidades mantienen en los bancos centrales.

⁴ Depositarios centrales de valores.

⁵ Entendida como la existencia de un mismo conjunto de normas de funcionamiento, libertad de acceso a los servicios e igualdad de trato a todos los participantes.

actividad de contratación y la de post-contratación⁶ y, al menos en esta última, no se ha avanzado lo suficiente como para conseguir un mercado financiero único. En el área de la negociación o contratación, las infraestructuras sí están experimentando un importante proceso de consolidación⁷, tanto en el ámbito nacional como en el internacional, yendo incluso más allá del propio ámbito europeo. La desmutualización⁸ de las bolsas, el desarrollo tecnológico y las regulaciones europeas dirigidas a liberalizar el sector, han impulsado un proceso de compras y fusiones. En unos casos la consolidación se ha producido entre infraestructuras que ofrecen un mismo servicio, por ejemplo la agrupación de distintas bolsas de valores en un único grupo, lo que se conoce como consolidación horizontal, y en otros, se han agrupado entidades que realizan funciones en las distintas fases de una operación de compraventa de valores, conocido como consolidación vertical (v.g. fusión de una bolsa con una entidad de contrapartida central y un depositario central de valores).

En este proceso de consolidación destacan la fusión de la Bolsa de Nueva York (NYSE) y el grupo *Euronext* a principios de 2007, la consolidación de los mercados nórdicos y bálticos en el Grupo OMX y la fusión, en junio de 2007, de la Bolsa de Londres (LSE) con el Grupo de Bolsa Italiana, que a su vez surgió de un proceso de consolidación vertical de las infraestructuras de negociación, compensación y liquidación italianas. El Grupo *Deutsche Börse* (DB) también es el resultado de un proceso de consolidación vertical de ámbito principalmente nacional, aunque incluye al depositario de valores internacional *Clearstream* Luxemburgo. España no ha sido ajena a esta tendencia y sus infraestructuras de valores también han sufrido un proceso de consolidación vertical nacional que ha dado origen al *holding* de Bolsas y Mercados (BME).

En el área de la post-contratación, la integración ha sido menor o, cuando menos, insuficiente y ello particularmente en el ámbito de los sistemas de liquidación de valores que es precisamente el ámbito en el que seguramente es más necesaria. Se han dado pasos pero en general se han mantenido las infraestructuras de ámbito nacional, permaneciendo 18 depositarios centrales de valores en el área del euro que, como se ha mencionado anteriormente, funcionan como monopolios en cada uno de sus países. Entre las iniciativas de consolidación internacional destaca la del Grupo *Euroclear*⁹, que ha desarrollado una plataforma de liquidación común para los DCV nacionales que pertenecen al Grupo. Otra iniciativa de consolidación ha sido la que han realizado los DCV nórdicos (Grupo NCSD) aunque, como en el caso de *Euroclear*, se han mantenido los DCV nacionales. Además, como ya se ha mencionado, el Grupo *Deutsche Börse* integra el DCV alemán *Clearstream Banking Frankfurt* y el depositario de valores internacional *Clearstream* Luxemburgo.

6 La post-contratación incluye la actividad de registro, compensación y liquidación de los valores. En general, se consideran infraestructuras de post-contratación las entidades de contrapartida central y los depositarios centrales de valores nacionales e internacionales.

7 Mediante alianzas, fusiones o adquisiciones.

8 Cambio de la estructura de propiedad y gestión por el que asociaciones mutualistas formadas por los miembros o usuarios del mercado se convierten en empresas financieras cuyos propietarios/accionistas no tienen necesariamente que ser sus usuarios. En algunos casos, la desmutualización ha ido acompañada de la cotización en bolsa de las acciones de estas empresas.

9 Formado por los DCV de Francia, Bélgica, Holanda y Reino Unido y el depositario de valores internacional Euroclear Bank.

Como consecuencia de esta fragmentación en la actividad de post-contratación, el coste de las operaciones de valores transfronterizas en Europa es mucho más elevado que el de las operaciones estrictamente nacionales. Entre otras razones, es necesario el uso de largas cadenas de intermediarios para adquirir los valores depositados en DCV diferentes a los del propio país, lo que incrementa considerablemente el coste.

Además, el marco legal, el fiscal y las prácticas de mercado en cada uno de los países de la Unión Europea son distintos y, en muchos casos, las diferencias actúan como barreras de entrada en cada país que son difíciles de superar, limitando así la competencia.

Las autoridades europeas, conscientes de esta situación, han tomado diferentes tipos de medidas. En los últimos años, y con el fin de acelerar el proceso de armonización e integración de los diversos sectores financieros, se han aprobado varias directivas, entre las que cabe destacar la Directiva sobre firmeza en los sistemas de pagos y liquidación de valores (1998/26/CE), la relativa al uso de garantías financieras (2002/47/CE) y la relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) (2004/39/CE)¹⁰. Ninguna de estas normas comunitarias ahonda abiertamente en el ámbito de la compensación y liquidación de valores, aunque la MiFID trata de reforzar, en su artículo 34, el principio de libre acceso transfronterizo a los sistemas de liquidación.

En el año 2006, la Comisión Europea analizó la posibilidad de elaborar una Directiva específica sobre compensación y liquidación tras la publicación de los informes Giovannini¹¹, que identifican los obstáculos para la consecución de un mercado único de valores en la UE. Pero, finalmente, decidió esperar a los resultados de la puesta en marcha de un Código de Conducta, impulsado por el comisario McGreevy, que en aquel momento fue firmado por la industria¹², cuyo objetivo último es el aumento de la competencia en la actividad de compensación y liquidación y la reducción de costes en la operativa transfronteriza de valores. El Código de Conducta incluye una serie de medidas destinadas a aumentar la transparencia de precios de los servicios, liberalizar el acceso y fomentar la interoperabilidad¹³ entre infraestructuras¹⁴, mediante el establecimiento de conexiones entre ellas, y forzar la separación administrativa y contable de los servicios que estos proveedores ofrecen. De esta forma, se pretende facilitar la libre elección del proveedor de servicios y con ello el aumento de la competencia en el sector.

Los bancos centrales europeos y, en especial el Eurosistema, han seguido muy de cerca las iniciativas que han ido surgiendo en el área de la liquidación de valores por varias razones. En primer lugar, por su preocupación por la estabilidad

¹⁰Traspuesta a la legislación española por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre.

¹¹El primer informe se publicó en noviembre de 2001 e identifica quince obstáculos o "barreras" que impiden la existencia de un mercado único de valores en la Unión Europea. El segundo, publicado en el año 2003, propone acciones concretas y prioridades para eliminar las barreras definidas en el primer informe, la estimación del tiempo necesario en cada caso y el responsable de su eliminación.

¹²Representada por la Federación de Bolsas de Valores Europeas (FESE), la Asociación Europea de Entidades de Contrapartida Central (EACH) y la Asociación Europea de Centrales Depositarias de Valores (ECSDA).

¹³Por interoperabilidad se entiende el establecimiento de enlaces operativos entre infraestructuras para la comunicación y el procesamiento de operaciones entre sus participantes.

¹⁴Incluso entre las de distinto tipo, p.e., entre plataformas de negociación y entidades de contrapartida central o entre éstas y los depositarios centrales de valores .

financiera, ya que estas infraestructuras pueden introducir en el sistema financiero riesgos sistémicos, tanto por los grandes volúmenes que en ellos se liquidan como porque, además, generalmente lo hacen en dinero del banco central. Es decir, la mayor parte de las operaciones de valores denominadas en euros se liquidan en las cuentas de tesorería abiertas en los bancos centrales. De hecho, el sistema de grandes pagos T2 podría verse bloqueado si se produjese un fallo en los sistemas de liquidación de valores que, por efecto de contagio, impidiera a sus entidades tener liquidez suficiente para hacer frente a otras obligaciones de pago y aportar valores como garantía a los bancos centrales para acceder a la liquidez proporcionada por ellos.

La segunda razón por la que la seguridad y el buen funcionamiento de los sistemas de liquidación de valores son importantes para los bancos centrales es que éstos los utilizan en la ejecución de las operaciones de política monetaria y de crédito intradía con sus contrapartidas. Por tanto, el nivel de integración es también importante para conseguir en la práctica un alto grado de efectividad en la transmisión de la política monetaria. Todas las operaciones de crédito de los bancos centrales tienen que estar completamente garantizadas con activos que, en la mayoría de los casos, se encuentran depositados en los DCV. La provisión de liquidez por parte del Eurosistema puede verse afectada si se producen ineficiencias, errores o mal funcionamiento en el proceso de liquidación.

Durante la fase de desarrollo del sistema de pagos T2, el Eurosistema analizó las diferentes modalidades nacionales existentes respecto a la interacción entre los sistemas de liquidación de pagos y los de valores en el área del euro. En la fase anterior ya se habían definido las soluciones de tipo técnico, definición que básicamente tuvo en cuenta los requerimientos expresados por los diferentes DCV. Posteriormente, al profundizar en este análisis se tuvieron en cuenta otras consideraciones. Entre ellas, se puso de manifiesto la fragmentación existente en el ámbito de los sistemas de liquidación de valores y no sólo en cuanto a número sino también en cuanto a la diversidad de modelos, alguno de los cuales, aunque admitido inicialmente en un contexto aislado y puramente local, era de más difícil aceptación, cuando no inviable, en el caso de que se produjera su extensión y proliferación porque, aparte de implicar la delegación de funciones básicas de los bancos centrales a entidades privadas, acabaría comprometiendo el objetivo de concentración de la liquidez tan demandado por las entidades para desarrollar el sistema T2.

Por otra parte, tampoco se vislumbraba ninguna alternativa realista del mercado para conseguir la integración en los términos establecidos en el Consejo Europeo de Lisboa. Por añadidura, la integración en el ámbito de la liquidación de los valores resulta mucho más necesaria que en cualquiera de las otras fases de una operación de valores. Y ello hasta el extremo de que, si se consideran exclusivamente el punto de vista operativo y el de control de riesgos de liquidación, lo deseable es la consolidación en un mismo sistema o plataforma la liquidación de todos los valores, de manera que puedan minimizarse los fallos en las entregas de valores y, por tanto, minimizar los riesgos de liquidación. Y avanzando un paso más, también dentro de esta política de gestión de riesgos, hay que admitir que, dadas las interdependencias entre los sistemas de pagos y de valores, es más seguro y

eficiente mantener en una misma plataforma las cuentas de valores y de efectivo puesto que, por citar alguna de las ventajas, facilita y agiliza el proceso de entrega contra pago, la provisión de crédito por parte de los bancos centrales, automatizándola prácticamente cuando su plazo es intradía.

Las consideraciones anteriores y el hecho de que una plataforma de estas características (integración de valores y dinero del banco central) no pueda ser gestionada por entidades privadas llevó al Eurosistema a estudiar la posibilidad de desarrollar una plataforma de liquidación única de valores y efectivo (T2S). Los usuarios se han mostrado muy receptivos a esta iniciativa y así se reflejó en las reacciones recibidas tras la primera consulta al mercado. Obviamente, el resto de las iniciativas europeas en curso, como la MiFID y el Código de Conducta, destinadas a fomentar la integración de los mercados y sistemas de compensación y liquidación de valores también fueron tenidas en cuenta por el Eurosistema en la toma de esta decisión. De hecho, T2S constituye una iniciativa que complementa y potencia a las anteriores.

3 Qué es T2S

El objeto de T2S es concentrar la liquidación de las operaciones de valores en euros¹⁵, en dinero del banco central, en una plataforma única centralizada en la que correrían las cuentas de valores y de efectivo. T2S es una forma de conseguir la integración a través del establecimiento de una infraestructura técnica básica para el área monetaria del euro, compartida por todos los proveedores de servicios de compensación y liquidación (DCV), que funcionaría bajo unas mismas reglas y permitiría la igualdad de trato y acceso a todos los participantes.

Al igual que T2, la plataforma técnica T2S sería propiedad y estaría gestionada operativamente por el Eurosistema, que mantiene un compromiso claro por la integridad financiera y no tiene interés económico propio, lo que asegura que una infraestructura como T2S para toda Europa pueda construirse para el beneficio de los usuarios. T2S estaría operado bajo el principio de recuperación de costes y no de obtención de beneficios.

A esto hay que añadir que el proyecto se beneficiará de las sinergias con T2 y con otras facilidades que el Eurosistema desarrolle. Para conseguir que las sinergias sean lo mayores posibles, T2S se desarrollaría en torno a la misma plataforma que T2. De esta forma, las cuentas de valores y de efectivo se encontrarían en la misma plataforma. El procesamiento de las operaciones contaría con los mismos niveles de fiabilidad y seguridad operativa y con los mismos mecanismos de contingencia y sistemas de respaldo que T2, asegurando así la recuperación de la actividad y la finalización del proceso de liquidación en situaciones de emergencia.

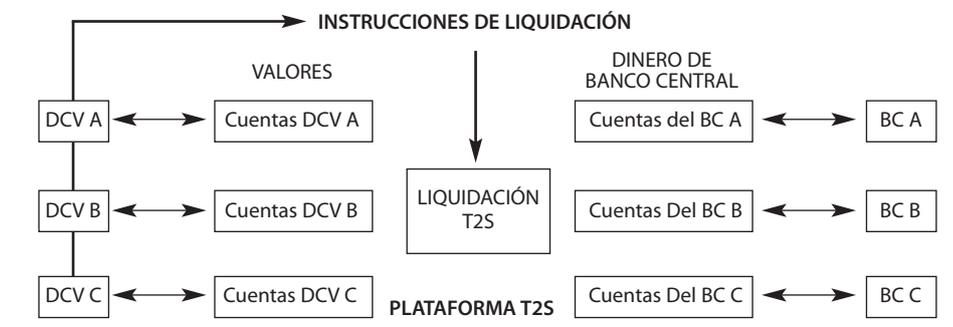
¹⁵T2S ofrecería también el servicio de liquidación de valores en otras divisas europeas en dinero del banco central si el mercado del país correspondiente lo solicita y su banco central lo autoriza.

Es importante destacar que se trata de un servicio ofrecido a los DCV y en ningún caso se pretende crear un DCV. Los DCV delegarían en T2S la actividad de liquidación, aunque serían ellos los que seguirían ofreciéndoselo a sus participantes, al igual que el resto de los servicios que actualmente desarrollan, y que continuarían realizando, como el registro central, la custodia, la administración, la gestión de los derechos de los accionistas y todos aquellos considerados servicios de valor añadido. Además, puesto que T2S constituye básicamente un soporte técnico, los DCV continuarán realizando el seguimiento diario del proceso de liquidación, y relacionándose directa y exclusivamente con sus participantes para las consultas y la gestión de incidencias que puedan presentarse durante dicho proceso. Es decir, los DCV mantendrían las mismas funciones que ahora tienen encomendadas, manteniéndose su relación legal y comercial con sus participantes.

La plataforma de liquidación seguiría lo que se denomina modelo de liquidación integrado, es decir, aquel en el que las cuentas de valores y efectivo se encuentran en la misma plataforma. T2S gestionaría ambos tipos de cuentas, lo que permitiría ofrecer mejores mecanismos de gestión de la liquidez y de los valores entregados como garantía (colateral). Conforme a lo solicitado por la mayoría de sus potenciales usuarios, está prevista la utilización de “cuentas dedicadas” de efectivo. El saldo de dichas cuentas se utilizaría exclusivamente para la liquidación de las operaciones de valores y correspondería a una parte del saldo total de las cuentas de tesorería que las entidades mantienen en T2.

Esquema de la plataforma T2S

GRÁFICO 1



Las cuentas de valores, aunque residirían en dicha plataforma, continuarían abiertas en los DCV (legal y contractualmente), que seguirían siendo los responsables de su apertura y cierre, de su mantenimiento y de la actualización de su información. Cada una de las cuentas de valores residentes en T2S tendrían que estar necesariamente adscritas a un único DCV y todas las operaciones que afecten a los saldos de las cuentas serían anotadas en la plataforma T2S (operaciones de mercado primario, secundario, etc.).

En T2S se mantendría una base de datos con toda la información relativa a los DCV, los usuarios de T2S, las emisiones, las cuentas de valores y efectivo y las monedas en las que T2S liquide, que sea necesaria para la liquidación de las operaciones de valores. Cada DCV sería responsable de la actualización de la información que le

corresponde y, obviamente, dispondría en todo momento de la misma, así como de aquella relativa a las operaciones de valores que estén depositados en sus cuentas. T2S ofrecería diferentes mecanismos para acceder a la información y, obviamente, permitiría a las DCV que se adhieran cumplir con los requisitos legales, de supervisión y vigilancia que tengan establecidos, incluidos los relativos a la información que han de aportar a las autoridades correspondientes.

T2S ofrecería únicamente servicios de liquidación, entendido como el conjunto de procesos por los que pasa una instrucción en un sistema de liquidación de valores desde que entra en el mismo hasta que finalmente se liquida. Es decir, incluirá procesos tales como la validación y el case de las instrucciones de liquidación¹⁶ y todos aquellos que sean necesarios para su mantenimiento hasta la liquidación de los valores y el efectivo.

En la plataforma se podrían liquidar todas las operaciones negociadas en los diferentes mercados europeos (bolsas, plataformas de negociación, OTC, etc.). T2S permitiría a los participantes elegir libremente el mercado donde adquirir los valores y el DCV en el que tenerlos depositados.

Todos los activos (valores) depositados en los DCV que se adhieren a T2S, que tengan un número de identificación internacional (ISIN), que estuvieran representados mediante anotaciones en cuenta y fuera fungibles se liquidarían en T2S.

En cuanto al funcionamiento de la plataforma, T2S ofrecería un servicio de liquidación bruta de valores y efectivo en tiempo real bajo el principio de entrega contra pago y con horarios armonizados para todos los DCV que se adhieren. La plataforma ofrecería mecanismos de optimización de valores y efectivo y facilitaría la “autocolateralización¹⁷”, independientemente del DCV y del banco central donde se encuentren las cuentas de valores y efectivo. Está previsto que la liquidación pueda realizarse durante el día y también durante la noche, como ya ofrecen algunos DCV, facilitando así que se lleve a cabo lo antes posible.

También está previsto que la plataforma ofrezca un servicio de case centralizado para las operaciones OTC, lo que ha sido cuestionado por los DCV que lo consideran un servicio de valor añadido, al alegar que no tiene que estar necesariamente ligado a la liquidación. Los participantes, sin embargo, ven el servicio de case como un paso previo y asociado a la liquidación, cuya separación resultaría ineficiente. Además, consideran que la centralización de los procesos tiene muchas ventajas. Finalmente, se ha llegado a un acuerdo por el que todas las operaciones entre participantes de diferentes DCV se casarían en T2S, al igual que las de los participantes que opten por conectarse directamente a la plataforma, como a continuación se indica.

T2S permitiría a los participantes conectarse directamente con la plataforma, si así

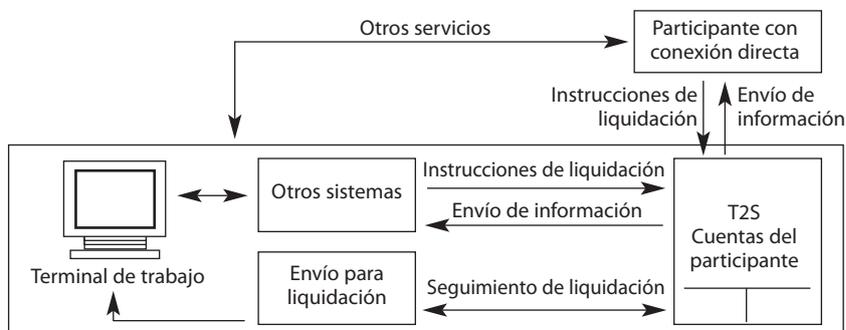
¹⁶Correspondientes a operaciones OTC de valores, es decir, las negociadas fuera de los sistemas de contratación y las no compensadas a través de entidades de contrapartida central, puesto que estas entrarían ya casadas en T2S.

¹⁷Se entiende por “autocolateralización”, la provisión de crédito intradía mediante la aplicación de un automatismo que permite, en el caso de valores admitidos como colateral por el Eurosistema, al comprador de valores su conversión inmediata en liquidez para hacer frente a la compra. Y, a la inversa, al vendedor de valores recuperar los valores previamente entregados al Banco Central a cambio de la liquidez que obtiene con la venta y así realizar la entrega en dicha operación de venta.

lo acuerdan con el DCV correspondiente. Esta facilidad, que es puramente técnica, ha sido bastante criticada por los DCV que ven en ella una forma de romper la relación con sus usuarios. Por el contrario, los participantes, especialmente aquellos que son participantes de varios DCV, han insistido en que T2S ofrezca este servicio, ya que les permitiría tener un único punto de entrada para comunicar todas sus operaciones. T2S ofrecerá finalmente a los participantes la opción de conectarse directamente con la plataforma al considerarlo un asunto puramente técnico, que no rompe la relación entre los participantes y sus DCV y que no supone ningún coste adicional para el proyecto. Esta decisión de los participantes dependerá de muchos factores. Entre otros, de si el participante decide mantener todos sus valores en un único DCV o en varios, de los servicios de valor añadido que ofrezca el DCV, de los costes de la conectividad directa o indirecta, etc. Por tanto, en este momento es muy prematuro especular sobre si serían muchos o pocos los participantes conectados directamente a la plataforma.

Conectividad directa en T2S

GRÁFICO 2



4 Logros potenciales de T2S

Hay muchas razones para calificar T2S como un proyecto muy ambicioso y de gran envergadura. Implica a un número muy elevado de instituciones, afecta a un amplio conjunto de instrumentos financieros y supone gestionar un elevado número de emisiones de valores y de operaciones sobre ellos implicando, por tanto, el procesamiento de un enorme importe de valores y de efectivo. No es fácil conocer y, sobre todo, medir todas las implicaciones de un proyecto de esta naturaleza. No obstante, los estudios realizados hasta la fecha ponen de manifiesto que su puesta en funcionamiento implicará grandes cambios, no sólo en la liquidación de los mercados de valores, sino también en el sistema financiero en general, lo que terminará generando beneficios de carácter económico y social para la economía europea en su conjunto.

Se han realizado diferentes estudios que comparan la situación de la liquidación en Europa con la de Estados Unidos¹⁸, donde el proceso de consolidación de las

¹⁸Por ejemplo, ver el cuadro 7 (Visión general de los estudios de costes de los sistemas de compensación y liquidación) del artículo de Heiko Schmiedel y Andreas Schönenberger: "Integration of securities market infrastructures in the euro area", *ECB, Occasional Paper Series no. 33, July 2005*.

infraestructuras se produjo hace años. Todos ellos revelan el elevado coste de las transacciones transfronterizas dentro de Europa, derivado de su elevada fragmentación, comparado con el de Estados Unidos. Europa necesita ser competitiva frente a Estados Unidos y al resto de las grandes economías mundiales y T2S podría ayudar a conseguirlo.

El objetivo fundamental del proyecto T2S es hacer que la liquidación transfronteriza dentro de la plataforma sea tan segura y eficiente a como lo es actualmente la nacional y se realice al mismo coste.

Se ganaría en seguridad y eficiencia porque, al contrario de como sucede actualmente, T2S permitiría que las operaciones transfronterizas se liquiden bajo el principio de entrega contra pago y en dinero de banco central, por lo que se reduciría el riesgo de principal y de liquidez y se asimilarían al de la operativa nacional. La concentración en una misma plataforma técnica de todas las cuentas de valores y de efectivo permite maximizar la eficiencia en términos operativos para el conjunto de operaciones nacionales y transfronterizas, puesto que tal concentración propicia la reducción de fallos tanto en las entregas de valores como en el pago de su correspondiente efectivo y facilita una mejor gestión del colateral y de la liquidez.

La centralización de la actividad de liquidación en una única plataforma, permitirá también aprovechar las economías de escala y de red, características inherentes a este tipo de actividad, lo que redundará en una reducción del coste de liquidación por operación. Cuanto mayor sea el número de usuarios de la plataforma, mayor será el número de transacciones entre las que dividir el coste de la inversión tecnológica y de comunicaciones. Además, el efecto dinámico resultante del propio abaratamiento de costes, en la medida en que propicie un aumento de los volúmenes negociados y por tanto liquidados, reforzaría la reducción de costes por operación procesada.

Una de las ventajas directas del proyecto será la armonización de los protocolos de comunicación y los procedimientos operativos, con los consiguientes beneficios, en términos de eficiencia, para las entidades que participan en varios DCV. Dicha armonización facilitará a los participantes la selección del DCV ya que les resultará más fácil y menos costoso elegir un DCV diferente. En suma, favorecerá el aumento de la competencia entre los proveedores de estos servicios. El aumento de la eficiencia y la competencia se traducirían asimismo en una reducción de los costes.

T2S evitará la necesidad de múltiples conexiones técnicas entre los DCV, posibilitando el cumplimiento de uno de los puntos más destacados del código de conducta firmado por los DCV, el relativo al acceso y la interoperabilidad¹⁹. En las operaciones de valores entre participantes de diferentes DCV, T2S anotará los valores en las cuentas de los participantes y realizará automáticamente y en tiempo real los reajustes correspondientes en las cuentas que los DCV

¹⁹ Sería necesario que los DCV estuviesen dispuestos a establecer acuerdos con otros DCV y proveer servicios de administración y custodia para los valores que ellos no hayan emitido. Cada DCV tendría que definir los valores que está dispuesto a aceptar.

mantienen entre sí. Es decir, T2S aportará los medios técnicos necesarios para que los movimientos de valores entre participantes de distintos DCV se procesen de la misma forma que si perteneciesen al mismo DCV. De esta forma, T2S resuelve la interoperabilidad de forma más sencilla y con un coste menor. Además, para los DCV aumenta la posibilidad de extender los servicios de custodia y administración que ofrecen para sus valores a valores emitidos en otros DCV, lo que supone una nueva oportunidad de negocio. Podrían dejar de ser proveedores exclusivamente nacionales y convertirse cada vez más en depositarios internacionales.

Por otra parte, los DCV que, por su tamaño u otras razones, en un proceso de integración a través de fusiones y adquisiciones pudieran tener mayor riesgo de desaparecer o diluirse, podrían aprovechar la plataforma T2S para mantener o incluso aumentar su negocio y competitividad. T2S facilita la coexistencia de múltiples DCV que compitan entre sí.

Asimismo, las entidades con menor presencia internacional, a pesar del riesgo de desintermediación que supone T2S, se encontrarán con un escenario más sencillo y barato para acceder a una gama más amplia de activos a través del DCV en el que participan.

T2S facilitará la gestión transfronteriza del colateral a los participantes de los DCV, permitiéndoles definir su estrategia de negocio de diferentes formas y reducir costes al tener centralizados todos los valores y el efectivo en una plataforma de liquidación única. Una opción, que dependerá del servicio ofrecido por el DCV, sería que el participante mantuviese todos sus valores depositados en un único depositario central de valores y que este le ofreciese todos los servicios de custodia y de valor añadido. De esta forma el participante vería reducidos sus costes al no necesitar múltiples custodios locales para acceder a los valores de otros DCV y le permitiría una gestión más eficiente. Otra posibilidad sería acceder como participante a múltiples DCV, centralizando en T2S la liquidación de todas las operaciones realizadas sobre los valores depositados en todos ellos. Además, podría conectarse directamente a T2S con el objetivo de mantener una única interfase de comunicación con los diferentes DCV y reducir costes de conexión. En consecuencia, la variedad de opciones que T2S ofrece ayudaría a las entidades a una gestión más eficiente.

Finalmente, T2S haría más fácil la libre elección y el acceso de las empresas de servicios de inversión y de las infraestructuras de contratación (bolsas, sistemas multilaterales de negociación, etc.) a los diversos sistemas de liquidación (DCV) de la UE, tal como establece la MIFID. Estas, al igual que las entidades de contrapartida central, podrán optar por acceder directamente a T2S para comunicar las operaciones con independencia del DCV al que resulten adscritas. Los inversores podrían acceder a un mayor número de activos, diversificando sus carteras a un menor coste que el actual. Previsiblemente, T2S también tendría efectos sobre los emisores de valores, ya que podrían acceder con más facilidad a un número más amplio de inversores. Además, los menores costes de diversificación de las carteras y el ahorro de liquidez del mercado podrían dar lugar a un menor coste de financiación.

No obstante, es importante señalar que los posibles logros de T2S sólo se conseguirían si hay una adhesión generalizada de los DCV y si se superan las barreras existentes. Aunque nadie duda de las ventajas de armonizar procedimientos, en general los mercados tienden a considerar sus características peculiares como las mejores en términos de seguridad y eficiencia. Muchas veces es cierto que estas particularidades son el resultado de una evolución histórica propia, derivada de un continuo proceso de mejora de los sistemas en función de la experiencia y de las necesidades que han ido apareciendo. Sin embargo, si lo que se pretende es un mercado único, no parecen compatibles la armonización y el mantenimiento de todas esas peculiaridades en la misma plataforma. El resultado sería un sistema muy complejo y caro que no resolvería los problemas derivados de la fragmentación. Por esta razón, la idea es que T2S ofrezca básicamente servicios y procedimientos armonizados, aunque no se impediría que los DCV, con la condición de asumir a título individual el coste correspondiente, gestionasen las singularidades de cada mercado si estuviese justificado por sus normas o la demanda de sus usuarios. Será cada mercado el que deba valorar si el beneficio de mantener dichas características es mayor que su coste y las implicaciones que tendría en términos de competencia respecto a los mercados que no las tienen y ello, en todo caso, sin menoscabar los aspectos de seguridad y estabilidad financiera. Considerando el año 2013 como la fecha probable para el comienzo del funcionamiento de T2S, cabe esperar que en la mayoría de los casos dichas peculiaridades nacionales hayan desaparecido por el propio impulso armonizador del proyecto y de las otras iniciativas en curso.

En resumen, cabe resaltar lo que deberían ser los tres grandes logros de T2S: la armonización de la liquidación que hace de Europa un mercado único y más seguro, la reducción para los usuarios de las necesidades de colateral/liquidez y de los costes de financiación a través de la concentración del colateral y el efectivo en una misma plataforma y, finalmente, la igualación del coste de la liquidación transfronteriza en Europa con el de la liquidación nacional.

5 Posible impacto del proyecto en el mercado español

España no es ajena a las iniciativas públicas y privadas que se plantean en Europa en el ámbito financiero en general, y, en concreto, en lo que se refiere a los mercados de valores, tanto en la actividad de negociación como en la de post-contratación. Prueba de ello es el elevado número de representantes de organismos, instituciones y entidades españoles involucrados en los diferentes foros dónde se están elaborando o desarrollando iniciativas en estas áreas.

En lo que se refiere a T2S, el mercado español ha participado activamente en la primera fase del proyecto. Representantes de Iberclear, de entidades de crédito, del Banco de España y de las autoridades reguladoras y supervisoras de los mercados han formado parte de los diferentes grupos que se han establecido: Grupo de Consulta, Grupos Técnicos y Grupo Nacional de Usuarios. El Banco de España tiene un papel destacado en el proyecto al formar parte del Eurosistema y, además, ser uno los cuatro bancos centrales que se han ofrecido a desarrollarlo.

Un análisis del posible impacto de T2S en el mercado español requiere la consideración de dos factores importantes. De un lado, el efecto de las iniciativas europeas, entre las que destacan las ya repetidas por su complementariedad con T2S, la Directiva relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) y el Código de Conducta impulsado por la CE y firmado por la industria. De otro, no se puede obviar el plazo previsto para el desarrollo de T2S, es decir, el análisis debe hacerse considerando la posible situación de los mercados en el año 2013.

En principio, cabe afirmar que, a largo plazo, el impacto general de T2S en el mercado español será similar al que se producirá en el resto de los mercados europeos. Con T2S los inversores españoles podrían diversificar e internacionalizar sus carteras a un coste menor y los emisores podrían acceder más fácilmente a la financiación de otros mercados. Las entidades españolas no necesitarían utilizar a custodios locales o globales para acceder a los mercados internacionales, puesto que podrían centralizar la liquidación en T2S y sus valores en un único DCV, presumiblemente en Iberclear puesto que cabe suponer que el DCV español competirá con los demás DCV, incluso con otros custodios de valores, ofreciendo servicios de custodia más amplios e internacionales. Con ello, la complejidad y los costes de la operativa transfronteriza se verían reducidos considerablemente para las entidades españolas. No obstante, cabe admitir una desventaja ante la posible pérdida de parte del negocio actual en el caso de entidades que actúan como custodios locales en España aunque, en todo caso, compensada por las ventajas que T2S previsiblemente supone para el conjunto del sistema financiero.

No obstante, debido a las características específicas de cada uno de los mercados en Europa, el impacto a corto plazo puede diferir de unos mercados a otros. En España, la negociación y liquidación de la renta fija y de la renta variable siguen procedimientos de negociación y liquidación diferentes.

La negociación de la renta fija se realiza de forma descentralizada y es bilateral, directamente entre participantes o a través de plataformas de negociación. Respecto a la liquidación, las operaciones se liquidan una a una en tiempo real en Iberclear²⁰ (en la plataforma CADE), según el modelo de liquidación bruta de valores y efectivo. Es previsible que T2S no tenga un impacto relevante en la liquidación de los valores de renta fija porque la plataforma CADE sigue un modelo de liquidación que se ajusta al patrón europeo y que es el previsto en T2S. No obstante, T2S no sólo armonizaría el modelo de liquidación, sino los procedimientos que, en algunos detalles, podrían diferir de los actuales de Iberclear.

No sucede lo mismo respecto a la renta variable donde, cabe pensar, aunque solo en principio, que el impacto de T2S sería mayor. En este momento la negociación se realiza en un único mercado (Bolsa), centralizado y multilateral, que liquida exclusivamente en Iberclear (plataforma SCLV), en varios ciclos, según el modelo de liquidación bruta de valores y neta de efectivo. En este caso,

²⁰Iberclear gestiona dos plataformas de liquidación de valores: CADE para la liquidación de la deuda pública y los valores de renta fija privada y SCLV para la liquidación de los valores negociados en Bolsa (acciones, warrants, etc).

no sólo el modelo de liquidación es diferente al previsto en T2S, sino que las normas de funcionamiento del mercado y determinados procedimientos administrativos, amparados en el principio de exclusividad de la negociación en la Bolsa y asociados al sistema de registro, compensación y liquidación, tienen unas características específicas que tendrían difícil encaje en T2S, pero que también con otras medidas contempladas en la MiFID y en el Código de Conducta y que serían de aplicación antes de la previsible entrada en funcionamiento de T2S.

En cuanto al modelo de liquidación de la renta variable, si bien es diferente, está previsto ya una solución para que T2S pueda liquidar operaciones resultantes de la negociación multilateral y en las que, como sucede en el mercado español, no hay interposición de una entidad de contrapartida central. Se trata de un procedimiento operativo que no requiere el desarrollo de funcionalidades específicas ni, por tanto, un coste adicional para Iberclear aunque sí una mayor implicación en el proceso operativo. Con todo, cabe admitir, que como resultado de la entrada en vigor de la MiFID y el Código de Conducta, en el año 2013 no todas las operaciones de renta variable concentran su negociación en la Bolsa y se liquidan en Iberclear. Antes de llegar a T2S, la negociación podrá ser bilateral por lo que, previsiblemente, Iberclear tendrá que realizar las oportunas adaptaciones para acercarse cada vez más a procedimientos armonizados.

De las demás especificidades del mercado español de renta variable, básicamente la que establece la firmeza de las operaciones en el momento de la contratación y la que exige, como paso previo a la liquidación, la justificación de las operaciones de venta realizadas en la Bolsa mediante las denominadas referencias de registro (RR), son las que tienen un encaje más difícil en un contexto internacional y de mercado único. Hay que recordar que, al margen de la existencia o no de T2S, la propia ley (la MiFID, ya incorporada a nuestro ordenamiento jurídico) acaba con la regla de concentración de la negociación y, potenciada por la autorregulación (Código de Conducta), establece el libre acceso de unas infraestructuras a otras y libertad de elección de las infraestructuras y de los servicios por parte de los participantes. Sin cuestionar en modo alguno la oportunidad y utilidad que estas especificidades hayan tenido en el pasado, hay que admitir la necesidad de su revisión en el contexto europeo, no ya porque resulten incompatibles con T2S, que lo son, aunque solo hasta cierto punto, sino porque impiden la igualdad de trato y, por tanto, la libre competencia a través de normas y prácticas aplicables en función del ámbito de contratación, plataforma de liquidación, DCV utilizado para registrar, tipo de operación, etc..²¹

Por tanto, considerando las iniciativas en marcha en Europa, y entre ellas T2S, se necesita hacer una reflexión sobre la situación del sistema financiero español en este nuevo entorno, cada vez más abierto y competitivo, y las posibles medidas a tomar para aprovechar las oportunidades que surgen. España no debería quedarse al margen de los beneficios de la integración en Europa.

²¹Con todo, y aunque no deban condicionar la liquidación, las especificidades que se acaban de señalar, más concretamente quizás la que se refiere a las referencias de registro por estar asociada al control del registro, ponen de manifiesto la necesidad de armonización legal a nivel europeo en un área como esta especialmente sensible.

6 Situación actual y futuro del proyecto T2S

Para los bancos centrales, al igual que para el resto de organismos e instituciones de la UE, la integración de los mercados de valores en Europa es un asunto crucial. Por ello, y por las razones antes señaladas, en julio de 2006, el Consejo de Gobierno del BCE decidió evaluar la posibilidad de crear una solución integradora que permitiese la liquidación de valores y efectivo en una única plataforma técnica.

En marzo de 2007, el Consejo de Gobierno concluyó que el proyecto era viable y beneficioso para el mercado, tomando en consideración el esquema del proyecto y un estudio de viabilidad legal, operativa, técnica y económica. Con ello comenzó la primera fase del proyecto dedicada a la elaboración de los requerimientos de los usuarios, en cooperación con los DCV y sus participantes.

En ese momento decidió que la plataforma T2S sería desarrollada y operada por el Eurosistema sobre la base de la plataforma T2, publicando tal decisión y la identificación de los cuatro bancos centrales (los de Alemania, España, Francia e Italia) que estaban dispuestos a desarrollar y operar T2S. Todos ellos cuentan con una gran experiencia en el diseño y gestión de sistemas de liquidación de pagos y también, aunque no en todos los casos, de valores. Además, los bancos centrales de Alemania, Francia e Italia son los proveedores del sistema centralizado T2. Para el Banco de España es un gran reto participar en un proyecto de esta envergadura, una iniciativa frente a la que no podía permanecer al margen dado el tamaño del mercado de valores español en el conjunto del área del euro.

Durante la primera fase del proyecto, el trabajo realizado se ha caracterizado, y se pretende que siga siendo así, por una gran participación de los DCV y sus usuarios y una completa transparencia. Para ello se ha establecido una estructura organizativa en la que todas las partes implicadas están representadas. El BCE mantiene en su página web prácticamente toda la información y documentación existente sobre T2S, actualizándola permanentemente.

En la estructura de gobierno establecida para esta fase hay varios niveles en el proceso de toma de decisiones, correspondiendo siempre la decisión final al Consejo de Gobierno del BCE. Se ha creado un Grupo de consulta (*Advisory Group*), que informa directamente al Consejo de Gobierno, formado por 77 representantes de bancos centrales, DCV, usuarios y observadores del sector público y privado. De este Grupo dependen a su vez seis grupos técnicos, cada uno de los cuales se ha encargado de elaborar una parte de los requerimientos de los usuarios. El Comité de Sistemas de liquidación de Pagos y de Valores es el encargado dentro del Eurosistema de los asuntos relacionados con el proyecto y también informa directamente al Consejo de Gobierno. En total participan más de 188 expertos de más de 77 instituciones, incluidos todos los DCV del área del euro y aproximadamente 33 bancos custodios. Adicionalmente se han establecido 28 grupos nacionales (uno de cada país del área del euro y de Dinamarca, Noruega, Reino Unido, Suecia y Suiza) que han respondido a las mini-consultas sobre aspectos más técnicos lanzadas por los distintos grupos técnicos, con el objeto de aprovechar el conocimiento y la experiencia de los diferentes mercados, así como de conocer sus prácticas de mercado y sus necesidades.

A lo largo de estos seis meses, se ha elaborado una primera versión del documento que contiene los “requerimientos de los usuarios”. Tras su aprobación por el Grupo consultivo, el Eurosistema acaba de lanzar (diciembre de 2007) la consulta pública de dicho documento y de la metodología para el análisis económico del proyecto, que estará abierta hasta el día 2 de abril de 2008. Está previsto que en mayo el Grupo de Consulta evalúe los comentarios recibidos y proponga al Consejo de Gobierno la versión final de los requerimientos de los usuarios. Entonces, el Consejo decidirá si se aborda o no la siguiente fase, la del desarrollo de T2S.

En esta primera etapa, el proyecto ha contado con un gran apoyo del mercado en general pero también ha recibido sus críticas, casi siempre protagonizadas por los DCV. Entre otros asuntos se ha cuestionado la potestad del Eurosistema para desarrollar una iniciativa de este tipo, que ofrece un servicio a entidades privadas que ellas ya desarrollan. Sin embargo, las funciones que estatutariamente tienen encomendadas, tanto el Banco Central Europeo como los restantes bancos centrales que integran el Eurosistema, junto con el hecho de que la liquidación se produzca en las cuentas de tesorería abiertas en los bancos centrales, y la interdependencia de estas con las de valores, justifican lo que se ha calificado como intromisión del sector público en una actividad del sector privado. En esta misma línea también se ha planteado la incompatibilidad del Eurosistema para actuar al mismo tiempo como proveedor de servicios y responsable de su vigilancia. Existen, no obstante, formas de evitar que una actividad se vea afectada por la otra, tal y como se ha demostrado en la estructura de gobierno de T2, en la que la función operativa y de vigilancia están claramente definidas y separadas.

En este momento, quedan dos asuntos importantes pendientes en los que se pretende avanzar al mismo tiempo que se abre el periodo de consulta. Uno de ellos es la revisión del análisis coste/beneficio del estudio económico, ya que cuando se realizó el primer análisis faltaban por definir algunos asuntos relevantes del proyecto. Además, una vez definidos los requerimientos de los usuarios (sólo pendientes de los resultados de la consulta), será posible realizar un análisis de viabilidad económica más profundo que el que se realizó inicialmente. En el estudio se considerarán, entre otros factores, los costes del desarrollo de T2S para los bancos centrales, los costes de adaptación de los DCV y la reducción en sus costes por la introducción de T2S. El resultado deberá incluir el coste medio por operación liquidada y el impacto en el bienestar público.

El otro asunto en el que es necesario avanzar es en la definición de la estructura de gobierno de T2S para la siguiente fase del proyecto, la de su desarrollo, y en la que cabe esperar, como es lógico, un mayor protagonismo de los DCV. Adicionalmente, será necesario progresar en la identificación del contenido y elaboración de los contratos entre el Eurosistema como proveedor del servicio de liquidación y los DCV como usuarios del mismo.

Para que T2S sea viable y alcance sus objetivos es necesaria una masa crítica suficiente y por tanto, que participen el mayor número posible de DCV. Si todos los DCV europeos se adhieren a la plataforma nos encontraríamos en la situación ideal y de máxima integración de la liquidación en Europa. Sin embargo, a día de hoy, debe reconocerse que es una incógnita si habrá o no una adhesión masiva. Cabe pensar que existen ciertas reservas por parte de algunos

DCV, situación que, salvando las distancias, reproduce lo que ocurrió cuando surgió la idea de T2 respecto a los bancos centrales, planteada también en un primer momento como una plataforma opcional pero a la que finalmente se unieron todos los bancos centrales. Para tomar una decisión de tal envergadura, lo primero que los DCV necesitarían conocer, como clientes, es si el proyecto cubre o no sus necesidades. Es decir, si van a poder seguir ofreciendo a sus participantes el mismo nivel de servicios que ahora les facilitan directamente. La definición de los requerimientos de los usuarios resuelve en gran parte esta duda, gracias a que los DCV han participado intensamente para que esto sea así. Además, los propios participantes han demandado facilidades que algunos depositarios centrales no ofrecen y que debido a la armonización con T2S serán capaces de ofrecer. En segundo lugar, los DCV necesitarían conocer los acuerdos o contratos bajo los que el Eurosistema proveerá dichos servicios, incluyendo como aspecto relevante la definición y delimitación de responsabilidades. En tercer lugar, la decisión de los DCV vendrá determinada por el coste del servicio y por el alcance del soporte y nivel de servicio técnico y funcionalidades ofrecidos por T2S, dependerá de si T2S les permite o no el desmantelamiento total o parcial de su actual infraestructura técnica y a qué precio. Por último, los DCV también tendrán que tomar en consideración los beneficios del proyecto para sus participantes.

Además, los máximos beneficios de T2S sólo se conseguirán si se realiza un esfuerzo armonizador en otras áreas. Éste debe venir impulsado desde el propio mercado y, sobre todo, desde el sector público, que debe avanzar en el desmantelamiento de las barreras fiscales y legales que todavía se mantienen en Europa. Sin ello, los logros del proyecto T2S se verían limitados. No obstante, hay muchos grupos de trabajo, públicos y privados, trabajando en esta línea. Dentro del BCE, el equipo encargado del proyecto está tratando de identificar aquellos aspectos que requieren mayor armonización y que limitan los beneficios de T2S. Igualmente, los expertos legales del BCE están estudiando las legislaciones nacionales con el objetivo de identificar los posibles obstáculos para el desarrollo de T2S y para la adaptación de la estructura legal del proyecto. Si es necesario propondrán modificaciones legislativas o identificarán los asuntos que requieren un mayor esfuerzo de armonización.

7 Conclusiones

Las autoridades europeas son conscientes de la necesidad de contar con unos mercados de valores eficientes y seguros para la consecución de un mercado único de servicios financieros, tal como establece la agenda de Lisboa. En este contexto, el proyecto T2S es una iniciativa que complementa y refuerza a otras como la MiFID y el Código de Conducta, con las que comparte el objetivo de mejorar los servicios ofrecidos a los inversores y a los emisores de valores a través del aumento de la competencia entre los proveedores de dichos servicios. La articulación de las tres iniciativas permitiría a los participantes comprar y vender los valores donde ellos quieran, liquidar todas las operaciones en un único punto y mantener depositados sus valores en el DCV que elijan.

El Eurosistema ofrece al mercado una herramienta común y neutral que fomenta la integración de los mercados y la competencia. Entre los beneficios de T2S cabe resaltar la armonización de los procedimientos de liquidación, acercando a Europa a un mercado único; su contribución a una mejora en la seguridad del conjunto de la liquidación de valores europea y al ahorro de colateral y de liquidez por parte de las entidades participantes; y la equiparación de costes entre las operativa transfronteriza y nacional.

T2S supondrá cambios en la liquidación de los mercados de valores y en el negocio de las entidades participantes. T2S abrirá nuevas oportunidades y generará un aumento de competencia entre los proveedores de servicios.

La adaptación a la nueva situación para la consecución de un mercado europeo requerirá cambios en los procedimientos operativos y técnicos, en las prácticas de mercado nacionales y, en algunos casos, incluso modificaciones en la regulación nacional. Uno de los potenciales logros de T2S es que fuerza la armonización e impulsa la eliminación de las barreras que actualmente limitan la integración de los mercados.

El mercado español, al igual que el resto de Europa, tendrá que plantearse su situación actual y los pasos a seguir para posicionarse en el futuro escenario europeo y aprovechar las oportunidades que se presentan. Éstas son el resultado de la adaptación al contenido de la MiFID y el Código de Conducta y de la implantación de una única plataforma de liquidación en el año 2013, que persiguen aumentar la competencia y reducir los costes favoreciendo la libertad de elección de las infraestructuras de valores, y el acceso y la interoperabilidad entre ellas.

El proyecto T2S ha contado hasta ahora con el apoyo general del mercado y de las instituciones y organismos comunitarios. Los DCV se han mostrados más cautelosos ante el proyecto, en muchos casos porque han visto en él a un competidor en lugar de entenderlo como una herramienta común para todos, ofrecida en igualdad de condiciones y que puede abrirles posibilidades de negocio en un entorno mucho más competitivo.

Lo ambicioso de este proyecto hace necesario un análisis de su impacto en el largo plazo, porque es cierto que los costes de adaptación en el corto plazo pueden ser elevados. Dicho estudio debería ir acompañado de un análisis del coste de oportunidad de no desarrollar T2S. ¿Es posible una alternativa real a T2S con los mismos niveles de eficiencia, seguridad y costes y con el mismo grado de neutralidad para todos los DCV y sus participantes?

8 Bibliografía

Baena Tovar, Nuria (2007): “El proceso de consolidación de los mercados de valores internacionales”. *Boletín de la CNMV, Trimestre III, 2007*.

Banco de Pagos Internacionales (2003): "La función del dinero del banco central en los sistemas de pago" (extracto), *Comité de Sistemas de pago y Liquidación*, agosto 2003.

Chan, Diana; Montan, Forense; Rosati, Simonetta; Russo, Daniela (2007): "The securities custody industry". *ECB Occasional Paper Series*, N^o 68/August 2007.

ECSDA (2002): "Cross-Border Settlement". *Prepared by the ECSDA Working Group on cross-border settlement (WG3)*.

ECSDA (2007): "Implementation report for the Price Transparency phase of the Code of Conduct".

European Central Bank (2007): "T2S progress report". *ECB Bulletin November 2007*.

European Central Bank (2007): "T2S, The Blue Print". *ECB Bulletin March 2007*.

European Central Bank (2004): "The use of central bank money for settling securities transactions". *ECB Bulletin May 2004*.

European Commission, Internal Market and Services DG. (2007): "Improving the Efficiency, Integration and Safety and Soundness of Cross-Border Post-Trading Arrangements in Europe". *Financial Services Policy and Financial Markets*, 25 July 2007.

Gómez-Sancha Trueba, Ignacio (2006): "Situación actual y perspectivas de la regulación comunitaria sobre registro, compensación y liquidación de valores". *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros Europeos 2006*.

Schmiedel, Heiko; Schönenberger, Andreas (2005): "Integration of Securities Market Infrastructures in the Euro Area", *ECB Occasional Paper Series*, N^o 33/July 2005.

Tumpel-Gugerell, Gertrude: "TARGET2-Securities gains from integrating the European post-trade infrastructure – the case for T2S". *Speech by Ms Gertrude Tumpel-Gugerell, Member of the Executive Board of the European Central Bank, at the IEA conference on the ECB's proposal for TARGET2-Securities, Dublin, 30 November 2007*

IV Novedades regulatorias

Novedades de la MiFID en relación con las ESI

Mario Marchiandi Alberdi (*)

(*) Mario Marchiandi Alberdi es subdirector de Sociedades y Agencias de Valores de la Dirección de Autorización y Registro de Entidades de la CNMV.

1 Introducción

La primera piedra en la construcción de un mercado único europeo en el terreno de la prestación de servicios de inversión, lo constituye la Directiva 93/22/CEE del Consejo de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (DSI).

El panorama europeo de los mercados de valores, caracterizado por distintos niveles de desarrollo de los mercados de valores y de los prestadores de servicios de inversión, hacía necesario un marco legal sencillo que, a través de la regulación de tales prestadores de servicios, armonizara las distintas legislaciones nacionales.

La DSI crea un marco jurídico común basado en dos pilares básicos: por una parte, el reconocimiento mutuo de las autoridades supervisoras de los Estados Miembros y, por otra, el pasaporte europeo. La posibilidad de los prestadores de servicios de inversión (a partir de esta norma, empresas de servicios de inversión –ESI-) de operar en un mercado de valores europeo único en virtud de la autorización otorgada por uno de los Estados Miembros, desde el punto de vista teórico, daba efectividad a los principios de libertad de establecimiento y de prestación de servicios pero, desde el punto de vista práctico, daba nuevas e importantes posibilidades de negocio a las ESI.

En tan sólo 32 artículos, la Directiva regulaba las condiciones de acceso a la actividad y de ejercicio de las ESI. Las empresas autorizadas de acuerdo con esos criterios comunes, tenían capacidad para operar sin limitación en los países de la UE sin más trámite que la mera comunicación entre autoridades supervisoras, y es este proceso de comunicación entre autoridades y de relación con terceros países el que la DSI regula con detalle.

La DSI establecía requisitos basados en el criterio de capacidad por el que la prestación de servicios de inversión quedaba condicionada a disponer de un capital y unos recursos propios mínimos, un accionariado idóneo, una dirección cualificada en términos de experiencia y honorabilidad y una estructura organizativa adecuada. Sin embargo, no definía los principales parámetros que una estructura organizativa debía cumplir para considerarse adecuada.

Tampoco reguló otros aspectos esenciales en la prestación de los servicios de inversión en los mercados de valores, como pueden ser la propia estructura de los mercados de valores o las normas de conducta a las que deben atenerse las ESI en la prestación de servicios a terceros.

La DSI se traspuso al ordenamiento jurídico español mediante la Ley 37/1998, de Reforma de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores (LMV) y supuso el mayor cambio normativo, por lo que respecta a las Sociedades y Agencias de Valores y a las Sociedades Gestoras de Carteras, desde la publicación de LMV.

Esta Ley introdujo, entre otros, dos elementos liberalizadores que alteraron la estructura de los intermediarios de valores de España. Por una parte, la posibilidad de las ESI extranjeras de acceder al mercado español, en virtud del pasaporte, mediante establecimientos permanentes, derivó en algunos casos, en la reestructuración de su presencia en España, transfiriendo el negocio y las actividades prestadas a través de sociedades o agencias de valores específicamente constituidas para ello, a dichos establecimientos. Por otra, la libertad de acceso a los mercados secundarios españoles en calidad de miembros por las ESI y las Entidades de Crédito autorizadas en otros países de la Unión Europea, fue la causa también de procesos de reestructuración de grupos financieros que reorganizaron su presencia en el mercado de valores español a través de una sola entidad¹.

Asentado el esquema básico diseñado por la DSI en 1993, la evolución experimentada en los mercados financieros en los últimos años ha impulsado una reforma normativa de enorme calado. Un contexto internacional caracterizado por unos mercados más eficientes pero también más complejos, a los que acude un mayor número de inversores que demandan servicios y productos cada vez más sofisticados y con una creciente actuación transfronteriza, en un marco normativo europeo más armonizado que el existente antes de 1993, han impulsado un desarrollo normativo con un ámbito regulatorio mucho más amplio.

La Directiva 2004/39/CE relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID)² que entró en vigor el pasado 1 de noviembre, y su normativa de desarrollo, nace con triple objetivo:

- 1 Ampliar el marco jurídico común:
 - La MiFID es una Directiva de mercados de instrumentos financieros, por lo que su ámbito de aplicación es mayor que el de la DSI que se limitaba a la prestación de servicios de inversión. El desarrollo de nuevos mecanismos de negociación de valores fuera de los mercados regulados (sistemas multilaterales de negociación e internalizadores sistemáticos), hace imprescindible armonizar y regular la forma de actuación de las ESI en ese contexto, estableciendo claros mecanismos de transparencia tanto frente a otros mercados o sistemas como frente a sus clientes.
 - La creciente diversidad y complejidad de los instrumentos financieros (en especial en el área de derivados) y de los servicios demandados por los inversores, hace necesario ampliar el catálogo de los instrumentos financieros sometidos a las disposiciones de la Directiva, así como dar nueva consideración a determinadas actividades, hasta ahora consideradas como complementarias, pero que su creciente importancia y difusión determina su consideración como servicio de inversión.

¹ Sobre la evolución del sector de ESI, ver artículo "Evolución y características del sector de sociedades, agencias de valores y sociedades gestoras de carteras" de Paloma Hernández Cienfuegos publicado en el Boletín de la CNMV correspondiente al primer trimestre de 2007.

² El 20 de diciembre de 2007 se ha publicado la Ley 47/2007 que modifica la LMV para incorporar, entre otras directivas, la MiFID.

- Un escenario cada vez más complejo, requiere un mayor grado de protección de los inversores. Es por ello que la MiFID aborda, por primera vez a nivel comunitario, la armonización de las normas de conducta.

2 Profundizar en las reformas ya iniciadas por la DSI:

Los requisitos que regulan la autorización y las condiciones de ejercicio de las ESI se definen con mayor precisión. Un panorama cada vez más complejo y sofisticado, en una Unión Europea ampliada a 27 Estados Miembros, hace imprescindible profundizar en la definición y armonización de las estructuras de gobierno y de control de las ESI.

3 Resolver algunas deficiencias que se habían manifestado en la aplicación de la DSI:

Definitivamente la MiFID aclara el régimen de supervisión de las ESI que operan en otro Estado Miembro en régimen de libre prestación de servicios, asignando al país de origen la supervisión íntegra de la actuación de las ESI autorizadas. Además, aborda la regulación de los agentes vinculados a las ESI, aspecto este que, aún habiendo sido anunciado en la DSI, no alcanzó una efectiva implantación por falta de desarrollo normativo. Esta laguna ha impedido que las ESI explotaran en toda su capacidad las posibilidades de negocio que la libre prestación de servicios ofrecía.

Esta Directiva es una norma amplia y compleja que aporta numerosas novedades a nivel europeo, y alguna menos a nivel español, donde el intenso desarrollo normativo habido desde la publicación de la LMV ya ha anticipado alguno de los principales aspectos que introduce la Directiva.

Desde la publicación de la LMV en 1988, además de la transposición de la DSI mediante la Ley 37/1998 y de su desarrollo mediante el Real Decreto 867/2001, sobre el Régimen Jurídico de las empresas de servicios de inversión, los desarrollos normativos se han centrado en la regulación de las normas de conducta a las que están sujetas las ESI en la prestación de sus servicios (Real Decreto 629/1993, de 3 de marzo sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, y sus desarrollos), y en la definición de los requisitos organizativos especialmente vinculados al control de las actividades que estas entidades desarrollan (Circular 1/98, de 10 de junio, de la CNMV, sobre sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos).

En consecuencia, una primera conclusión es que muchos de los principios que regula por primera vez la MiFID a nivel europeo ya están incorporados, en mayor o menor medida, al ordenamiento jurídico español y están siendo aplicados por las ESI españolas. Por lo tanto, algunos de ellos no suponen una novedad como tales, si bien la Directiva si establece respecto de ellos, nuevos requisitos que las ESI españolas deberán cumplir.

En conclusión, la MiFID va a suponer, como ya supuso la DSI, un cambio sustancial en el panorama en el que las ESI desarrollan su actividad. Es propósito de este artículo analizar las principales novedades para las ESI españolas y los

efectos que la nueva regulación puede tener sobre la industria nacional de servicios de inversión. El resto del artículo se estructura como sigue: la sección 2ª tratará sobre las novedades en el ámbito de los negocios de las ESI, analizando las consecuencias que pueden derivarse, entre otros, de la ampliación de los servicios de inversión y de los instrumentos financieros sobre los que las ESI pueden realizar su actividad, y la sección 3ª revisará las novedades en relación con la actuación de estas entidades. Por último, en la sección 4ª se resumirán las principales conclusiones que se alcanzan en el artículo.

2 Novedades en el ámbito de los negocios

El Anexo I de la MiFID relaciona los servicios, actividades e instrumentos financieros que las ESI pueden ofrecer a sus clientes.

En comparación con el catálogo que ofrecía la DSI, la MiFID incluye como nuevo servicio de inversión la gestión de sistemas de negociación multilateral, y clasifica como servicio de inversión el asesoramiento en materia de inversión que la DSI consideraba como actividad complementaria. También incluye nuevos instrumentos financieros como los instrumentos financieros derivados sobre materias primas, variables climáticas, gastos de transporte, autorizaciones de emisión o tipos de inflación, y los contratos financieros por diferencias.

2.1 Los servicios de inversión

La MiFID elimina el principio de concentración en los mercados de valores y regula la actuación de distintos centros de negociación (mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación e internalizadores sistemáticos), fomentando la competencia entre ellos e introduciendo condiciones para salvaguardar la integridad del mercado en su conjunto.

En este contexto, las ESI españolas tienen la posibilidad de desarrollar nuevas áreas de negocio actuando como gestores de sistemas multilaterales de negociación (la lista de servicios de inversión de la MiFID se amplía incluyendo como nuevo servicio la gestión de sistemas multilaterales de negociación) o como internalizadores sistemáticos³ de las órdenes de los clientes.

Estas actividades son novedosas en el ordenamiento jurídico español, por lo que es difícil evaluar el impacto que tendrán en el conjunto de las ESI. No obstante, el desarrollo de estas nuevas áreas de negocio exigirá a las ESI la creación de organizaciones empresariales sólidas, dotadas de recursos humanos, procedimientos operativos y de control y, en especial, de una fuerte inversión en tecnología, por lo

³ Las ESI han actuado tradicionalmente como internalizadores en determinados mercados, dando contrapartida contra su cuenta propia a las órdenes de los clientes. La nueva actividad exige para que sea considerada como tal, que la ejecución de las órdenes de los clientes contra su cuenta propia se realice de forma sistemática, organizada y frecuente, y que se cumplan, entre otros, determinados requisitos de transparencia en la negociación.

que su éxito dependerá de la creación de centros de negociación suficientemente atractivos para los inversores que les permitan obtener retornos financieros suficientes en relación con la inversión de recursos financieros realizada. En este contexto influirá notablemente la competencia que, a nivel nacional, se plantea con los mercados regulados, sólidamente implantados en el mercado español, y, a nivel europeo, con las ESI autorizadas en otros Estados Miembros que se beneficien del pasaporte para prestar estos servicios de inversión en España.

Distinta consideración tiene en la MiFID la actividad de asesoramiento en materia de inversión que, estando en ambas Directivas, eleva su rango a servicio de inversión y sujeta a autorización a las empresas que presten este servicio. El tercer considerando de la MiFID justifica este cambio: *“Debido a que los inversores dependen cada vez más de las recomendaciones personalizadas, es conveniente incluir el asesoramiento en materia de inversión, entre los servicios de inversión sujetos a autorización”*.

El ejercicio de actividades de asesoramiento en materia de inversión en España ha sido una actividad escasamente regulada y no sometida a autorización previa y cuyo ejercicio tampoco ha estado sujeto a supervisión. Salvo alguna mención en el Real Decreto 629/1993 en el que se somete la actuación de las personas que desarrollan actividades de asesoramiento y difusión de información al código general de conducta contenido en el anexo de la citada norma, el ejercicio de esta actividad ha sido libre.

Tratamiento distinto ha tenido el asesoramiento en materia de inversión para las ESI que han incorporado esta actividad en su programa de actividades, como complemento de los servicios de inversión que prestan. En estos supuestos, las ESI autorizadas han cumplido con los requisitos de medios y capacidades para la prestación de las actividades incluidas en su programa de actividades y han sido objeto de supervisión en el desarrollo de esta actividad. Por otra parte, las ESI españolas se han beneficiado de la posibilidad de prestar actividades accesorias (entre ellas, el asesoramiento) sobre instrumentos distintos a los descritos en la norma.

Desde el punto de vista de los intermediarios financieros españoles, las ESI ya autorizadas para prestar este servicio deberán adaptar sus procedimientos a los nuevos requisitos (entre ellos, las normas de conducta) que se dicten al respecto, y las empresas que desarrollan esta actividad sin licencia, deberán obtener la correspondiente autorización, adaptando igualmente sus estructuras a los requisitos que disponga la norma. Por lo tanto, no se espera que la “regularización” del sector produzca una alteración sustancial, en términos de competencia, del panorama actual.

La norma aclarará un ámbito de actuación en el que durante mucho tiempo han convivido ESI sujetas al cumplimiento de múltiples requisitos (requisitos organizativos, de transparencia, de información al supervisor, etc.) con empresas no sujetas a ellos. La equiparación de los requisitos, en definitiva traerá una equiparación de los costes operativos, de manera que este servicio de inversión se prestará en igualdad de condiciones.

No obstante, el efecto que tenga la citada “regularización”, dependerá de las condiciones de autorización y de ejercicio que la norma imponga. El establecimiento de requisitos que, en la práctica, supongan una barrera de entrada al sector de ESI, por una parte restringirá el acceso únicamente a aquellas empresas que tengan estructuras financieras y operativas más sólidas y, por otra, exigirá a algunas entidades redefinir la estrategia en el desarrollo de su negocio. Es posible que algunas entidades para las que el asesoramiento constituya una actividad complementaria de su negocio principal, decidan abandonar la prestación de este servicio, por lo que podría producirse un trasvase de clientes asesorados hacia las entidades reguladas.

Otra cuestión que cabe analizar, es el efecto que el pasaporte europeo referido a esta actividad tenga a nivel nacional. Como ya se ha planteado, la libertad de establecimiento ha afectado a entidades nacionales y extranjeras, por lo que, el beneficio del pasaporte tendrá efecto en aquellos países que impusieran restricciones a la libre prestación de esta actividad fuera de sus fronteras.

En cualquier caso, la exigencia de requisitos para la autorización y para el ejercicio de la actividad de asesoramiento en materia de inversión, redundará en un claro beneficio para los clientes asesorados: por un lado, porque sus asesores deberán acreditar capacidad para la prestación del servicio y su actividad estará sometida a la supervisión de la CNMV, y por otro, porque una mayor competencia sin duda redundará en una mejora de la calidad del servicio prestado.

2.2 Los instrumentos financieros

En los últimos años, el sector financiero se ha caracterizado por el desarrollo de nuevos instrumentos financieros. La necesidad de atender nuevas exigencias de los inversores en un entorno económico global y cambiante, la evolución y mejora de los sistemas de medición de riesgos y una mayor experiencia y cultura financiera de los inversores, han impulsado la oferta de instrumentos financieros cada vez más sofisticados.

En respuesta a esta tendencia, la MiFID declara en su considerando cuarto que “*Conviene incluir en la lista de instrumentos financieros determinados instrumentos derivados sobre materias primas y otros constituidos y negociados de un modo que plantea cuestiones de reglamentación comparables a las de instrumentos financieros tradicionales*”, y en su Anexo I incluye nuevos instrumentos financieros no contemplados en la anterior DSI.

Sin lugar a dudas, ello supone una importante novedad en el ordenamiento europeo, pero no lo es tanto a nivel español, donde la normativa ha planteado un oferta más amplia de instrumentos financieros que la ofrecida por la DSI y, en algunos instrumentos, próxima a la MiFID.

Además de los productos tradicionales, el Real Decreto 867/2001 ofrece en las letras d) y f)⁴ de su artículo 3^o una gama amplia de productos, entre otros los derivados

4 d) Los contratos de cualquier tipo que sean objeto de negociación en un mercado secundario oficial o no. f) Los contratos u operaciones sobre instrumentos no contemplados en las letras anteriores, siempre que sean susceptibles de ser negociados en un mercado secundario, oficial o no, y aunque su subyacente sea no financiero, comprendiente a tal efecto, entre otros, las mercancías, las materias primas y cualquier otro bien fungible.

sobre materias primas, pero aún más, en su artículo 10º reconoce a las ESI la capacidad de desarrollar actividades accesorias referidas a instrumentos no contemplados en el citado artículo 3º.

En consecuencia, el principal efecto práctico de la ampliación de la lista de instrumentos financieros es que las ESI se podrán beneficiar del pasaporte para prestar servicios en otros Estados Miembros.

Desde el punto de vista del mercado nacional hay que considerar que, tradicionalmente, España ha sido país importador de servicios de inversión (frente a 29 ESI españolas que operan en otros Estados Miembros, aproximadamente 1.100 ESI extranjeras operan en España en régimen de libre prestación de servicios o mediante sucursal). En este contexto, la oferta de productos disponible para los clientes residentes en España será más amplia y aumentará, en consecuencia, la competencia para las ESI españolas.

2.3 Las redes comerciales

A pesar de que el considerando 8º de la DSI contemplaba la posibilidad de que las ESI pudieran desarrollar sus actividades en toda la Unión Europea recurriendo a agentes, la falta de una efectiva regulación ha impedido el desarrollo de esta figura como elemento clave en la prestación de servicios de inversión por las ESI en otros Estados Miembros.

Así, la actuación de una ESI en otro Estado Miembro mediante una presencia permanente, debía articularse necesariamente mediante el establecimiento de una sucursal, lo que encarecía el desarrollo del negocio transfronterizo y, de alguna manera, lo condicionaba. Esta limitación ha impedido un desarrollo pleno del régimen de libre prestación de servicios, que las ESI han articulado mediante el uso de nuevas tecnologías y de visitas periódicas a los clientes situados en otros Estados Miembros.

La MiFID regula por primera vez a nivel europeo la figura del agente vinculado otorgando a cada Estado Miembro, la capacidad de permitir a las ESI que utilicen esta figura. Esta se configura como representante de una entidad en la promoción de su negocio, permitiéndole además prestar, por cuenta de su representada, los servicios de intermediación y asesoramiento. La exigencia de requisitos de conocimientos y honorabilidad, de publicidad en las relaciones con los clientes así como de inscripción en un registro público, posibilita la armonización de esta figura a nivel europeo y, lo que es más importante, permite que las ESI puedan operar en otros Estados Miembros en régimen de libre prestación de servicios mediante agentes vinculados establecidos en dichos Estados Miembros.

La figura del agente vinculado, que ha sido el principal canal mediante el cual las ESI españolas han expandido su actividad comercial en el territorio nacional, está plenamente reconocida en el ordenamiento jurídico español desde la publicación de la LMV, en términos muy similares a los requeridos por la Directiva. En consecuencia, desde el punto de vista normativo, no se esperan cambios importantes en el régimen de los agentes vinculados españoles.

Desde el punto de vista el negocio de las ESI españolas, hay que considerar que, como ya se ha apuntado anteriormente, España es un país importador de servicios de inversión, por lo que es de esperar un incremento de la presencia en España, y consecuentemente de la competencia, de entidades autorizadas en otros Estados Miembros que operen en régimen de libre prestación de servicios mediante agentes establecidos en España. En este sentido, es innegable que la fuerte presencia de expatriados residentes en el litoral español, provocará que las entidades extranjeras en libre prestación de servicios contraten agentes vinculados residentes en España para atender las necesidades de este colectivo.

3 Novedades en la actualización de las ESI

La MiFID introduce, respecto de la DSI, múltiples novedades en el modo en el que las ESI deben desarrollar su actividad.

Tanto en el ámbito de los requisitos organizativos como en el de las condiciones de funcionamiento, la MiFID plantea obligaciones que nunca habían sido desarrolladas en la normativa europea. La DSI en su Título II relativo a las condiciones de acceso a la actividad, apenas contempla algún requisito que los Estados Miembros debían exigir a las ESI para otorgar su autorización.

En consecuencia, las obligaciones que resumimos a continuación, constituyen un conjunto de novedades a las que ESI españolas deberán adaptarse. Este resumen no pretende ser exhaustivo ni reproducir todas las novedades que afectarán a las ESI españolas⁵.

3.1 Requisitos organizativos

Dentro del capítulo de los requisitos organizativos, la MiFID aborda la regulación de los elementos claves que definen la estructura de una empresa. Así, las ESI deberán contar con una estructura organizativa adecuada y proporcionada a la naturaleza, escala y complejidad de su actividad empresarial y la naturaleza y gama de los servicios y actividades de inversión que pretenden desarrollar.

En este contexto, es necesario que cuente con una clara definición de funciones y responsabilidades por lo que será imprescindible desarrollar canales de información adecuados, mantener un registro adecuado de la actividad y disponer de suficientes medios y capacidades. Lógica consecuencia de un esquema de esta naturaleza es la importancia que la Directiva otorga a las funciones de control en los distintos ámbitos de actuación. Por una parte exige que se doten de un órgano independiente que verifique el cumplimiento por la ESI de sus obligaciones normativas, por otro que disponga de procedimientos y políticas para la

⁵ Sobre los requisitos organizativos de las ESI ver artículo "Los requisitos organizativos de las empresas que prestan servicios de inversión" de Antonio Moreno Espejo publicado en el Boletín de la CNMV correspondiente al tercer trimestre de 2007.

identificación, valoración y gestión del riesgo asociado a las actividades que desarrollan y, por último, que disponga de mecanismos de evaluación de la adecuación y eficacias de los sistemas de control interno. La existencia de órganos independientes de gestión de riesgos y de auditoría interna está supeditada a la naturaleza, escala y complejidad de las actividades.

Lógicamente la responsabilidad de dotarse de medios y capacidades recae en la alta dirección que deberá evaluar periódicamente la eficacia de las políticas, disposiciones y procedimientos implantados.

Como parte del sistema de control, las ESI deberán contar con planes de continuidad de la actividad que garanticen la preservación y recuperación de datos y funciones esenciales, y con mecanismos de control adecuados cuando la ESI confía a un tercero el desarrollo de funciones o actividades esenciales o importantes o de servicios o actividades de inversión.

Especial importancia tienen, dentro de este capítulo, los aspectos relativos a la organización vinculados a la protección de los clientes. La Directiva regula con detalle los requisitos que deben cumplir las ESI para proteger los derechos de los fondos e instrumentos financieros de sus clientes. Esta protección se articula mediante la exigencia de registros que permitan el seguimiento e identificación en todo momento de las posiciones de los clientes, la separación de las posiciones de la propia ESI y la permanente evaluación por las ESI de las entidades a las que confían el depósito de los valores y efectivo de sus clientes y de las disposiciones normativas a las que están sujetas estas entidades en el desarrollo de su actividad.

La MiFID también otorga especial importancia a la gestión de los conflictos de interés. Las ESI deberán desarrollar una política de gestión de los conflictos de interés, por escrito, que garantice la identificación de las circunstancias que pueden provocar un menoscabo de los intereses de los clientes, y establezca los procedimientos que habrán de seguirse para gestionar estos conflictos. Además, las ESI deberán mantener un registro de los tipos de servicios de inversión o auxiliares o actividades de inversión realizados por la empresa en los que haya surgido o pueda surgir un conflicto de interés.

El resumen realizado revela la amplitud de las novedades en el ordenamiento jurídico europeo y, sin duda, las ESI españolas deberán revisar y adaptar su organización. No obstante, hay que poner énfasis en que las ESI españolas han desarrollado su actividad mediante estructuras empresariales sólidas, adecuadamente dotadas de medios y capacidades, por lo que su adaptación se ha de producir en un entorno muy favorable.

Distintas han sido las causas que han propiciado este entorno favorable:

- Desde el punto de vista jurídico, las ESI españolas han adoptado la figura de sociedades anónimas, en las que la estructura de gobierno societario está claramente definida.
- La normativa específica del mercado de valores ha incidido en la mayoría de los aspectos que constituyen las novedades de la MiFID.

Como ejemplos de normativa de detalle cabe citar la Circular 1/98 de la CNMV, sobre sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos, que establece el contenido mínimo que deberán tener las políticas generales de control y seguimiento de los riesgos a diseñar por las ESI y la exigencia de dotarse de medios que les permitan conocer los riesgos que están asumiendo y de órganos internos que se responsabilicen de verificar el cumplimiento de tales políticas de control. La responsabilidad de determinar esa política recae en el Consejo de Administración, que además deberá crear en el seno de la organización una unidad de control, autorizar una estructura de límites operativos y facultades para la contratación y liquidación de operaciones, asegurarse que la organización cuenta con los medios que garanticen la eficiente gestión del negocio así como una adecuada segregación de funciones y, por último, definir los criterios para la elaboración de los manuales de procedimientos. En especial, la Circular se preocupa por la protección de los derechos de propiedad de los clientes y del control de la operativa de sucursales y representantes.

Por otra parte, la Ley de Reforma del Sistema Financiero profundizó en las estructuras organizativas de las ESI a fin de impedir el flujo de información privilegiada entre sus distintas áreas de actividad, y creó órganos de defensa de los clientes, obligando a las ESI a resolver las reclamaciones a través de los servicios de atención al cliente.

Por último, las normas de conducta que se desarrollan intensamente a partir del Real Decreto 629/1993, definen las obligaciones de las ESI de documentar adecuadamente las relaciones con los clientes y, en especial, la existencia de registro obligatorios que permitan un adecuado seguimiento de las operaciones de los clientes.

- Las ESI españolas tiene una gran vinculación con el sector bancario nacional o extranjero por la vía de la participación accionarial o por la vía de la procedencia de los principales ejecutivos. La pertenencia a grandes estructuras empresariales en las que cobra especial importancia el desarrollo de mecanismos de control, ha permitido exportar a gran parte de las ESI españolas políticas y procedimientos de control muy desarrollados.
- La función de la CNMV, en especial en los procedimientos de autorización de nuevas ESI en los que un elemento importante en la valoración de cada proyecto ha sido la dotación de medios prevista, en especial en áreas críticas como la de control, y en la supervisión “in situ” de las estructuras organizativas.

La adaptación de las ESI españolas exigirá para cada una de ellas, un profundo análisis de las estructuras organizativas y un ejercicio de comparación de manera que se responda a los nuevos requisitos de organización.

Las actuaciones de las ESI irán encaminadas a la creación de nuevos registros, como el registro de servicios o actividades que originan conflictos de interés, la modificación de políticas, procedimientos y funciones verificando que éstas definen claramente las obligaciones y responsabilidades de los miembros de la organización, redefiniendo las

responsabilidades de la unidad de control y de los departamentos de control de riesgos presentes en las ESI a los nuevos órganos de control previstos, de manera que se desarrollen específicamente las funciones de cumplimiento normativo, adaptando el régimen de operaciones personales de acuerdo con la definición de “persona relevante” y, en consecuencia, adaptando los reglamentos internos de conducta, formalizando los planes de contingencia y continuidad del negocio y evaluando si los servicios externalizados se desarrollan de acuerdo con los criterios previstos.

Este proceso exigirá la implicación absoluta de la alta dirección que deberá definir claramente los parámetros en los que va a desenvolver su actuación futura.

3.2 Condiciones de funcionamiento

La MiFID eleva a la categoría de principio fundamental la protección de los inversores, protección que se alcanza por una doble vía: por una parte intensificando la transparencia en la relación de las ESI con sus clientes o potenciales clientes (en adelante clientes) y, por otra, exigiendo a las ESI que su actuación vaya dirigida a la oferta de servicios e instrumentos que se adecuen a las necesidades, experiencia y capacidad financiera de sus clientes. No obstante, esa exigencia se modula atendiendo a la distinta cualificación que tienen los inversores, por lo que la MiFID prevé un mayor grado de protección para los clientes minoristas y un menor grado para los clientes profesionales y las contrapartes elegibles. En consecuencia, una novedad sobresaliente de la MiFID es que las ESI deberán clasificar a sus clientes de acuerdo con las anteriores categorías.

En términos generales, la transparencia se materializa informando a los clientes especialmente, en la fase de comercialización o precontractual, para que éstos puedan adoptar sus decisiones fundadamente, y en la fase post contractual, informando sobre los servicios efectivamente prestados y sobre la evolución de las posiciones que cada cliente mantenga con la ESI. El catálogo de información a proporcionar es muy amplio y abarca, entre otros, los datos identificativos de la entidad, los servicios que presta, los riesgos de los productos que ofrece y los costes de las operaciones; pero cobra especial relevancia, por su novedad, la necesidad que las ESI informen a sus clientes de las diferentes políticas que desarrollan, por ejemplo, en el ámbito de la ejecución de las operaciones y de la custodia de los activos.

La obligación de que las ESI ofrezcan a los clientes los servicios y productos que mejor se adecuen a sus necesidades, experiencia y capacidad financiera, engloba para estas entidades una doble actuación: por una parte, deberán evaluar a cada cliente que solicite un servicio, mediante unos cuestionarios diseñados al efecto (cuestionarios de idoneidad y conveniencia), y, por otra, deberán clasificar los instrumentos que ofrezcan de acuerdo con determinados criterios. La unión de ambas labores permitirá delimitar los servicios y productos que mejor se adecuan al perfil de cada cliente, de manera que la ESI actúe, en todo momento, en interés de sus clientes.

Evidentemente, en los análisis y procedimientos que las ESI realicen deberán considerar la naturaleza de los servicios a prestar (asesoramiento, gestión o sólo ejecución), la mayor o menor complejidad de los instrumentos financieros y la clasificación previa que hayan realizado de sus clientes.

Con toda seguridad, las obligaciones que la MiFID desarrolla con sumo detalle en el ámbito de las normas de conducta van a suponer el mayor esfuerzo de adaptación de las ESI españolas. Si bien el Real Decreto 629/1993 ya recoge principios generales de actuación en interés de los clientes, desarrolla la información a suministrar a los clientes, fija la necesidad de formalizar contratos para determinadas actividades, el ordenamiento jurídico recoge la figura del inversor cualificado y la normativa relativa a la prestación del servicio discrecional de carteras de particulares obliga a las ESI a conocer el perfil del cliente gestionado, no cabe duda que el alcance de la MiFID es muy superior.

Como ha quedado patente, los cambios en los requisitos organizativos y en las condiciones de funcionamiento, requieren un notable esfuerzo de adaptación para las ESI españolas. Todo ello a pesar de haber desarrollado su actuación en un entorno jurídico adecuado, en el que ha primado la protección de los intereses de los clientes, mediante estructuras organizativas adecuadamente dotadas de medios, políticas y procedimientos de control.

En particular, es evidente que las ESI españolas deberán adaptar sus políticas, procedimientos y prácticas a los nuevos requisitos: como ejemplo basta recordar que la existencia de nuevos centros de negociación, la necesidad de formular una política de ejecución de órdenes por escrito y la obligación de las ESI de actuar bajo el principio de la mejor ejecución, sin duda implicarán la necesidad de adoptar medidas por parte de la alta dirección, rediseñar los procedimientos de ejecución de órdenes, y redefinir los mecanismos de control y supervisión. La misma labor, exigirá la necesidad de clasificar y evaluar a los clientes, etc.

También, como no puede ser de otra manera, las ESI deberán evaluar las funciones de cada una de las unidades que configuran la estructura organizativa. En el ámbito del control, deberán reasignar las funciones de la unidad de control, de acuerdo con los nuevos requerimientos, y deberán evaluar si los medios asignados son suficientes para atender las nuevas obligaciones (por ejemplo, comprobar la clasificación de clientes, que los cuestionarios se aplican adecuadamente, que la ESI cumple con el principio de mejor ejecución o que el registro de conflictos de interés incluye a los servicios y personas susceptibles de generar tales conflictos). Que duda cabe que, en el ámbito del control, las ESI deberán reforzar sus mecanismos sobre la actividad comercial de sus agentes, de manera que los procedimientos de comercialización de los productos se cumplan adecuadamente.

La estructura organizativa y las políticas de las ESI españolas se verán sin duda afectadas por la posibilidad de externalizar determinadas funciones importantes y, en especial, servicios de inversión. Si bien las ESI españolas tradicionalmente han acudido a la subcontratación de determinadas actividades (p.e. funciones operativas en los ámbitos contable y de control, o en actividades complementarias, como el depósito de valores) por primera vez se prevé y se regula la posibilidad de subcontratar servicios de inversión. Es de esperar que la subcontratación se concentre en el ámbito de la gestión discrecional de carteras de particulares y que consecuentemente, las ESI españolas evalúen esta mayor flexibilidad a la hora de definir los procedimientos operativos y la estructura organizativa. En dicha valoración necesariamente deberán considerarse los costes que la subcontratación supone, tanto en términos de honorarios como de costes por el

reforzamiento del control y de la supervisión de las actividades delegadas. Incluso en algunos supuestos, las ESI podrían plantearse asumir nuevamente la prestación directa de determinadas funciones.

En el entorno tecnológico actual, la mayoría de las novedades descritas exigirán desarrollos informáticos sustanciales. Especial atención deberá prestarse al área comercial, en la que las ESI deberán desarrollar herramientas que permitan la clasificación de los clientes y una valoración prácticamente inmediata de éstos a la hora de ofrecerles los servicios y productos que mejor se adapten a sus conocimientos, experiencia y capacidad financiera. Aquellas ESI que sean capaces de atender a sus clientes de una manera más ágil, tendrán una ventaja competitiva. También tendrán ventaja aquellas entidades que sean capaces de crear sistemas informáticos que fácilmente se adapten al entorno cambiante.

Por último, pero quizás uno de los aspectos más importantes, será la formación de los empleados y de las redes comerciales. La formación deberá ir dirigida a la esfera organizativa (nuevas políticas y procedimientos, nuevas aplicaciones informáticas, etc.) y, en especial, a la formación del personal en contacto con los clientes. Así, la formación deberá prestar especial atención a la red de agentes que en el caso de muchas ESI españolas constituyen la red de captación del cliente minorista.

4 Conclusiones

A lo largo de este artículo, ha quedado patente que la MiFID aporta numerosas novedades cuya incidencia efectiva para las ESI españolas se verá con el transcurso del tiempo.

En particular, la principal novedad sustancial es la posibilidad de las ESI españolas de actuar como gestores de sistemas multilaterales de negociación o como internalizadores sistemáticos, pues el resto de novedades en el ámbito europeo de una u otra manera ya estaban incorporadas en el ordenamiento jurídico español y formaban parte de la actividad habitual de algunas ESI. En todo caso, la ampliación del pasaporte europeo a nuevos instrumentos y, en especial, la posibilidad de las ESI europeas de actuar en régimen de libre prestación de servicios en España mediante agentes vinculados, traerá una mayor competencia para las ESI españolas. De hecho, es posible que, tras un análisis costes/beneficios, algunas ESI redefinan su estrategia de negocio y abandonen la prestación de servicios a determinados colectivos que supongan una aportación marginal a su resultado.

Desde el punto de vista de la adaptación a los nuevos requisitos organizativos y a las condiciones de funcionamiento, es evidente que las ESI deberán asumir un coste, bien por la vía de los desarrollos internos como por la de la contratación de asesores.

El sector de ESI tiene una estructura muy diversificada en la que conviven empresas de dimensión reducida, muy especializadas que prestan un único servicio de inversión a clientes profesionales, con otras multidisciplinares, con una clientela

mixta (minorista y profesional) y con redes amplias de captación de negocio mediante agentes vinculados. Aunque el coste de adaptación será distinto para cada tipo de entidad, es evidente que los costes serán mayores para aquellas ESI cuya base de negocio se sustente en clientes minoristas captados a través de la red de agentes y que tengan una amplia oferta de servicios y productos. Sin embargo, una vez definida la estrategia de negocio, las ESI deberán asumir los costes de la adaptación. No obstante, los costes de adaptación deben afrontarse como una inversión que les ofrece la oportunidad de mejorar su imagen frente a los clientes y al resto de entidades financieras, nacionales o extranjeras, que prestan servicios de inversión. Así, la inversión en políticas y procedimientos de control, en desarrollos tecnológicos que permitan a las ESI actuar frente a sus clientes de manera ágil, que permitan su rápida adaptación a un entorno dinámico, potenciarán la imagen del sector en su conjunto pudiendo atraer, en consecuencia, a un mayor número de inversores. No hay que olvidar que la MiFID presta especial atención a la información precontractual que las ESI deben proporcionar a sus clientes. Pues bien, las ESI dispondrán de una magnífica herramienta en esa información para demostrar a sus clientes su solvencia en términos generales; políticas de ejecución de órdenes o de protección de los activos de los clientes elaboradas rigurosamente, permitirán a las ESI demostrar su capacidad y elevar la confianza de los inversores en el sector en su conjunto.

Y ello es especialmente importante, en un mercado en el que, es de esperar un incremento de la competencia de las entidades extranjeras. Las ESI españolas deberán no sólo dotarse de las herramientas para hacer frente a esa mayor competencia interna, sino proyectar su presencia en el exterior que, no cabe duda, es la asignatura pendiente.

La Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros. Un análisis desde la perspectiva del mercado de valores español

Enrique Alonso Alonso (*)

(*) Enrique Alonso Alonso ha pertenecido a la Dirección de Mercados Secundarios de la CNMV hasta diciembre de 2007. En la actualidad es responsable de cumplimiento de Merrill Lynch.

1 Introducción

La Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID por el acrónimo inglés con el que es más conocida) es la principal norma comunitaria que regula el ámbito de los mercados de valores y sustituye a la Directiva de Servicios de Inversión (DSI), que era la principal norma europea sobre intermediarios y mercados financieros en vigor desde 1993.

La MiFID constituye un intento de dar respuesta a los cambios producidos en los mercados financieros mundiales. Fenómenos como el de la internalización de órdenes o la existencia de sistemas de negociación centralizados distintos de los mercados regulados se habían desarrollado con posterioridad a la entrada en vigor de la DSI y se hacía necesaria una nueva regulación que los tuviera en cuenta.

Aparte de los cambios en el régimen de autorización y actuación transfronteriza de los intermediarios financieros y en su estructura organizativa y normas de conducta, la MiFID supone un cambio importante en la estructura y en el funcionamiento de los mercados, especialmente en aquellos, como en el nuestro, en los que rige el principio de concentración de órdenes y en los no se contemplaban determinadas figuras, como puede ser la internalización sistemática.

Para incorporar al Derecho español la MiFID se ha modificado parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores (LMV)¹, si bien en esta modificación también se ha transpuesto la Directiva 2006/47/CE del Parlamento Europeo y el Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de servicios de inversión (ESI) y las entidades de crédito.

Los principios inspiradores de la nueva LMV podrían resumirse en los siguientes:

- Modernización de los mercados financieros para adaptarlos al nuevo entorno de negociación.
- Refuerzo de las medidas de protección de los inversores.
- Adaptación de los requisitos organizativos exigibles a las ESI.
- Mejora de las potestades supervisoras de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y potenciación de los instrumentos para fomentar la cooperación transfronteriza entre supervisores.

¹ LEY 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, publicada en el B.O.E. el 20 de diciembre de 2007.

En el momento actual queda aún pendiente de aprobación el Real Decreto de desarrollo de la MiFID que regula el régimen jurídico de las entidades que prestan servicios de inversión. Paralelamente a los esfuerzos de transposición de la MiFID y de sus normas de desarrollo que los distintos países están llevando a cabo, el procedimiento normativo europeo previsto por el procedimiento Lamfalussy sigue su curso y Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) ha elaborado, y sigue elaborando, nueva regulación de nivel 3² sobre los aspectos considerados más relevantes o sobre los que se considera necesario arrojar más luz para los participantes en la industria. Estas recomendaciones de nivel 3 de CESR, de carácter no vinculante, se configuran esencialmente como guías para orientar a la industria financiera europea a la hora de cumplir con los requisitos de la MiFID.

En el presente artículo se analiza, en la segunda sección, la nueva estructura de negociación planteada por la MiFID resaltando las implicaciones que podría tener en la organización de nuestros mercados de valores. Posteriormente, en la sección tercera, se abordan las principales consecuencias que se derivan de este nuevo entorno de negociación centrándonos en los requisitos de transparencia de la información de negociación y el régimen de mejor ejecución. La sección cuarta se dedica al principio de mejor ejecución. En la sección quinta se tratan el régimen de comunicación de operaciones y los mecanismos de intercambio de comunicación de operaciones con las implicaciones que pueden tener en la supervisión de nuestros mercados de valores. Finalmente la sección sexta contiene algunas conclusiones.

2 La nueva estructura de negociación planteada por la MIFID

En este apartado se analiza el nuevo entorno de negociación planteado por la MiFID que es, sin duda, una de las principales novedades de la Directiva. Si bien podría decirse que parte de los requisitos organizativos y las normas de conducta para las empresas de inversión (ESI) que la MiFID plantea ya se encuentran, en mayor o menor medida, recogidas en nuestro ordenamiento, lo cierto es que las innovaciones en materia de estructura, organización y funcionamiento de los mercados son auténticamente innovadoras y supondrán un "big bang" para nuestro sistema financiero.

La MiFID identifica tres tipos de sistemas de negociación en los mercados europeos: mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación (SMN) e internalizadores sistemáticos (IS). Además, la MiFID consagra el principio de libertad de elección de sistemas de compensación y liquidación.

² La regulación de nivel 3, en terminología del procedimiento Lamfalussy, se refiere a criterios de interpretación de normas o recomendaciones para su aplicación. La regulación de nivel 1 se refiere a directivas o reglamentos del Consejo y Parlamento Europeos, sobre principios; la regulación de nivel 2 son directivas o reglamentos de la Comisión Europea, de desarrollo de las normas de nivel 1.

2.1 Los mercados regulados. Los regímenes de admisión, suspensión y exclusión de negociación

Los mercados regulados son una figura de sobra conocida en nuestro sistema financiero, donde tradicionalmente se les ha denominado "mercados secundarios oficiales". La MiFID y sus normas de desarrollo otorgan a los mercados regulados un estatus especial y unos regímenes de autorización, regulación y supervisión específicos. El régimen de transparencia tanto previa como posterior a la negociación es, no obstante, común al prescrito para los SMN, dado que comparten diversas características funcionales.

El régimen planteado por la MiFID para los mercados regulados no difiere sustancialmente del régimen existente anteriormente. Otro aspecto a considerar es el posible impacto que tendrán los mercados regulados españoles.

En primer lugar, es indudable que la ruptura de la regla de concentración de órdenes (que obligaba a ejecutar las operaciones en los mercados y sistemas gestionados por el mercado español, BME) supondrá una competencia por el flujo de órdenes entre los mercados regulados, los SMN y los IS. A su vez, es previsible que se produzca un aumento del volumen de negociación OTC (*over the counter*, es decir operativa entre entidades financieras al margen de los mercados regulados), por lo que el impacto sobre la liquidez de los mercados regulados podría verse incrementado aún más.

Un aspecto relevante y novedoso de la normativa aplicable a los mercados regulados lo constituyen los regímenes de admisión a negociación, suspensión y exclusión de la negociación.

El Reglamento 1287/06 especifica los requisitos que los distintos tipos de instrumentos financieros deben cumplir para ser admitidos a negociación en un mercado regulado. Únicamente se describen requisitos generales que garanticen que los instrumentos sean libremente negociables y que su contratación se desarrolle de manera justa, ordenada y eficiente. Hay que señalar que los requisitos propuestos no se solapan con el régimen regulado por la Directiva de Folletos o la Directiva de Obligaciones de Transparencia.

Los preceptos relativos a la admisión de valores se aplican a todo tipo de instrumentos financieros y no sólo a los valores de renta variable. El Reglamento 1287/06 describe los requisitos generales para la admisión a negociación de acciones, derivados y participaciones en fondos de inversión. No se incluye ningún desarrollo específico referente a bonos ni instrumentos del mercado monetario, cuyo régimen de admisión ha de circunscribirse a los requisitos generales expuestos en la propia MiFID.

Una novedad respecto al régimen actual es la posibilidad de admitir valores en distintos mercados sin el consentimiento del propio emisor. En estos casos el emisor no vendrá obligado a cumplir con los requisitos de difusión de información regulada sino que deberá ser la sociedad rectora del mercado que ha admitido al emisor sin su consentimiento la encargada de recabar la información y hacerla pública a los participantes en dicho mercado.

En cuanto a la suspensión de negociación, la MiFID reparte la potestad para suspender y excluir entre las autoridades competentes y las propias rectoras de los mercados regulados. Para adaptar este régimen dual a la práctica de nuestros mercados, se ha optado porque la CNMV suspenda valores cuando concurren circunstancias especiales que pudieran perturbar el normal desarrollo de las operaciones sobre ese instrumento o cuando lo aconseje la protección de los inversores. Por su parte, las rectoras podrán suspender cuando el instrumento deje de cumplir las normas del mercado recogidas en el propio reglamento del mercado. Es decir, que la capacidad de suspensión de las rectoras se circunscribe a un ámbito más técnico y referido a las circunstancias de la contratación propiamente dicha.

De manera paralela, la exclusión de valores de negociación puede también ser acordada por la CNMV o por las rectoras de los mercados regulados. Corresponderá a la CNMV la exclusión de los valores que, o bien no cumplan los requisitos de frecuencia y liquidez u otros asimilables establecidos reglamentariamente, o bien no cumplan las obligaciones de remisión y publicación de información. Por su parte, las sociedades rectoras podrán instar a la exclusión de un valor por el mismo motivo que por el que pueden suspender un valor; es decir, por el incumplimiento de las normas de contratación, aunque, en el caso de la exclusión, entendemos que este incumplimiento debe de ser recurrente, a diferencia del caso de la suspensión.

Dado que el nuevo entorno de negociación de la MiFID traerá consigo la negociación de un mismo valor en distintos mercados regulados (en algunos de los cuales, según se ha visto, el valor podrá ser admitido sin el consentimiento del emisor), en varios SMN y en varios IS, se hace necesario la existencia de una actuación coordinada en el caso de las suspensiones y de las exclusiones para garantizar que las distintas autoridades y los distintos sistemas de negociación en los que se negocia un valor conocen cuando dicho valor ha sido suspendido o excluido en uno o varios de los sistemas de negociación en los que contrata.

Para ello, se ha previsto un procedimiento en dos etapas:

- a** Tan pronto como la autoridad competente suspenda/excluya un valor en un mercado regulado, hará pública dicha suspensión de modo que el resto de sistemas de negociación (otros mercados regulados, SMN o IS) bajo su jurisdicción están obligadas a suspender/excluir el valor.
- b** La autoridad competente que haya instado la suspensión/exclusión de un valor, comunicará al resto de autoridades competente (comunitarias, y en caso necesario, extracomunitarias) que, a su vez, acordarán la suspensión/exclusión del valor en los sistemas de negociación bajo su jurisdicción (salvo que de ello se siga un perjuicio grave para los inversores o el funcionamiento ordenado de su mercado).

En el seno de CESR se está analizando la implantación de un sistema para la comunicación de suspensiones y exclusiones entre autoridades competentes. A fecha de elaboración del presente artículo, las autoridades competentes han habilitado, de manera provisional, un conjunto de direcciones de correo electrónico para el intercambio de este tipo de información y han designado a personas de

contacto en cada autoridad que serán responsables de centralizar el envío y recepción de comunicaciones referidas a suspensiones y exclusiones de valores.

2.2 Los sistemas multilaterales de negociación (SMN)

Los SMN se configuran como sistemas de cualquier tipo (esencialmente, plataformas electrónicas de negociación) que son operados por una ESI o por el operador de un mercado regulado y que permiten casar múltiples intereses de compra y venta sobre los activos negociados en ellos.

La estructura, funcionalidad y operativa de los SMN propuesta por la MiFID y sus normas de desarrollo son muy similares a las de los mercados regulados, aunque no se regulan los regímenes de admisión y exclusión de negociación.

El régimen jurídico pre-MiFID ya recogía la figura de los SMN con el nombre de SON. (Sistema Organizado de Negociación), aunque la Directiva regula más detalladamente estos sistemas, estableciendo el contenido de su reglamento de funcionamiento, las reglas para permitir el acceso remoto a miembros extranjeros y las normas de transparencia relativas a la negociación de acciones en estos sistemas.

Los participantes en los mercados españoles podrán decidir establecer un SMN o bien unirse a un SMN existente, por lo que se produciría, según se ha comentado, un drenaje de liquidez de los propios mercados regulados.

También es previsible que surjan SMN a nivel europeo, como es el caso de *Turquoise*, que en noviembre de 2006 se configuró como un SMN del que forman parte los principales bancos de inversión (*Citi Group, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley y UBS*). Otro potencial competidor de los mercados regulados es el denominado Chi-X que se registró en la *Financial Services Authority* (FSA) británica como SMN para acciones de ámbito paneuropeo utilizando la tecnología de *Instinet*. La negociación de acciones se inició el 30 de marzo de 2007, con un plan para introducir 7.500 valores negociados en noviembre de 2007.

2.3 La internalización sistemática (IS)

La MiFID define a los IS como las ESI que de forma organizada, sistemática y frecuente ejecutan órdenes de sus clientes contra su cuenta propia al margen de los mercados regulados y de los SMN. Esta práctica supone, una vez más, una potencial pérdida de liquidez para los mercados regulados y una fuente de conflictos de interés entre los mercados regulados y sus participantes.

Dado que los IS compiten con el resto de sistemas de negociación (mercados regulados y SMN), se hacía necesario que su régimen de actuación permitiera una competencia equitativa entre ellos. Por ello, se imponen una serie de obligaciones a los IS (esencialmente, el deber de cotizar precios de manera continuada durante sus horas normales de negociación, la obligación genérica de reflejar las condiciones del mercado en sus cotizaciones y una serie de condiciones a la actualización y retirada de sus cotizaciones).

Por otro lado, al operar contra su cuenta propia, los IS ponen en riesgo su propio capital, por lo que su régimen de actuación propuesto por el Reglamento también les permite una serie de salvaguardas razonables para evitar un excesivo riesgo en su operativa. Fundamentalmente, esta ventaja competitiva respecto al resto de sistemas de negociación que la MiFID otorga a los internalizadores se refiere a la existencia de un régimen de pre-transparencia propio y distinto del que se aplica a los mercados regulados y SMN. No obstante, el régimen de transparencia posterior a la negociación planteado por la MiFID es el mismo para IS, mercados regulados y SMN.

La internalización de operaciones puede plantear conflictos de interés entre las ESI y sus clientes y supone también una amenaza potencial a la eficiencia del mercado dado que, de no regularse adecuadamente, podría deteriorar el proceso de formación de precios y poner en peligro la consecución de la mejor ejecución de las órdenes. Por todo ello, la MiFID y sus normas de desarrollo limitan la internalización de órdenes de clientes a aquellos casos en los que esta operativa suponga una mejor ejecución de las órdenes de sus clientes; es decir, aquellas situaciones en las que la ejecución interna mejora las condiciones existentes en el resto de sistemas de negociación (mercados regulados o SMN). Además, se propone que los potenciales conflictos de interés se vean limitados con unas estrictas reglas de gestión de órdenes que obliguen a las ESI a ejecutar de manera adecuada las órdenes de sus clientes evitando su aprovechamiento por la propia ESI o por otros clientes. De este modo, se regula específicamente la ejecución de transacciones que corresponden a la gestión de carteras de valores (órdenes recibidas de clientes profesionales que se desagregan en órdenes en distintos valores), la ejecución de transacciones sujetas a otras condiciones distintas de las estrictas condiciones de negociación existentes en el mercado y se habilitan los medios para proteger la operativa de los IS de las "ejecuciones múltiples" permitiendo que el IS decida de manera prudente las órdenes que puede satisfacer teniendo en cuenta el volumen de las posiciones, la situación del mercado y su posición de riesgo. Los internalizadores sistemáticos podrán ejecutar órdenes recibidas de clientes profesionales a precios mejores de los ofertados, únicamente para órdenes superiores al tamaño típico de una orden minorista que ha quedado fijado reglamentariamente en 7.500 euros.

En cuanto a la publicidad de la condición de IS, las autoridades competentes de cada país están obligadas a hacer pública y mantener actualizada una lista de los IS bajo su jurisdicción y los IS deberán hacer público al mercado por los medios expuestos reglamentariamente cuando dejan de actuar como IS en uno ó más valores.

CESR ha sido encomendado con la gestión de las bases de datos centralizada de IS. En el seno de CESR se ha acordado un formato para dicha base de datos con los contenidos comunes que permitirán a todos los inversores identificar la actividad de los distintos miembros de mercado como IS.

2.4 Breves consideraciones acerca del régimen de compensación y liquidación de operaciones

Es necesario resaltar que la MiFID no aborda de manera exhaustiva los aspectos relativos a la compensación y liquidación de las operaciones aunque los preceptos o principios

generales que establece son de gran importancia. Esencialmente, la MiFID consagra el derecho de las empresas de inversión comunitarias y de los gestores de los mercados regulados o de los SMN a participar directamente en los sistemas de liquidación de otros Estados Miembros bajo la condición de cumplir los oportunos requisitos operativos y comerciales para su adhesión, así como las medidas prudenciales para mantener el funcionamiento armónico y ordenado de los mercados financieros

Por otro lado, hay que señalar que los potenciales competidores de los mercados regulados también están avanzando en temas relacionados con la compensación y liquidación de las operaciones que van a intermediar. En abril de 2007, el SMN Turquoise anunció que había seleccionado a EuroCCP para ofrecer una solución de compensación y liquidación europea en una plataforma única. EuroCCP, la European Central Counterparty Ltd, es una filial de la Depositary Trust & Clearing Corporation (DTCC). Sujeta a la recepción de la aprobación por parte de la Financial Services Authority, EuroCCP será una casa de compensación reconocida en el Reino Unido, con sede en Londres y regulada por la FSA.

3 El régimen de transparencia

El régimen de transparencia en la negociación propuesto por la MiFID busca asegurar que los inversores dispongan de un nivel adecuado de información sobre los intereses de compra y venta (pre- transparencia) y la transacciones efectuadas (post transparencia) de los valores admitidos a negociación en los mercados regulados, independientemente de dónde se negocian (mercados regulados, SMN ó IS). A su vez, se trata de garantizar que los niveles de información hechos públicos no perjudican a los intermediarios que dotan de liquidez al sistema, evitando que la información que están obligados a difundir ponga en riesgo sus posiciones y estrategias.

3.1 Pre-transparencia

a El régimen de pre-transparencia de los mercados regulados y los SMN

El régimen de pre-transparencia propuesto por la MiFID y sus normas de desarrollo pretende homogeneizar, en la medida de lo posible, los requisitos de difusión de información previa a la negociación, pero teniendo en cuenta la diversidad de formas de difundir intereses de compra-venta existentes, diferenciando entre mercados dirigidos por órdenes, mercados dirigido por precios y mercados de subastas periódicas.

En este punto, es conveniente señalar que los requisitos de pre-transparencia actualmente en vigor en nuestros mercados de renta variable cumplirían con los requisitos fijados por la MiFID y sus normas de desarrollo, proporcionando, en algunos casos, un grado aún mayor de transparencia. Sería conveniente, no obstante, revisar el segmento de fijación de precios únicos o *fixing* en el cual se debería señalar de manera clara, el precio y el volumen de equilibrio al cual

se resolvería la subasta (en la actualidad se difunden el precio de equilibrio y los volúmenes por el lado de la compra y por el lado de la venta).

Por otro lado, el Reglamento prevé diversas excepciones a la obligación de difundir la información sobre los intereses de compra y venta, que son:

- Los *crossing systems*; es decir, aquellos modelos de mercado que se basan en una metodología de negociación en virtud de la cual el precio se determina con arreglo a un precio de referencia generado por otro sistema.
- Las “operaciones negociadas”³, siempre que se ejecuten dentro de los límites de la horquilla de precios ponderados para el tamaño de la operación, cuando la acción no se negocie de forma continua, dentro de un porcentaje de un precio de referencia adecuado, o bien cuando dicha operación negociada esté sujeta a condiciones distintas del precio de mercado vigente de la acción.
- Las órdenes de elevado volumen, en comparación con el volumen normal de mercado (bloques). El régimen de bloques propuesto por el Reglamento de nivel 2 divide los valores en cinco clases de liquidez (en función del efectivo medio diario negociado) adjudicándole a cada clase un tamaño mínimo para considerar la orden como de elevado volumen.

La regulación de las operaciones de bloques podría tener algún impacto sobre la organización y en las normas de funcionamiento de los mercados españoles. En el mercado continuo de la bolsa española (SIBE) existe actualmente un segmento de negociación de operaciones de elevado volumen que distingue entre bloques convenidos y bloques parametrizados. El segmento de negociación de bloques que opera el SIBE deberá realizar algún cambio para adaptarse al nuevo régimen de bloques previsto en el Reglamento 1287/06 que desarrolla la MiFID.

También es previsible que se desarrolle un régimen para las operaciones negociadas. Actualmente, estas operaciones suelen articularse mediante aplicaciones, en las que un mismo miembro de mercado debe introducir dos órdenes de signo contrario en el libro de órdenes para asegurar la ejecución.

b El régimen de pre-transparencia de los IS

El ámbito de actuación de los IS viene dado por las acciones que se consideran líquidas a estos efectos. Los IS ponen en riesgo su propio capital y proveen liquidez al sistema, por lo que parece necesario que, a la hora de definir su régimen de actuación, se tenga en cuenta que deben ser capaces de deshacer o cubrir sus posiciones para evitar riesgos, para lo cual los

³ De acuerdo con el reglamento de nivel 2, se entenderá por operación negociada, “una operación que implique a miembros o participantes de un mercado regulado o SMN que se negocie de forma privada, pero se efectúe dentro del mercado regulado o SMN, y cuando el miembro o participante ejecute para ello una de las siguientes tareas: a) negociar por cuenta propia con otro miembro o participante que actúe por cuenta de un cliente; b) negociar con otro miembro o participante, ejecutando ambos órdenes por cuenta propia; c) actuar tanto por cuenta del comprador como del vendedor; d) actuar por cuenta del comprador, si otro miembro o participante actúa por cuenta del vendedor; e) negociar por cuenta propia dando contrapartida a una orden de un cliente.”

valores deberán ser suficientemente líquidos. Por ello, se limitan los requisitos de actuación en términos de ámbito de aplicación (sólo deberán difundir intenciones de compra-venta en valores líquidos) y tamaño (sólo deberán difundir intenciones de compra-venta a partir de un determinado volumen denominado "tamaño normal de mercado").

Por otro lado, cada autoridad competente deberá publicar y mantener una lista de valores líquidos bajo su jurisdicción. Además, determinará el valor medio de las transacciones de cada valor considerado líquido con el fin de encuadrarle en su correspondiente clase de liquidez, definido así el ámbito de actuación de los IS en los valores líquidos bajo su supervisión.

La base de datos de valores líquidos está siendo organizada por CESR. La puesta en marcha se produjo el 1 de julio de 2007. Posteriormente, fue actualizada el 1 de octubre, fecha a partir de la cual se debe ajustar diariamente. CESR ha sometido a consulta pública (hasta el 15 de enero de 2008) un documento en el que se proponen determinadas mejoras en la base de datos de valores líquidos y de IS, con el fin de facilitar la consulta y búsqueda de valores en dichas bases de datos.

3.2 Post-transparencia

La MiFID establece que las ESI, los mercados regulados y las entidades que gestionen un SMN deberán hacer pública la información de precios y volúmenes, junto con la identificación del instrumento negociado y del sistema de negociación en el cual se ha concluido la transacción.

La información posterior a la negociación deberá hacerse pública tan pronto como sea posible, estableciéndose un límite máximo de tres minutos para aquellas situaciones en las condiciones tecnológicas así lo exijan (asumiendo un nivel razonable de eficiencia y de gastos en los sistemas por parte de la entidad correspondiente).

El régimen para la publicación diferida de las operaciones de elevado volumen presenta una escala de aplazamientos máximos de publicación, en función de la liquidez de los valores (determinadas éstas a partir del efectivo medio diario negociado). De este modo, para cada categoría de liquidez (las categorías de liquidez van desde aquellos valores que negocian menos de 100.000 euros diarios de efectivo hasta aquellos que negocian más de 50.000.000 euros diarios de efectivo) los aplazamientos varían en función del volumen de la transacción (efectivo negociado) y, en algunas ocasiones, en función del porcentaje que la transacción representa sobre el efectivo medio diario negociado en el valor.

4 El régimen de mejor ejecución

La MiFID recoge la obligación de las ESI de obtener el mejor resultado posible al ejecutar las órdenes de sus clientes, teniendo en cuenta el precio, los costes,

la velocidad, la posibilidad de ejecución y de liquidación, el tamaño y la naturaleza y cualquier otra característica de la orden.

Esta obligación se configura como una parte esencial de la normativa comunitaria, no sólo desde el punto de vista de la protección de los inversores sino que también desempeña un papel central para garantizar la integridad de los mercados de valores.

Así, antes de ofrecer un servicio de inversión, las ESI deberán tener en cuenta los siguientes aspectos:

- a) Las características del cliente, incluyendo su estatus de cliente minorista o profesional.
- b) La naturaleza de la orden del cliente.
- c) Las características del instrumento financiero negociado.
- d) Las características del sistema de negociación al que se dirige la orden.

Además de los aspectos mencionados, las ESI deberán tener en cuenta las instrucciones expresas del cliente, ya que estas instrucciones, al determinar ciertas condiciones de ejecución (precio, mercado en el que se debe ejecutar, condiciones de liquidación...), condicionan el esquema de mejor ejecución. No obstante, hay que aclarar que el hecho de que el cliente manifieste una serie de instrucciones expresas, no significa que para las ESI desaparezca su obligación de ejecutar la orden en los mejores términos para el cliente, sino que las instrucciones del cliente definen un nuevo marco para la ejecución de las órdenes en el que se deberá seguir buscando la mejor ejecución.

4.1 El caso particular de los clientes minoristas

En aquellas situaciones o estructuras de mercado en las que existe una concentración del flujo de órdenes en un único sistema de negociación, es relativamente sencillo determinar y evaluar la ejecución de las órdenes. No obstante, cuando la negociación se fragmenta en múltiples sistemas de negociación, comprobar que se han cumplido los requisitos de mejor ejecución se complica (especialmente para los clientes minoristas), y se requiere la selección de algún parámetro de referencia que simplifique esta "autosupervisión" de la mejor ejecución de las propias órdenes.

Por todo ello, la MiFID ha fijado un parámetro predominante a la hora de determinar la mejor ejecución de las órdenes de clientes minoristas. De este modo, en ausencia de órdenes específicas del cliente que fijen la preponderancia de algún otro factor (rapidez de ejecución, condiciones que faciliten la liquidación, etc.), el precio neto (incluyendo todos los costes directamente imputables a la ejecución de la orden) deberá considerarse como el factor más importante a la hora de determinar el mejor resultado posible en la ejecución de las órdenes minoristas.

4.2 Ámbito subjetivo de aplicación. Miembros de mercado y negociación por cuenta propia

La MiFID establece que la obligación de ejecutar las órdenes en los términos más favorables para el cliente no se refiere únicamente a la ejecución de órdenes en sentido estricto sino que incluye todos los pasos en la cadena de ejecución de un orden, desde que se recibe hasta que se ejecuta en algún sistema de negociación. De este modo, el deber de mejor ejecución se extiende también a los intermediarios que reciben y transmiten órdenes para su ejecución por otro intermediario y a las entidades que gestionan carteras y que, por tanto, también dan órdenes de compra-venta a otros intermediarios.

Las entidades que gestionan carteras y las que intermedian recibiendo y transmitiendo órdenes a otros intermediarios para que las ejecuten pueden, por tanto, delegar la ejecución de las órdenes pero no pueden delegar ni eludir su obligación de mejor ejecución para con sus clientes.

4.3 Ámbito objetivo de aplicación. Instrumentos negociados

También es necesario tener en cuenta que la mejor ejecución viene matizada por la naturaleza de los instrumentos negociados y las diferentes estructuras de negociación.

Por ejemplo, las transacciones OTC suelen implicar el diseño de contratos personalizados o "a medida" que hacen muy difícil la comparación con otros sistemas de contratación. Esto es así porque estos contratos personalizados están basados en una serie de juicios que incluyen, por ejemplo, los riesgos de contraparte asociados a cada cliente. Ante un contrato OTC o un acuerdo a medida de una ESI con su cliente, otras ESI sólo podrían facilitar un precio más o menos teórico o aproximado, dado que no disponen de las condiciones específicas de riesgo del cliente en cuestión.

La ausencia de un elemento de comparación más o menos preciso no quiere decir que las ESI están exentas del deber de mejor ejecución para instrumentos más o menos personalizados ni para aquellos mercados o estructuras de negociación en las que el cliente podría ser considerado una contrapartida directa (mercados dirigidos por precios o mercados intermediados en sus distintas formas: mercados de mediadores, mercados de creadores de liquidez, etc.), sino que las ESI, a la hora de valorar los productos "a medida", deberán tener en cuenta de manera razonable la valoración de mercado o la valoración en contratos o en instrumentos similares a los que se está ofreciendo a los clientes.

4.4 Obligaciones de las ESI. Política de mejor ejecución y obligaciones de difusión de información a clientes

Las ESI deberán elaborar y revisar, al menos una vez al año (o siempre que se produzcan cambios significativos en la misma), su política de mejor ejecución, que deberá contener todos aquellos sistemas de contratación que, de acuerdo con su

propio modelo de negocio y organización interna, le permiten obtener de manera consistente la mejor ejecución de las órdenes de sus clientes.

Además, las ESI deberán facilitar a sus clientes, con anterioridad a la prestación de servicios, el procedimiento mediante el cual la ESI prioriza los factores de mejor ejecución mencionados (precio, rapidez de ejecución, etc.) y el detalle de cómo influyen en esta categorización los aspectos que condicionan la ejecución de la orden (tipo de cliente, naturaleza de la orden, tipo de instrumento negociado y sistemas de negociación en el que se ejecuta la orden), la lista de los mercados en los que la ESI considera que obtienen de manera consistente la mejor ejecución y un aviso de que las instrucciones específicas dadas por el propio cliente pueden hacer que la ESI no siga el procedimiento que seguiría habitualmente en ausencia de dichas instrucciones con el fin de obtener la mejor ejecución de dichas órdenes.

4.5 El nuevo entorno de entorno de negociación y el régimen de mejor ejecución

En sistemas centralizados como el SIBE la mejor ejecución viene, en líneas generales, garantizada por el propio funcionamiento del sistema y por las normas generales de conducta de los intermediarios recogidas, esencialmente en el Real Decreto 629/93, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios.

Por un lado, la negociación durante la sesión abierta del SIBE se rige por el principio de "prioridad precio-tiempo" y por el principio de "mejor precio del lado contrario" que aseguran que las órdenes se ejecutan en las mejores condiciones posibles sobre la base de las órdenes existentes en el libro de órdenes. Por otro lado, en el anexo del Real Decreto 629/93 (código general de conducta de los mercados de valores) se contienen una serie de medidas encaminadas, entre otras cosas, a una correcta gestión y ejecución de las órdenes de los clientes.

Con el nuevo entorno planteado por la MiFID, en el que la liquidez se puede fragmentar entre distintos sistemas de negociación, esta situación ha cambiado en parte, de modo que la obtención de la mejor ejecución de las órdenes de clientes no es un proceso tan evidente como en un mercado centralizado por órdenes como el SIBE con normas que garantizan que las órdenes se ejecutan siempre la mejor precio existente en el libro de órdenes.

5 La comunicación de operaciones y el intercambio de información entre autoridades

La regulación de la comunicación de operaciones y el intercambio de información entre autoridades es un aspecto muy relevante para asegurar un adecuado nivel de supervisión por parte de las autoridades competentes que permita seguir garantizando la integridad de los mercados y la protección de los inversores ante los retos de la nueva estructura de negociación planteados por la MiFID.

El Reglamento 1287/06 propone una serie de contenidos de información comunes a los Estados Miembros que deberán ser remitidos por las ESI.

5.1 La definición de "operaciones"

En primer lugar, para garantizar una aplicación coherente en todos los Estados Miembros, el Reglamento propone una definición común de lo que se debe entender por "operaciones" que deberán ser comunicadas por las ESI en la forma prevista por el citado reglamento.

La definición de "operación" (que será aplicable no sólo en el ámbito de la comunicación de operaciones sino también en el apartado de transparencia, anteriormente analizado) incluye únicamente la compra o venta de instrumentos financieros en sentido estricto, excluyendo otras transacciones, aunque puedan implicar adquisiciones o transacciones de instrumentos financieros de manera incidental. Específicamente, se excluyen de la definición de operación las denominadas "operación de financiación de valores", es decir los préstamos de valores o de otros instrumentos financieros, operación de recompra o recompra inversa y las operaciones de venta con pacto de recompra u operaciones de compra con pacto de reventa.

5.2 Contenido de la información a comunicar. La identificación del cliente final

En cuanto al contenido de información, el Reglamento 1287/06 establece dos niveles de detalle, recogidos en los anexos 1 y 2 del mismo.

En el anexo 1 se recogen los campos que deberán cumplimentar las ESI para cada una de las operaciones. Adicionalmente, el Anexo 2 incorpora tres campos complementarios a los del anexo 1 que deberán completar las autoridades competentes antes de remitir la información en su conjunto a la autoridad del mercado más líquido, y que pretenden facilitar la identificación de la ESI que realiza la comunicación, de su contraparte y del instrumento negociado.

Un aspecto relevante es el de la inclusión o no de la identificación de los clientes finales de las operaciones. Finalmente, esta información no se encuentra entre los campos obligatorios a remitir por las ESI, pero se deja la posibilidad de que los Estados Miembros exijan también la información necesaria para identificar a los clientes en nombre de los cuales la empresa de inversión ha ejecutado la operación. En nuestro país, la forma, detalle y plazos de comunicación de la información necesaria para identificar la cliente final se ha remitido a posterior desarrollo reglamentario.

5.3 Contenidos adicionales a comunicar

El contenido de la información a comunicar acordado a nivel europeo comprende 23 campos de información. El artículo 13.3 del Reglamento 1287/2006 permite solicitar información adicional cuando sea necesaria para que la autoridad

competente pueda supervisar las actividades de las empresas de inversión. Expresamente se permite solicitar la identificación del cliente en virtud del artículo 13.4 del citado Reglamento 1287/2006.

Por otro lado, el considerando 4 del Reglamento 1287/2006 dice que es necesario garantizar que todas las empresas de inversión recojan y comuniquen un único conjunto de datos con mínimas diferencias entre Estados Miembros. Hay países que hoy en día solicitan bastante más información que los 23 campos acordados en CESR (incluyendo hasta 60 campos de información, en algún caso).

La Comisión Europea ha expresado su preocupación por esta potencial falta de armonización que podría dar lugar a arbitrajes regulatorios, dado que las ESI intentarían sujetarse a los regímenes menos rigurosos en cuanto a los contenidos de información, aunque sólo sea por un motivo de ahorro de costes. En principio, consideramos que debe de existir cierta flexibilidad que permita a los países determinar campos adicionales a nivel doméstico, al menos en un primer momento, con el fin de adaptar los distintos enfoques de supervisión existentes, tal y como se ha comentado en el apartado anterior.

Por otro lado, la información que se enviaría a otros países podría consistir en el contenido mínimo de CESR (23 campos) o en todos los campos que reciba el país de acogida, según acuerden las autoridades implicadas.

En nuestro país, Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, habilita al Ministerio de Economía y Hacienda para, en su caso, establecer requisitos de información adicionales cuando se considere necesario para el correcto ejercicio de las funciones de supervisión que la CNMV tiene encomendadas.

5.4 Determinación del mercado más importante en términos de liquidez

El artículo 25 de la MiFID establece que las autoridades deberán intercambiar información de operaciones de modo que se garantice que la autoridad competente del mercado más líquido para cada valor recibe la información de operaciones del mismo.

El enfoque adoptado por el Reglamento de nivel 2 para la determinación del mercado más líquido se basa en el empleo de diferentes *proxies* en función del tipo de valor (por ejemplo, en el caso de las acciones, el mercado más importante en términos de liquidez será aquel en el que el valor es admitido a negociación por primera vez, mientras que para los valores de renta fija, el mercado más líquido será donde esté situado el domicilio social de la entidad matriz del emisor). Alternativamente, en el caso de que ser no posible determinar un único mercado más líquido usando las *proxies*, se entenderá que el mercado más líquido es aquel en el que el efectivo negociado en el valor sea mayor.

El Reglamento incluye también un mecanismo de corrección en el caso de que los mecanismos para designar el mercado más líquido no funcionen adecuadamente o en el caso de que se produzca un cambio en el mercado más líquido. De este modo,

en enero de cada año una autoridad competente podrá notificar a la autoridad competente pertinente de un instrumento financiero particular, su intención de impugnar la determinación del mercado más líquido para ese instrumento. En un plazo de cuatro semanas tras la notificación, ambas autoridades calcularán el volumen de negocios para ese instrumento en los mercados respectivos durante el año anterior y si los resultados de ese cálculo revelan que el volumen de negocios es más elevado en el mercado de la autoridad competente que muestra su desacuerdo, dicho mercado pasará a ser el mercado más importante en términos de liquidez para ese instrumento financiero.

5.5 Comunicación de operaciones por parte de sucursales

El régimen propuesto por la MiFID da lugar a una supervisión compartida entre la autoridad del país de origen (encargada de supervisar los requisitos organizativos de la sucursal y las operaciones efectuadas fuera del país de acogida) y la autoridad del país de acogida (que supervisará las operaciones efectuadas por la sucursal dentro del país de acogida).

En el caso concreto de la comunicación de operaciones, dados los grandes problemas que este régimen compartido podría ocasionar a los intermediarios (desde el punto de vista de los costes, requisitos técnicos, etc.), y teniendo en cuenta que la autoridad del país de origen (bajo el supuesto de que sea la autoridad del mercado más líquido prevista por el artículo 25 de la MiFID) recibirá la información de negociación recogida previamente por la autoridad del país de acogida, se ha acordado una solución práctica que consiste en permitir que toda la información de las operaciones efectuadas por la sucursal, bien sea en el país de acogida, bien sea en cualquier otro país, se comuniquen a la autoridad del país de acogida.

Por tanto, se simplifica el régimen de comunicación de las sucursales, de modo que estas pueden comunicar las operaciones sólo al país de acogida, garantizándose que el país de origen recibirá toda la información a través del régimen de comunicación de operaciones (artículo 25.5 MiFID).

5.6 Intercambio de información entre autoridades supervisoras

El artículo 25.3 de la MiFID establece que la autoridad competente del mercado más importante en términos de liquidez para un determinado instrumento financiero deberá recibir toda la información de negociación de dicho instrumento. Para garantizar que cada autoridad dispone de la información necesaria para supervisar los instrumentos financieros bajo su supervisión, el artículo 58 de la MiFID desarrolla el régimen de cooperación e intercambio de información entre autoridades.

No cabe duda que la puesta en práctica de este sistema de intercambio de información para la supervisión trae consigo importantes retos también de índole técnica. Por ello, se estableció en el seno de CESR un grupo de trabajo formado por expertos informáticos, denominado *CESR-Tech*, que presta apoyo a los distintos grupos de trabajo de CESR y que desarrolló el llamado proyecto TREM (*Transaction*

Reporting Exchange Mechanism o Mecanismo de Intercambio de Información de Transacciones) que pretende armonizar los aspectos técnicos necesarios para posibilitar este intercambio de información entre autoridades competentes.

El proyecto TREM se centra únicamente en los aspectos relacionados con el intercambio de información de negociación entre autoridades de distintos países, estableciendo unos protocolos de recepción, almacenamiento y envío de la información. Por tanto, pretende ser el complemento de los distintos regímenes nacionales de comunicación de operaciones. En este sentido, hay que señalar que, dado que el artículo 14 del Reglamento 1287/06 prevé que los Estados soliciten la información necesaria para identificar a los clientes por cuenta de los cuales la empresa de inversión ha ejecutado la operación, el protocolo del TREM también contempla que la ESI que actúe como agente, deberá comunicar que la orden es por cuenta de un cliente (a través de un *client code* que dijera únicamente "cliente"); en el caso, de que en la autoridad competente que recibe las transacciones exigiese la identificación de los clientes, la ESI debería aportar además un campo denominado *Client Code Type* que aportase la identidad del cliente.

6 Conclusiones

La MiFID ha entrado en vigor el 1 de noviembre de 2007 y su incorporación al derecho español se ha realizado por la Ley 47/2007, que modifica la Ley del Mercado de Valores. Esta directiva es la norma europea clave para la construcción de un mercado de valores integrado. La nueva regulación persigue la modernización de los mercados financieros junto con la mejora en el régimen de protección de los inversores.

Las novedades que plantea la MiFID son numerosas, especialmente en el ámbito de la estructura y funcionamiento de los mercados, de forma que se ha llegado a anticipar que se puede llegar a producir un "big bang" en los sistemas financieros. El cambio puede ser especialmente significativo para los países en los que regía el sistema de concentración de órdenes, como es el caso español.

La MiFID identifica tres tipos de sistemas de negociación en los mercados europeos: mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación e internalizadores sistemáticos. Esto implica la ruptura de la regla de concentración de órdenes lo que supondrá una competencia por el flujo de órdenes entre los tres tipos de sistemas. La posibilidad que abre la Directiva de que se admitan valores en distintos mercados sin el consentimiento del propio emisor contribuirá a ello. También ayudará el hecho de que la MiFID señala el principio de libertad de elección de sistemas de compensación y liquidación.

También son nuevos muchos requisitos de transparencia. El objetivo es asegurar que los inversores dispongan de un nivel adecuado de información sobre los intereses de compra y venta y la transacciones efectuadas con los valores admitidos a

negociación en los mercados regulados, independientemente de dónde se negocian (mercados regulados, SMN ó IS). En el caso español, los requisitos de transparencia previos a la negociación actualmente existentes en el mercado organizado BME cumplen, en general, con la MiFID, aunque pueden hacer falta algunos ajustes. Por otra parte, para los IS cuentan con unos requisitos de pre-transparencia menores, teniendo en cuenta que su operativa implica poner el riesgo su propio capital.

Otra importante novedad es el principio de mejor ejecución. La MiFID recoge la obligación de las ESI de obtener el mejor resultado posible en la ejecución de las órdenes de sus clientes. Diversos parámetros deben tenerse en cuenta para satisfacer este principio, como son el precio, los costes, la velocidad, la posibilidad de ejecución y de liquidación, el tamaño y la naturaleza de la orden, etc.. Las ESI deben tener definida una política para conseguir la mejor ejecución, que debe ser comunicada a los clientes. En el caso de los inversores minoristas la MiFID señala que el factor principal para saber si la orden se ha ejecutado de la mejor forma posible es el precio, salvo que haya instrucciones específicas señalando algún otro factor.

Sin embargo este concepto es difícil de aplicar, en especial cuando los clientes tienen distintas necesidades, cuando intervienen diversos intermediarios en la canalización de la orden o cuando hay diversos mecanismos posibles de negociación. Es decir, el logro de la mejor ejecución se complica precisamente cuando los mercados financieros se hacen más complejos.

Una última novedad de la MiFID respecto a los mercados que se comenta en este artículo se refiere a la comunicación de operaciones por parte de las ESI y el intercambio de información entre autoridades. La finalidad es que las ESI tengan obligaciones de comunicación parecidas en todos los Estados Miembros, evitando que se produzca su traslado a las localizaciones con menores requisitos. A su vez, las autoridades supervisoras deben intercambiar información de operaciones de modo que la autoridad competente del mercado más líquido para cada valor reciba la información de operaciones del mismo. La finalidad es garantizar que cada autoridad dispone de la información necesaria para supervisar los instrumentos financieros bajo su supervisión.

Como queda puesto de manifiesto, los cambios que introduce la MiFID se han desarrollado con bastante detalle en las normas de desarrollo, tanto de nivel normativo 2, como de criterios interpretativos y recomendaciones (nivel 3). Muchas de estos requisitos aún no se encuentran plenamente operativos en la mayoría de países, ni por parte de las entidades ni por las autoridades supervisoras. La consecuencia es que el impacto que se prevé que la MiFID tendrá sobre los mercados y sobre las entidades, liberalizando su actividad y fomentando la competencia, aún tardará en producirse.

V Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2004	2005	2006	2006		2007		
				IV	I	II	III	IV ²
IMPORTES EFECTIVOS³ (millones de euros)	21.735,6	2.960,5	5.021,7	941,4	803,9	11.218,1	4.337,2	7.124,1
Ampliaciones de capital	18.748,0	2.803,4	2.562,9	497,5	696,1	9.896,5	4.273,8	6.560,6
De ellas, mediante OPS	1.101,9	0,0	644,9	99,7	0,0	334,2	3.485,2	4.683,3
Tramo nacional	537,9	0,0	303,0	99,7	0,0	334,2	2.449,6	2.037,5
Tramo internacional	564,0	0,0	342,0	0,0	0,0	0,0	1.035,6	2.645,8
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.987,6	157,1	2.458,8	443,9	107,8	1.321,6	63,4	563,5
Tramo nacional	1.664,4	54,7	1.568,1	277,2	107,8	913,5	63,4	420,2
Tramo internacional	1.323,2	102,5	890,7	166,7	0,0	408,1	0,0	143,3
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴	42	27	30	7	7	10	6	10
Ampliaciones de capital	37	25	23	6	6	8	6	7
De ellas, mediante OPS	4	0	10	2	0	2	3	5
De ellas, liberadas	15	6	0	0	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	7	2	15	3	1	3	1	6
NÚMERO DE EMISORES⁴	37	24	23	6	7	10	6	9
Ampliaciones de capital	31	23	18	5	6	8	6	6
De ellas, mediante OPS	3	0	6	1	0	2	3	4
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	6	1	10	2	1	3	1	5

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

2 Datos disponibles: noviembre 2007.

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	2004	2005	2006	2006		2007		
				IV	I	II	III	IV ¹
OFERTAS PUBLICAS DE SUSCRIPCION	1.101,9	0,0	644,9	99,7	0,0	334,2	3.485,2	4.683,3
Mercado nacional	536,4	0,0	303,0	99,7	0,0	334,2	2.277,0	2.035,0
Suscriptores minoristas	348,1	0,0	8,7	0,0	0,0	112,0	1.898,5	830,5
Suscriptores institucionales	188,3	0,0	294,3	99,7	0,0	222,2	378,5	1.204,5
Mercado internacional	564,0	0,0	342,0	0,0	0,0	0,0	1.035,6	2.645,8
Empleados	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	172,6	2,6
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
OFERTAS PUBLICAS DE VENTA	2.987,6	157,1	2.458,8	443,9	107,8	1.321,6	63,4	563,5
Mercado nacional	1.657,9	54,7	1.565,0	275,7	107,8	903,6	63,4	418,7
Suscriptores minoristas	657,4	27,3	390,0	81,7	16,2	289,4	0,0	88,4
Suscriptores institucionales	1.000,5	27,3	1.175,0	194,0	91,7	614,3	63,4	330,3
Mercado internacional	1.323,2	102,5	890,7	166,7	0,0	408,1	0,0	143,3
Empleados	6,5	0,0	3,1	1,5	0,0	9,9	0,0	1,6
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: noviembre 2007.

Admisión a bolsa. Expedientes registrados en la CNMV

CUADRO 1.3

	2004	2005	2006	2006		2007		
				IV	I	II	III	IV ¹
IMPORTES NOMINALES (millones de euros)								
Con folleto de emisión	1.909,6	498,0	963,4	53,5	69,1	91,2	171,8	3.447,1
Ampliaciones de capital	1.699,3	494,0	575,9	28,4	69,1	6,6	171,8	3.324,9
De las cuales OPS	45,4	0,0	145,3	0,1	0,0	4,5	0,0	3.305,1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	210,3	4,0	387,5	25,1	0,0	84,6	0,0	122,2
Sin folleto de emisión	564,6	167,3	564,7	118,6	320,4	1.166,4	440,9	6.361,9
NÚMERO DE EXPEDIENTES								
Con folleto de emisión	36	26	18	4	5	5	4	6
Ampliaciones de capital	34	25	13	3	5	3	0	5
De las cuales OPS	2	0	5	1	0	2	0	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	1	9	2	0	3	0	3
Sin folleto de emisión	16	27	61	20	17	19	20	10

1 Datos disponibles: noviembre 2007.

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.4

	2004	2005	2006	2006		2007			
				IV	I	II	III	IV ²	
Mercado continuo (MC). Total ³	128	126	135	135	135	137	136	140	
Sin Nuevo mercado	115	115	124	124	124	127	126	130	
Nuevo mercado	13	11	11	11	11	10	10	10	
Empresas extranjeras	6	5	6	6	6	6	6	5	
Segundo Mercado	17	14	12	12	12	11	11	11	
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2	
Barcelona	12	10	9	9	9	8	9	9	
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0	
Valencia	3	2	1	1	1	1	0	0	
Corros ex SICAV	53	47	38	38	34	33	32	31	
Madrid	28	22	16	16	15	14	14	13	
Barcelona	31	28	24	24	21	20	20	20	
Bilbao	15	14	10	10	9	9	9	9	
Valencia	21	18	13	13	11	11	10	9	
Corros SICAV	3.086	3.111	744	744	81	23	9	8	
MAB	-	-	2.405	2.405	3.096	3.193	3.241	3.275	
Latibex	30	32	34	34	34	34	34	34	

1 Datos a final de período.

2 Datos disponibles: noviembre 2007.

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

Capitalización¹

CUADRO 1.5

Millones de euros	2004	2005	2006	2006		2007			
				IV	I	II	III	IV ²	
Mercado continuo (MC). Total ³	525.695,1	616.684,7	813.764,7	813.764,7	885.715,3	895.117,8	840.333,3	921.535,3	
Sin Nuevo mercado	511.770,8	607.062,8	800.144,5	800.144,5	870.815,3	884.128,1	829.721,5	911.281,2	
Nuevo mercado	13.924,3	9.621,9	13.620,2	13.620,2	14.900,0	10.989,7	10.611,9	10.254,1	
Empresas extranjeras	54.734,6	64.312,7	105.600,9	105.600,9	137.859,2	137.570,4	104.807,9	127.169,0	
Ibex 35	344.240,2	407.797,4	502.828,0	502.828,0	533.589,0	537.038,9	527.210,1	544.612,0	
Segundo Mercado	292,5	307,4	392,7	392,7	713,3	610,3	295,7	300,8	
Madrid	11,0	9,2	18,9	18,9	32,6	37,3	24,6	34,1	
Barcelona	184,1	154,4	184,2	184,2	404,2	234,2	271,1	266,7	
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Valencia	97,3	143,8	189,6	189,6	276,4	338,8	0,0	0,0	
Corros ex SICAV	5.311,3	6.142,5	7.905,3	7.905,3	8.989,9	8.713,0	8.890,0	7.558,8	
Madrid	2.411,2	2.754,4	2.698,1	2.698,1	3.159,6	3.050,6	2.796,4	1.850,0	
Barcelona	2.517,2	3.129,2	4.966,3	4.966,3	5.333,9	5.159,5	5.247,4	4.819,8	
Bilbao	317,1	405,9	59,5	59,5	56,2	137,1	137,1	126,5	
Valencia	1.556,7	836,1	741,9	741,9	767,6	777,8	1.145,5	1.191,1	
Corros SICAV	28.972,7	33.997,6	9.514,9	9.514,9	2.168,0	1.289,6	990,1	242,6	
MAB	-	-	29.864,4	29.864,4	38.711,9	41.072,2	41.259,2	41.827,2	
Latibex	124.754,8	222.384,1	271.641,8	271.641,8	278.554,2	305.994,0	342.549,9	346.162,1	

1 Datos a final de período.

2 Datos disponibles: noviembre 2007.

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

Contratación efectiva

CUADRO 1.6

Millones de euros	2004	2005	2006	2006		2007			
				IV	I	II	III	IV ¹	
Mercado continuo (MC). Total ²	636.527,4	847.663,7	1.144.562,9	349.801,5	414.929,6	438.830,9	369.572,5	324.075,1	
Sin Nuevo mercado	618.574,3	817.834,7	1.118.546,1	341.252,0	399.828,6	432.131,5	363.370,3	319.603,0	
Nuevo mercado	17.953,1	29.829,0	26.016,8	8.549,6	10.872,5	5.386,2	5.262,9	3.689,5	
Empresas extranjeras	6.165,7	15.115,1	11.550,3	2.378,8	4.228,5	1.313,2	939,4	782,6	
Segundo Mercado	21,3	25,9	49,3	18,6	121,9	21,4	37,7	9,5	
Madrid	4,7	1,8	7,2	1,8	4,7	2,4	0,9	0,7	
Barcelona	16,1	22,9	41,6	16,5	116,6	18,7	36,0	8,8	
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Valencia	0,6	1,3	0,5	0,2	0,6	0,3	0,7	0,0	
Corros ex SICAV	423,9	860,6	736,3	267,2	316,4	152,4	65,4	235,2	
Madrid	122,6	187,8	257,6	75,9	66,6	55,4	21,3	75,2	
Barcelona	293,3	667,0	297,8	174,3	239,2	94,5	40,1	23,5	
Bilbao	1,7	1,1	159,2	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	
Valencia	6,2	4,6	21,8	16,5	10,6	2,5	3,9	136,5	
Corros SICAV	4.770,0	5.037,9	4.581,9	1.090,9	257,6	56,4	32,4	11,6	
MAB	-	-	1.814,2	1.704,5	1.770,9	1.604,9	1.369,1	1.435,5	
Latibex	366,4	556,7	723,3	158,0	217,0	226,5	209,1	157,3	

1 Datos disponibles: noviembre 2007.

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

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación ¹

CUADRO 1.7

Millones de euros	2004	2005	2006	2006	2007			
				IV	I	II	III	IV ²
En sesión	599.874,2	798.934,5	1.080.117,5	331.649,8	401.231,1	423.056,8	359.745,1	293.057,4
Órdenes	353.532,0	488.416,3	658.839,2	203.310,4	255.425,4	247.466,7	232.805,5	185.698,1
Aplicaciones	71.360,1	82.403,1	105.910,7	32.102,3	39.297,4	42.731,3	34.295,0	29.247,7
Bloques	174.982,0	228.115,1	315.367,7	96.237,1	106.508,3	132.858,9	92.644,6	78.111,5
Fuera de hora	26.037,3	27.863,0	11.651,6	6.847,5	3.644,2	5.191,6	3.563,2	5.078,3
Autorizadas	1.367,2	4.773,4	4.052,0	2.975,6	1.455,1	1.789,6	304,6	355,6
Op. LMV art. 36.1	826,0	1,3	6.439,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opa	1.698,8	6.682,8	18.094,6	3.922,5	4.158,7	50,0	1.995,7	20.079,8
OPV	3.057,2	226,3	3.264,0	576,8	0,0	5.314,0	0,0	4.568,4
Toma de razón	278,5	2.298,9	10.347,9	215,0	2.280,0	268,3	172,5	1,2
Ejercicio de opciones	3.388,3	5.268,0	8.279,8	3.073,3	1.608,2	2.609,6	2.795,7	332,9
Operaciones de cobertura	-	1.615,4	2.315,7	541,1	552,3	550,9	995,9	601,5

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2 Datos disponibles: noviembre 2007.

Operaciones de crédito

CUADRO 1.8

Millones de euros	2004	2005	2006	2006	2007			
				IV	I	II	III	IV ¹
CONTRATACIÓN								
Préstamo de valores ²	306.056,7	393.964,1	550.850,4	162.875,2	196.697,8	245.021,9	179.969,9	168.060,0
Crédito de valores para su venta ³	139,2	152,2	379,9	94,2	129,3	123,2	166,6	110,1
Crédito para compra de valores ³	401,8	465,0	511,9	152,3	146,1	108,2	72,5	63,5
SALDO VIVO								
Préstamo de valores ²	54.518,5	66.737,5	62.058,2	62.058,2	75.199,6	103.293,4	92.265,1	87.136,4
Crédito de valores para su venta ³	18,2	28,5	73,6	73,6	103,8	94,6	133,7	106,8
Crédito para compra de valores ³	46,7	52,3	70,1	70,1	74,5	64,0	45,3	52,4

1 Datos disponibles: noviembre 2007.

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

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

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas¹ en la CNMV

CUADRO 1.9

	2004	2005	2006	2006	2007			
				IV	I	II	III	IV ²
NÚMERO DE EMISORES	157	155	159	69	60	66	53	53
Cédulas hipotecarias	9	9	11	6	6	4	6	2
Cedulas territoriales	2	2	5	3	2	1	2	0
Bonos y obligaciones no convertibles	50	49	46	18	20	18	15	3
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	2	4	1	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	48	53	61	28	13	22	16	21
Programas de pagarés	58	68	68	20	28	22	18	28
De titulización	3	3	3	0	0	2	1	0
Resto de pagarés	55	65	65	20	28	20	17	28
Otras emisiones de renta fija	4	1	0	0	1	3	3	0
Participaciones preferentes	12	6	9	6	2	1	2	0
NÚMERO DE EMISIONES	257	263	335	98	88	86	76	59
Cédulas hipotecarias	17	21	37	7	8	10	9	3
Cedulas territoriales	2	3	6	3	2	1	4	0
Bonos y obligaciones no convertibles	95	93	115	26	30	23	19	3
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3	4	1	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	48	54	82	34	17	25	19	25
Programas de pagarés	62	80	83	20	28	23	20	28
De titulización	3	3	3	0	0	2	1	0
Resto de pagarés	59	77	80	20	28	21	19	28
Otras emisiones de renta fija	5	1	0	0	1	3	3	0
Participaciones preferentes	26	7	11	8	2	1	2	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	329.962,3	414.253,9	523.131,4	146.023,2	173.448,3	156.957,4	163.782,9	107.291,5
Cédulas hipotecarias	19.074,0	35.560,0	44.250,0	5.030,0	8.400,0	7.245,5	6.525,0	700,0
Cedulas territoriales	1.600,0	1.775,0	5.150,0	3.200,0	1.450,0	1.500,0	2.000,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	38.123,6	41.907,1	46.687,5	8.272,0	9.632,0	9.342,0	7.400,0	257,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	67,4	162,8	68,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	50.524,8	69.044,3	91.607,7	39.766,4	39.392,2	31.517,5	17.898,3	38.691,6
Tramo nacional	38.099,5	63.908,3	85.099,9	34.207,8	39.392,2	31.517,5	17.898,3	38.691,6
Tramo internacional	12.425,3	5.136,0	6.507,8	5.558,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Pagarés de empresa ³	214.602,8	264.359,5	334.457,0	88.970,8	114.144,1	106.967,4	122.464,6	67.642,9
De titulización	3.723,6	2.767,5	1.992,7	137,0	156,0	138,8	85,0	85,0
Resto de pagarés	210.879,2	261.592,0	332.464,3	88.833,8	113.988,1	106.828,6	122.379,6	67.557,9
Otras emisiones de renta fija	428,1	89,3	0,0	0,0	350,0	310,0	7.425,0	0,0
Participaciones preferentes	5.541,5	1.356,0	911,0	784,0	80,0	75,0	70,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	8.871,2	11.078,5	27.361,5	13.157,2	14.481,7	3.777,6	12.702,1	12.120,7
Emisiones aseguradas	97.791,9	94.368,0	92.213,5	40.066,4	39.392,2	31.616,5	17.898,3	24.450,2

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

2 Datos disponibles: noviembre 2007.

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

Admisión al mercado AIAF

CUADRO 1.10

Importes nominales en millones de euros	2004	2005	2006	2006	2007			
				IV	I	II	III	IV ¹
Total	353.772,2	425.137,4	507.525,3	135.910,4	175.388,7	147.084,9	172.663,4	101.015,6
Pagarés	211.984,5	263.728,9	332.328,4	88.120,0	115.064,7	105.314,5	120.587,0	71.790,1
Bonos y obligaciones	63.878,7	56.771,5	45.155,4	6.454,0	10.632,0	7.295,0	9.375,0	2.610,0
Cédulas hipotecarias	20.550,0	31.600,0	43.720,0	6.500,0	9.550,0	6.495,5	8.575,0	750,0
Cédulas territoriales	2.300,0	1.775,0	2.650,0	2.200,0	2.950,0	1.000,0	3.500,0	0,0
Bonos de titulización	50.884,7	67.480,5	83.042,5	32.127,5	36.830,0	26.904,9	30.556,5	25.865,5
Participaciones preferentes	4.174,3	3.781,5	629,0	509,0	362,0	75,0	70,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: noviembre 2007.

AIAF. Emisores, emisiones y saldo vivo

CUADRO 1.11

	2004	2005	2006	2006	2007			
				IV	I	II	III	IV ¹
NÚMERO DE EMISORES	324	384	438	438	448	457	472	486
Pagarés	63	66	69	69	68	66	71	71
Bonos y obligaciones	76	82	80	80	93	92	92	92
Cédulas hipotecarias	10	12	14	14	15	15	14	14
Cédulas territoriales	3	3	5	5	7	7	7	7
Bonos de titulización	163	211	257	257	268	280	297	311
Participaciones preferentes	33	42	46	46	49	49	50	50
Bonos matador	20	20	20	20	18	17	16	15
NÚMERO DE EMISIONES	2.459	2.836	3.681	3.681	3.985	4.143	4.293	4.319
Pagarés	1.593	1.724	2.242	2.242	2.451	2.539	2.552	2.512
Bonos y obligaciones	271	329	398	398	423	430	452	453
Cédulas hipotecarias	41	54	83	83	90	98	106	109
Cédulas territoriales	5	8	11	11	14	15	19	19
Bonos de titulización	468	631	856	856	916	971	1.074	1.137
Participaciones preferentes	47	58	65	65	69	70	71	71
Bonos matador	34	32	26	26	22	20	19	18
SALDO VIVO² (millones de euros)	307.428,8	448.679,3	588.942,3	588.942,3	645.466,6	675.996,4	729.774,6	748.988,5
Pagarés	45.176,7	57.719,4	70.778,6	70.778,6	77.054,5	81.591,4	97.795,9	101.106,9
Bonos y obligaciones	68.044,8	103.250,7	131.107,8	131.107,8	138.282,1	136.090,3	142.655,3	141.615,3
Cédulas hipotecarias	57.324,5	90.550,0	129.710,0	129.710,0	139.260,0	145.755,5	151.330,5	149.080,5
Cédulas territoriales	5.800,0	7.575,0	9.525,0	9.525,0	12.475,0	13.475,0	16.375,0	16.375,0
Bonos de titulización	109.862,5	164.810,0	222.866,1	222.866,1	253.378,5	274.173,0	297.196,9	316.510,0
Participaciones preferentes	18.705,1	22.486,6	23.115,6	23.115,6	23.417,6	23.492,6	23.062,6	23.062,6
Bonos matador	2.515,1	2.287,6	1.839,2	1.839,2	1.598,8	1.418,5	1.358,4	1.238,2

1 Datos disponibles: noviembre 2007.

2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros	2004	2005	2006	2006	2007			
				IV	I	II	III	IV ¹
POR TIPO DE ACTIVO. Total	572.030,0	877.812,1	910.493,9	270.334,3	286.592,8	262.799,2	287.044,2	193.773,3
Pagarés	291.902,6	408.185,0	489.069,5	140.827,7	153.727,0	140.611,4	148.715,3	86.308,2
Bonos y obligaciones	51.263,3	86.585,7	82.421,1	19.567,1	27.157,8	25.082,6	19.214,4	9.637,9
Cédulas hipotecarias	46.014,4	60.060,9	70.113,5	21.803,3	21.036,3	19.535,9	16.042,3	14.054,9
Cédulas territoriales	3.356,9	2.740,1	3.659,1	2.588,9	1.216,9	568,4	4.315,0	1.101,8
Bonos de titulización	171.724,6	313.778,5	257.628,9	83.470,8	81.489,8	75.463,1	97.548,2	81.720,4
Participaciones preferentes	4.139,4	4.046,2	4.647,8	1.512,0	1.409,7	1.031,7	897,7	949,2
Bonos matador	3.628,8	2.415,7	2.954,1	564,7	555,2	506,2	311,4	0,9
POR TIPO DE OPERACIÓN. Total	572.030,0	877.812,0	910.493,9	270.334,3	286.592,8	262.799,2	287.044,2	193.773,3
Simple	242.333,0	322.819,0	386.368,8	118.623,9	114.617,8	100.039,0	104.013,7	63.151,9
Repo	197.778,0	284.520,0	330.839,9	98.597,3	120.468,5	117.077,4	109.684,9	67.681,6
Simultánea	131.919,0	270.473,0	193.285,1	53.113,1	51.506,4	45.682,8	73.345,6	62.939,8

1 Datos disponibles: noviembre 2007.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.13

Importes nominales en millones de euros	2004	2005	2006	2006	2007			
				IV	I	II	III	IV ¹
Total	430.127,3	591.837,2	702.608,8	213.205,3	231.736,2	211.982,4	209.271,8	125.316,7
Sociedades no financieras	176.479,7	218.139,5	260.108,1	78.073,8	88.151,6	102.730,2	91.476,3	58.103,1
Instituciones financieras	138.401,6	218.381,1	247.876,4	68.679,6	68.858,1	71.023,9	73.910,0	48.283,0
Entidades de crédito	43.446,8	71.118,9	83.999,1	26.313,7	20.027,7	26.406,4	26.507,9	17.402,7
IIC, seguros y fondos de pensiones	90.163,8	138.580,4	145.911,5	37.714,5	40.317,3	38.310,3	39.606,4	25.079,7
Otras entidades financieras	4.790,9	8.681,8	17.965,8	4.651,4	8.513,2	6.307,3	7.795,7	5.800,7
Administraciones públicas	1.695,9	5.629,4	7.058,9	2.317,3	2.514,1	2.195,6	1.944,6	792,3
Hogares e ISFLSH ²	16.100,1	14.433,3	23.675,9	7.080,9	16.310,4	4.427,7	4.047,5	2.712,2
Resto del mundo	97.450,1	135.253,9	163.889,4	57.053,7	55.902,0	31.605,1	37.893,3	15.426,1

1 Datos disponibles: noviembre 2007.

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

Admisión a bolsa. Expedientes registrados en la CNMV

CUADRO 1.14

	2004	2005	2006	2006		2007		
				IV	I	II	III	IV ¹
IMPORTES NOMINALES (millones de euros)	113,3	1.234,6	68,1	0,0	0,0	0,0	0,0	7.000,0
Bonos y obligaciones no convertibles	50,0	1.140,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	63,3	94,6	68,1	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	7.000,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES	3	6	1	0	0	0	0	1
Bonos y obligaciones no convertibles	1	3	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	2	3	1	0	0	0	0	0
Otros	0	0	0	0	0	0	0	1

1 Datos disponibles: noviembre 2007.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.15

	2004	2005	2006	2006		2007		
				IV	I	II	III	IV ¹
NÚMERO DE EMISORES	52	56	57	57	56	53	51	65
Emisores privados	35	39	40	40	40	38	38	39
Sociedades no financieras	12	12	10	10	10	8	8	7
Instituciones financieras privadas	23	27	30	30	30	30	30	32
Administraciones públicas	17	17	17	17	16	15	13	13
Comunidades Autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
NÚMERO DE EMISIONES	264	267	264	264	252	247	244	245
Emisores privados	113	122	131	131	129	121	121	126
Sociedades no financieras	28	22	18	18	17	14	14	13
Instituciones financieras privadas	85	100	113	113	112	107	107	113
Administraciones públicas	151	145	133	133	123	126	123	119
Comunidades Autónomas	87	92	89	89	87	91	89	86
SALDO VIVO² (millones de euros)	14.460,0	16.323,0	17.105,4	17.105,4	16.952,6	16.594,7	6.055,4	14.019,2
Emisores privados	4.533,2	5.507,3	6.784,3	6.784,3	6.596,0	6.183,0	6.055,4	14.019,2
Sociedades no financieras	1.244,7	835,4	492,1	492,1	486,3	454,0	454,0	454,4
Instituciones financieras privadas	3.288,5	4.671,9	6.292,2	6.292,2	6.109,7	5.729,0	5.601,4	13.564,8
Administraciones públicas ³	9.926,8	10.816,1	10.321,1	10.321,1	10.356,6	10.411,7	10.862,8	10.945,5
Comunidades Autónomas	7.198,2	8.457,2	8.319,8	8.319,8	8.665,6	8.721,4	8.788,0	9.111,1

1 Datos disponibles: noviembre 2007.

2 Importes nominales.

3 No incluye deuda anotada.

Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.16

	2004	2005	2006	2006		2007		
				IV	I	II	III	IV ¹
Importes nominales en millones de euros								
Mercado electrónico	227,0	220,0	257,3	37,7	87,2	23,5	17,8	162,0
Corros	490,1	4.538,3	5.009,9	1.899,0	2.067,1	592,6	471,1	1.793,0
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	50,4	4.404,2	4.879,6	1.867,8	2.033,0	563,6	445,3	1.777,7
Bilbao	309,2	9,2	24,8	2,6	1,6	2,0	1,7	1,6
Valencia	130,5	124,8	105,5	28,5	32,4	27,0	24,1	13,7
Deuda anotada	40,8	36,1	35,6	9,9	7,7	10,4	6,9	6,0
Deuda Comunidades Autónomas	76.258,8	83.204,0	84.443,6	18.365,4	20.980,3	21.295,2	20.750,1	15.624,9

1 Datos disponibles: noviembre 2007.

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

CUADRO 1.17

	2004	2005	2006	2006		2007		
				IV	I	II	III	IV ¹
Importes nominales en millones de euros								
Total	381,1	219,5	175,1	36,4	26,1	22,9	14,1	21,7
Simples	104,1	71,0	94,3	19,1	17,3	14,1	12,0	10,8
Simultáneas	274,8	148,5	80,2	17,3	8,8	8,8	2,0	10,9
Otras operaciones	2,2	0,1	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: noviembre 2007.

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.18

Número de contratos	2004	2005	2006	2006	2007			
				IV	I	II	III	IV ¹
Sobre deuda	98	46	15	3	1	4	4	2
Futuro sobre bono notional ²	98	46	15	3	1	4	4	2
Sobre Ibex 35 ^{3,4}	4.767.871	5.490.958	7.119.853	1.998.653	2.246.165	2.443.146	2.423.272	1.562.555
Futuro sobre Ibex 35 plus	4.354.868	4.935.648	6.408.961	1.755.309	2.056.808	2.235.602	2.211.103	1.401.789
Futuro mini sobre Ibex 35	118.250	114.563	159.830	46.228	62.981	70.034	78.006	56.239
Opción call mini	148.119	232.825	288.542	116.334	48.028	53.850	43.365	40.277
Opción put mini	146.634	207.922	262.521	80.783	78.348	83.661	90.798	64.250
Sobre acciones ⁵	20.255.113	29.728.916	33.655.790	8.397.012	6.916.993	6.818.146	8.141.493	5.800.109
Futuros	12.054.799	18.813.689	21.229.811	4.888.296	3.777.996	3.773.666	5.105.492	3.080.587
Opción call	5.226.872	6.803.863	7.664.125	2.587.277	1.624.490	1.655.261	1.398.403	1.334.382
Opción put	2.973.442	4.111.364	4.761.854	921.439	1.514.507	1.389.219	1.637.598	1.385.140
Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex								
Sobre deuda ⁶	2.815.703	1.440.370	1.117.956	222.213	242.092	303.004	294.058	172.226
Sobre índices ⁷	1.784.965	1.080.801	1.423.441	287.166	338.709	401.267	365.491	196.232

1 Datos disponibles: noviembre 2007.

2 Nominal del contrato: 100 mil euros.

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

4 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

6 Futuros sobre Bund, Bobl y Schatz.

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

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

Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.19

	2004	2005	2006	2006	2007			
				IV	I	II	III	IV ¹
WARRANTS²								
Importe de las primas (millones de euros)	1.525,3	1.840,0	5.144,3	1.713,0	1.942,1	1.492,9	2.971,6	2.332,4
Sobre acciones	929,0	1.180,8	3.697,6	1.243,1	1.411,9	1.077,8	1.888,6	1.737,1
Sobre índices	553,8	559,9	1.064,9	414,2	449,4	380,9	951,7	447,6
Otros ³	42,5	99,3	381,8	55,6	80,7	34,2	131,2	147,8
Número de emisiones	1.600	1.720	4.063	1.652	1.667	1.404	1.808	2.037
Número de emisores	7	6	8	7	7	6	7	6
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	247,7	112,2	206,8	42,0	61,0	45,0	25,0	10,0
Sobre acciones	195,3	87,8	196,2	32,0	55,0	45,0	25,0	10,0
Sobre índices	48,7	16,4	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros ³	3,8	8,0	10,0	10,0	6,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisores	31	13	12	4	4	2	1	1
Número de emisiones	8	4	4	2	3	1	1	1

1 Datos disponibles: noviembre 2007.

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

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

Bolsa de valores. Contratación de warrants y ETF

CUADRO 1.20

	2004	2005	2006	2006	2007			
				IV	I	II	III	IV ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	1.826,9	2.142,4	2.907,4	849,9	1.169,4	1.323,8	1.429,6	976,9
Sobre acciones nacionales	1.141,7	1.431,7	1.803,9	603,3	784,1	823,3	805,4	635,1
Sobre acciones extranjeras	95,1	155,8	294,7	97,8	120,8	133,6	115,1	84,9
Sobre índices	550,7	516,8	727,4	119,2	237,8	351,3	489,9	244,4
Otros ²	39,3	38,0	81,4	29,6	26,8	15,6	19,3	12,5
Número de emisiones ³	2.207	2.520	4.284	2.475	3.073	3.440	3.848	3.670
Número de emisores ³	8	8	9	9	9	9	9	8
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	78,6	69,8	58,8	15,3	14,3	14,7	7,6	10,3
Número de emisiones ³	16	15	14	11	10	12	11	15
Número de emisores ³	5	5	5	4	3	3	3	3
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	-	-	-	1.218,0	927,2	832,8	844,9	1.700,1
Número de fondos	-	-	-	5	5	5	12	20
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	-	-	-	376,8	507,8	521,6	511,8	nd

1 Datos disponibles: noviembre 2007.

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

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

4 En las Instituciones de Inversión Colectiva extranjeras se incluye el volumen de inversión comercializado.
nd: Dato no disponible.

1.3.3 Derivados no financieros

Negociación en MFAO¹

CUADRO 1.21

	2004	2005	2006	2006	2007			
				IV	I	II	III	IV ²
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante ³	10.693	21.145	35.079	6.400	16.679	14.173	5.832	8.044

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: noviembre 2007.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2004	2005	2006	2006	2007			
				IV	I	II	III	IV ¹
Sociedades de valores								
Entidades nacionales	48	46	47	47	45	46	46	47
Sucursales	90	96	108	108	95	97	100	101
Representantes	6.453	6.562	6.610	6.610	6.466	6.614	6.618	6.594
Agencias de valores								
Entidades nacionales	55	56	57	57	55	55	54	54
Sucursales	13	11	11	11	11	12	12	13
Representantes	363	516	589	589	601	644	647	628
Sociedades gestoras de cartera								
Entidades nacionales	21	17	15	15	14	13	12	12
Sucursales	4	4	4	4	4	4	4	4
Representantes	3	14	5	5	5	5	6	6
Entidades de crédito²								
Entidades nacionales	207	206	204	204	204	202	202	202

1 Datos disponibles: noviembre 2007.

2 Fuente: Banco de España.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2004	2005	2006	2006	2007			
				IV	I	II	III	IV ¹
Total	1.107	1.196	1.321	1.321	1.357	1.386	1.432	1.456
ESI ² en el Espacio Económico Europeo	801	867	973	973	1.005	1.027	1.068	1.087
Con sucursal	19	18	22	22	24	25	26	28
En libre prestación de servicios	782	849	951	951	981	1.002	1.042	1.059
Entidades de crédito ³	306	329	348	348	352	359	364	369
Comunitarias	297	320	339	339	344	351	355	360
Con sucursal	37	38	44	44	45	49	50	52
En libre prestación de servicios	259	281	294	294	298	301	304	307
Filiales en libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	1	1
Extracomunitarias	9	9	9	9	8	8	9	9
Con sucursal	8	8	8	8	7	7	8	8
En libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	1	1

1 Datos disponibles: noviembre 2007.

2 Empresas de Servicios de Inversión.

3 Fuente: Banco de España.

Intermediación de operaciones al contado

CUADRO 2.3

Millones de euros	III 2006				III 2007			
	Bolsas nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total	Bolsas nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total
RENTA FIJA								
Total	3.837	2.387.461	316.785	2.708.083	6.698	2.604.288	256.176	2.867.162
Sociedades de valores	3.816	231.258	38.379	273.453	6.447	189.464	43.066	238.977
Agencias de valores	21	2.156.203	278.406	2.434.630	251	2.414.824	213.110	2.628.185
RENTA VARIABLE								
Total	381.916	1.380	18.661	401.957	520.627	1.737	32.452	554.816
Sociedades de valores	357.067	841	15.868	373.776	490.105	843	29.459	520.407
Agencias de valores	24.849	539	2.793	28.181	30.522	894	2.993	34.409

Intermediación de operaciones de derivados¹

CUADRO 2.4

Millones de euros	III 2006				III 2007			
	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total
Total	218.581	1.210.502	1.089.031	2.518.114	288.268	2.591.170	1.057.950	3.937.388
Sociedades de valores	88.763	296.119	4.178	389.060	83.814	305.357	39.077	428.248
Agencias de valores	129.818	914.383	1.084.853	2.129.054	204.454	2.285.813	1.018.873	3.509.140

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

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 2.5

	III 2006			III 2007		
	Total	IIC	Otras ¹	Total	IIC	Otras ¹
NÚMERO DE CARTERAS						
Total	16.958	92	16.866	19.522	98	19.424
Sociedades de valores	9.044	21	9.023	10.942	26	10.916
Agencias de valores	3.920	36	3.884	4.102	36	4.066
Sociedades gestoras de cartera	3.994	35	3.959	4.478	36	4.442
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)						
Total	13.393.961	1.363.612	12.030.349	14.392.649	1.623.472	12.769.177
Sociedades de valores	5.017.666	654.809	4.362.857	6.138.028	785.005	5.353.023
Agencias de valores	4.465.009	439.257	4.025.752	3.476.861	548.258	2.928.603
Sociedades gestoras de cartera	3.911.286	269.546	3.641.740	4.777.760	290.209	4.487.551

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

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores

CUADRO 2.6

Miles de euros ¹	2004	2005	2006	2006	2007	II	III	IV ²
				IV	I			
I. MARGEN FINANCIERO	78.435	57.653	17.325	17.325	8.484	11.025	-15.840	-11.081
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	-44.315	200.360	48.335	48.335	38.135	-166.565	-214.615	-273.617
III. COMISIONES NETAS	539.154	653.273	775.377	775.377	240.751	485.244	680.927	765.495
Comisiones percibidas	700.061	847.524	1.009.089	1.009.089	312.113	624.257	894.244	1.005.387
Tramitación y ejecución de órdenes	449.067	526.241	629.952	629.952	215.607	409.875	588.741	659.739
Colocación y aseguramiento de emisiones	39.904	58.685	73.278	73.278	9.161	31.775	47.019	51.602
Depósito y anotación de valores	15.237	17.593	22.367	22.367	5.743	12.455	18.665	21.297
Gestión de carteras	14.141	20.599	23.883	23.883	6.757	14.570	20.388	23.109
Diseño y asesoramiento	35.131	52.180	55.918	55.918	20.736	40.110	51.793	60.806
Búsqueda y colocación de paquetes	12	6	0	0	9	9	9	9
Operaciones de crédito al mercado	128	56	33	33	5	11	17	19
Suscripción y reembolso en IIC	104.909	118.871	141.312	141.312	34.771	70.425	105.659	118.508
Otras	41.532	53.293	62.346	62.346	19.324	45.027	61.953	70.298
Comisiones satisfechas	160.907	194.251	233.712	233.712	71.362	139.013	213.317	239.892
IV. MARGEN ORDINARIO	573.274	911.286	841.037	841.037	287.370	329.704	450.472	480.797
V. MARGEN DE EXPLOTACIÓN	207.113	498.362	395.105	395.105	173.463	98.455	113.320	103.856
VI. RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS	215.903	266.734	430.651	430.651	280.510	482.067	674.057	710.369

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. A partir de 2005 incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2 Datos disponibles: octubre 2007.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.7

Miles de euros ¹	Total		Margen financiero		Cartera de valores		Otras dotaciones	
	III 2006	III 2007	III 2006	III 2007	III 2006	III 2007	III 2006	III 2007
	Total	159.678	-236.757	20.034	-15.840	138.978	-214.615	666
Activos monetarios y deuda pública	3.796	-17.193	7.293	2.967	-3.497	-20.160	0	0
Otros valores de renta fija	34.290	63.273	28.086	44.807	6.204	18.466	0	0
Cartera interior	32.407	62.276	25.695	41.276	6.712	21.000	0	0
Cartera exterior	1.883	997	2.391	3.531	-508	-2.534	0	0
Renta variable	110.099	219.519	38.299	83.233	71.800	136.286	0	0
Cartera interior	91.169	140.601	10.169	33.345	81.000	107.256	0	0
Cartera exterior	18.930	78.918	28.130	49.888	-9.200	29.030	0	0
Derivados	74.644	-337.463	0	0	74.644	-337.463	0	0
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-10.432	-8.028	-10.432	-8.028	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	-78.530	-148.603	-78.530	-148.603	0	0	0	0
Otras operaciones	25.811	-8.262	35.318	9.784	-10.173	-11.744	666	-6.302

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. A partir de 2005 incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros ¹	2004	2005	2006	2006	2007	II	III	IV ²
				IV	I			
I. MARGEN FINANCIERO	7.677	10.665	12.934	12.934	3.275	6.899	10.500	12.813
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	622	3.306	3.906	3.906	437	1.120	651	760
III. COMISIONES NETAS	157.362	184.113	233.447	233.447	62.888	121.309	177.379	195.877
Comisiones percibidas	191.091	229.752	297.030	297.030	81.545	159.573	233.859	258.271
Tramitación y ejecución de órdenes	88.168	97.948	114.111	114.111	34.088	66.060	96.183	106.733
Colocación y aseguramiento de emisiones	1.355	3.821	3.183	3.183	465	1.470	2.409	2.547
Depósito y anotación de valores	1.389	1.357	1.520	1.520	683	1.005	1.294	1.449
Gestión de carteras	13.747	14.868	28.672	28.672	8.177	14.534	20.239	22.780
Diseño y asesoramiento	1.959	2.664	2.360	2.360	423	1.119	1.273	1.151
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	1	1	1	0
Suscripción y reembolso en IIC	26.452	46.171	68.513	68.513	17.629	37.345	57.090	63.376
Otras	58.021	62.923	78.671	78.671	20.079	38.039	55.370	60.235
Comisiones satisfechas	33.729	45.639	63.583	63.583	18.657	38.264	56.480	62.394
IV. MARGEN ORDINARIO	165.661	198.084	250.287	250.287	66.600	129.328	188.530	209.450
V. MARGEN DE EXPLOTACIÓN	43.424	66.420	95.026	95.026	28.709	53.410	76.858	85.627
VI. RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS	20.763	38.264	62.449	62.449	33.484	64.113	85.525	107.004

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. A partir de 2005 incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2 Datos disponibles: octubre 2007.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera

CUADRO 2.9

Miles de euros ¹	2004	2005	2006	2006	2007			
				IV	I	II	III	IV ²
I. MARGEN FINANCIERO	550	575	895	895	338	705	1.095	1.207
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	89	65	6	6	-1	-16	-8	68
III. COMISIONES NETAS	15.155	17.164	15.195	15.195	3.875	7.485	11.313	13.202
Comisiones percibidas	15.868	25.508	27.625	27.625	7.435	14.804	22.411	25.006
Gestión de carteras	10.450	18.813	22.068	22.068	6.028	12.371	19.114	20.888
Diseño y asesoramiento	3.265	4.380	4.951	4.951	898	1.380	1.668	2.297
Suscripción y reembolso en IIC	320	592	261	261	393	820	1.281	1.434
Otras	1.833	1.723	345	345	116	233	348	387
Comisiones satisfechas	713	8.344	12.430	12.430	3.560	7.319	11.098	11.804
IV. MARGEN ORDINARIO	15.794	17.804	16.096	16.096	4.212	8.174	12.400	14.477
V. MARGEN DE EXPLOTACIÓN	4.528	6.051	6.352	6.352	1.661	3.171	4.967	6.192
VI. RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS	1.730	3.465	4.112	4.112	1.420	2.477	3.597	4.455

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. A partir de 2005 incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2 Datos disponibles: octubre 2007.

Margen de cobertura de los recursos propios sobre el coeficiente de solvencia¹

CUADRO 2.10

Miles de euros	Exceso		Número de entidades según porcentaje del exceso									
	Importe total	% ²	< 50 ³	<100	<150	<200	<300	<400	<500	<750	<1000	>1000
Total	1.177.288	323,44	12	26	7	6	19	8	7	8	6	13
Sociedades de valores	1.040.544	371,88	2	8	1	0	10	5	5	3	4	8
Agencias de valores	124.420	206,36	7	14	5	5	8	2	2	5	1	5
Sociedades gestoras de cartera	12.324	51,59	3	4	1	1	1	1	0	0	1	0

1 Datos a septiembre 2007.

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

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

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos¹

CUADRO 2.11

	Media ²	Pérdidas	Número de entidades según su rentabilidad anualizada								
			0-5%	6-15%	16-30%	31-45%	46-60%	61-75%	76-100%	>100%	
Total	64,55	11	10	15	19	12	6	6	11	22	
Sociedades de valores	67,66	1	1	6	8	7	2	4	4	13	
Agencias de valores	53,07	8	8	6	7	5	3	2	6	9	
Sociedades gestoras de cartera	13,80	2	1	3	4	0	1	0	1	0	

1 Datos a septiembre 2007.

2 Media ponderada por fondos propios, en %.

3 Instituciones de inversión colectiva¹

Número, gestoras y depositarias de instituciones de inversión colectiva registradas en la CNMV

CUADRO 3.1

	2004	2005	2006	2006	2007			
				IV	I	II	III	IV ¹
Total IIC de carácter financiero	5.717	5.841	6.007	6.006	6.071	6.169	6.245	6.291
Fondos de inversión	2.620	2.723	2.850	2.850	2.885	2.921	2.947	2.963
Sociedades de inversión	3.097	3.118	3.149	3.149	3.178	3.217	3.251	3.278
IIC de IIC de inversión libre	-	-	2	2	2	22	30	31
IIC de inversión libre	-	-	5	5	6	9	17	19
Total IIC inmobiliarias	9	13	17	17	17	17	19	19
Fondos de inversión inmobiliaria	7	7	9	9	9	9	10	10
Sociedades de inversión inmobiliaria	2	6	8	8	8	8	9	9
Total IIC extranjeras comercializadas en España	238	260	340	340	354	362	397	431
Fondos extranjeros comercializados en España	93	115	163	164	169	171	197	223
Sociedades extranjeras comercializadas en España	145	145	177	177	185	191	200	208
SGIIC	116	112	114	114	116	116	121	120
Depositarias IIC	137	135	132	132	129	127	127	127

1 Datos disponibles: noviembre 2007.

1 En las referencias a los fondos de inversión de todo el capítulo, no se incluyen los fondos de inversión libre ni los fondos de IIC de inversión libre.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2004	2005	2006	2006		2007			
				IV	I	II	III	IV ¹	
Total IIC de carácter financiero	8.261.376	8.869.084	9.048.207	9.048.207	9.156.645	9.180.702	8.900.911	-	
Fondos de inversión	7.880.076	8.450.164	8.637.781	8.637.781	8.740.972	8.755.921	8.467.203	8.367.841	
Sociedades de inversión	381.300	418.920	410.403	410.403	415.539	423.142	430.315	-	
IIC de IIC de inversión libre ²	-	-	2	2	26	1.456	3.142	3.330	
IIC de inversión libre	-	-	21	21	108	183	251	536	
Total IIC inmobiliarias	86.490	119.113	151.053	151.053	153.656	154.426	152.577	148.987	
Fondos de inversión inmobiliaria	86.369	118.857	150.304	150.304	152.902	153.630	151.916	148.306	
Sociedades de inversión inmobiliaria	121	256	749	749	754	796	661	681	
Total IIC extranjeras comercializadas en España	321.805	560.555	779.165	779.165	782.020	825.771	834.914	-	
Fondos extranjeros comercializados en España	51.364	104.089	144.139	144.139	158.900	176.884	158.925	-	
Sociedades extranjeras comercializadas en España	270.441	456.466	635.026	635.026	623.120	648.887	675.989	-	

1 Datos disponibles: octubre 2007. Estos datos son de remisión obligatoria trimestral para Sociedades de inversión y para IIC's extranjeras por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.

2 Datos provisionales para IIC de IIC de inversión libre.

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros	2004	2005	2006	2006		2007			
				IV	I	II	III	IV ¹	
Total IIC de carácter financiero	261.191,7	289.810,7	300.584,0	300.584,0	305.058,2	310.144,3	303.306,6	300.927,2	
Fondos de inversión ²	236.088,4	262.200,9	270.406,3	270.406,3	273.412,8	276.600,4	269.907,0	266.686,6	
Sociedades de inversión	25.103,3	27.609,8	30.152,7	30.152,7	31.516,0	32.791,7	32.360,1	33.026,2	
IIC de IIC de inversión libre ³	-	-	0,6	0,6	9,5	600,2	829,2	882,0	
IIC de inversión libre	-	-	24,4	24,4	119,9	152,0	210,2	332,4	
Total IIC inmobiliarias	4.434,4	6.690,8	9.052,0	9.052,0	9.240,8	9.416,8	9.409,6	9.467,9	
Fondos de inversión inmobiliaria	4.377,9	6.476,9	8.595,9	8.595,9	8.781,7	8.929,4	8.905,3	8.959,4	
Sociedades de inversión inmobiliaria	56,4	213,9	456,1	456,1	459,2	487,4	504,3	508,6	
Total IIC extranjeras comercializadas en España	17.785,6	33.668,1	44.102,9	44.102,9	45.113,8	50.040,1	44.847,4	-	
Fondos extranjeros comercializados en España	3.498,1	8.267,3	12.099,3	12.099,3	12.464,3	14.194,5	10.530,7	-	
Sociedades extranjeras comercializadas en España	14.287,4	25.400,8	32.003,5	32.003,5	32.649,6	35.845,6	34.316,7	-	

1 Datos disponibles: octubre 2007. Estos datos son de remisión obligatoria trimestral para Sociedades de inversión y para IIC's extranjeras.

2 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en el tercer trimestre de 2007, del orden de 19.000 millones de euros.

3 Datos provisionales para IIC de IIC de inversión libre.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión de carácter financiero 1,2

CUADRO 3.4

Millones de euros	2004	2005	2006	2006		2007			
				IV	I	II	III	IV ³	
Patrimonio	236.088,4	262.200,9	270.406,9	270.406,9	273.422,3	277.200,6	270.736,3	267.568,6	
Liquidez	6.506,5	8.207,5	10.462,9	10.462,9	11.228,2	11.578,9	14.698,8	13.669,9	
Inversión en cartera	230.212,7	255.273,6	260.002,9	260.002,9	262.034,2	265.596,0	255.694,9	253.551,3	
Cartera interior	114.058,9	123.683,6	127.355,4	127.355,4	130.070,3	131.055,2	137.101,4	137.564,8	
Acciones	9.578,3	11.602,1	13.806,8	13.806,8	14.389,8	14.196,3	12.619,2	13.020,5	
Participaciones en fondos de inversión	16.782,6	17.255,9	17.322,8	17.322,8	17.377,4	18.719,4	19.667,5	19.238,7	
Activos monetarios públicos	4.434,9	4.149,4	2.887,7	2.887,7	3.306,6	2.539,7	2.329,6	2.366,0	
Otros valores de renta fija pública	11.422,9	10.088,7	9.891,6	9.891,6	10.178,1	9.715,2	9.488,6	8.653,5	
Activos monetarios privados	19.735,9	26.850,7	28.483,2	28.483,2	29.522,6	30.711,7	35.565,7	36.963,5	
Otra renta fija privada	14.235,6	18.835,6	23.105,3	23.105,3	24.646,1	24.879,8	24.363,4	24.414,6	
Warrants y opciones nacionales	157,0	483,1	603,3	603,3	578,1	675,3	569,1	732,6	
Adquisición temporal de activos	37.706,7	34.417,8	31.229,4	31.229,4	30.046,1	29.592,5	32.497,9	32.166,0	
Cartera no cotizada	5,0	0,2	25,4	25,4	25,4	25,4	0,2	9,3	
Cartera exterior	116.153,8	131.590,0	132.647,4	132.647,4	131.963,9	134.540,7	118.593,5	115.986,5	
Euros	107.682,4	118.871,5	118.664,1	118.664,1	118.953,6	120.459,4	106.110,8	103.147,3	
Acciones	7.065,6	8.925,1	11.418,0	11.418,0	12.823,3	14.247,4	12.735,6	12.580,7	
Participaciones en fondos de inversión	11.184,8	15.986,0	23.414,2	23.414,2	22.849,5	23.440,2	16.876,9	16.259,5	
Renta fija	86.833,3	90.220,7	78.933,4	78.933,4	78.365,1	77.447,7	71.585,9	69.368,6	
Warrants y opciones internacionales	2.598,8	3.739,7	4.898,7	4.898,7	4.915,7	5.324,0	4.912,4	4.938,5	
Cartera no cotizada	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Resto	8.471,4	12.718,5	13.983,3	13.983,3	13.010,3	14.081,3	12.482,7	12.839,2	
Acciones	4.991,0	7.019,5	7.343,0	7.343,0	7.085,0	7.705,1	6.893,3	7.000,6	
Participaciones en fondos de inversión	2.576,7	4.395,6	5.491,5	5.491,5	4.812,2	5.343,0	4.774,1	5.026,3	
Renta fija	875,9	1.204,8	1.011,7	1.011,7	978,0	888,4	675,9	666,0	
Warrants y opciones internacionales	27,7	97,2	136,0	136,0	134,2	143,7	138,4	145,5	
Cartera no cotizada	0,0	1,4	1,2	1,2	1,0	1,1	1,1	0,9	
Saldo neto (Deudores - Acreedores)	-630,9	-1.280,3	-58,8	-58,8	160,0	25,7	342,5	347,4	

1 No se incluyen los datos de los Fondos de inversión libre por no disponer de los mismos debido a estar regulados por distinta circular contable.

2 Datos provisionales para IIC de IIC de inversión libre.

3 Datos disponibles: octubre 2007.

Distribución del patrimonio social de las sociedades de inversión de carácter financiero

CUADRO 3.5

Millones de euros	2004	2005	2006	2006		2007		
				IV	I	II	III	IV ¹
Patrimonio	25.103,3	27.610,0	30.152,7	30.152,7	31.516,0	32.791,7	32.360,1	33.026,2
Liquidez	632,6	728,9	802,2	802,2	870,9	1.004,7	1.021,6	1.167,6
Inversión en cartera	24.338,5	26.884,9	29.294,1	29.294,1	30.407,1	31.692,4	31.105,2	31.732,4
Cartera interior	13.710,4	13.851,1	15.553,8	15.553,8	15.929,3	15.905,8	16.841,4	17.385,3
Acciones	4.831,2	5.906,5	6.727,3	6.727,3	7.050,5	7.191,8	6.528,1	6.834,3
Participaciones en fondos de inversión	755,2	941,2	1.095,0	1.095,0	1.143,6	1.309,5	1.392,5	1.437,8
Activos monetarios públicos	90,0	128,1	463,4	463,4	362,7	418,1	434,3	429,9
Otros valores de renta fija pública	754,8	897,0	678,2	678,2	737,3	802,0	755,0	716,0
Activos monetarios privados	152,0	359,1	555,4	555,4	623,6	732,9	1.032,2	1.327,6
Otra renta fija privada	339,5	397,3	554,8	554,8	571,5	534,9	548,8	568,2
Warrants y opciones nacionales	7,3	15,3	19,7	19,7	21,1	23,0	25,2	26,2
Adquisición temporal de activos	6.779,2	5.206,2	5.459,1	5.459,1	5.418,1	4.892,7	6.121,4	6.040,7
Cartera no cotizada	1,2	0,3	0,8	0,8	0,8	0,8	4,0	4,6
Cartera exterior	10.628,1	13.033,8	13.740,3	13.740,3	14.477,8	15.786,6	14.263,8	14.347,0
Euros	7.590,0	9.178,6	9.847,7	9.847,7	10.522,9	11.635,6	10.295,1	10.283,0
Acciones	2.315,2	2.885,6	3.379,9	3.379,9	3.676,0	4.414,1	3.928,2	3.952,3
Participaciones en fondos de inversión	2.520,8	3.351,6	4.169,1	4.169,1	4.523,4	5.012,2	4.254,0	4.227,9
Renta fija	2.642,5	2.755,8	2.041,5	2.041,5	2.061,5	1.984,2	1.877,3	1.865,3
Warrants y opciones internacionales	109,8	185,7	257,2	257,2	262,0	225,1	235,7	237,6
Cartera no cotizada	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto	3.038,0	3.855,2	3.892,6	3.892,6	3.954,9	4.151,0	3.968,7	4.064,0
Acciones	1.888,0	2.173,9	2.104,7	2.104,7	2.080,2	2.086,3	1.923,8	1.945,3
Participaciones en fondos de inversión	934,1	1.403,7	1.517,7	1.517,7	1.672,9	1.852,7	1.816,5	1.888,5
Renta fija	214,4	270,0	234,8	234,8	188,3	199,7	219,5	221,0
Warrants y opciones internacionales	1,6	7,5	11,3	11,3	13,6	12,3	8,9	9,3
Cartera no cotizada	0,0	0,1	24,1	24,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Saldo neto (Deudores - Acreedores)	132,2	-3,8	56,4	56,4	238,0	94,7	233,3	126,3

1 Datos disponibles: octubre 2007.

Fondos de inversión de carácter financiero: Número, partícipes y patrimonio por tipo de fondo¹

CUADRO 3.6

	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	II
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	2.594	2.705	2.822	2.803	2.822	2.872	2.919	2.920
Renta fija ²	627	624	606	613	606	609	606	604
Renta fija mixta ³	231	217	212	210	212	207	211	203
Renta variable mixta ⁴	232	222	222	222	222	215	216	216
Renta variable nacional	110	116	118	118	118	118	118	121
Renta variable internacional ⁵	443	454	467	461	467	480	488	485
Garantizado renta fija	191	211	220	218	220	232	237	241
Garantizado renta variable	474	514	559	559	559	577	586	589
Fondos globales	286	347	418	402	418	434	457	461
IIC de IIC de inversión libre	-	-	2	-	2	2	22	30
IIC de inversión libre	-	-	5	-	5	6	9	17
PARTÍCIPE								
Total fondos de inversión	7.880.076	8.450.164	8.637.781	8.924.673	8.637.781	8.740.972	8.755.921	8.467.203
Renta fija ²	2.929.836	3.071.656	2.960.879	3.034.437	2.960.879	2.933.505	2.881.128	2.869.191
Renta fija mixta ³	457.701	492.988	524.827	544.308	524.827	551.786	539.799	511.811
Renta variable mixta ⁴	447.452	408.757	357.013	377.923	357.013	374.508	376.559	359.667
Renta variable nacional	333.020	365.301	317.386	371.730	317.386	341.396	363.017	343.208
Renta variable internacional ⁵	1.091.711	1.199.460	1.258.426	1.284.729	1.258.426	1.274.138	1.263.619	1.184.871
Garantizado renta fija	459.047	455.237	497.540	482.550	497.540	518.940	541.442	540.637
Garantizado renta variable	1.655.196	1.849.626	1.783.867	1.831.944	1.783.867	1.771.469	1.766.834	1.754.596
Fondos globales	506.113	607.139	937.843	997.052	937.843	975.230	1.023.523	903.222
IIC de IIC de inversión libre ⁶	-	-	2	-	2	26	1.456	3.142
IIC de inversión libre	-	-	21	-	21	108	183	251
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	236.088,4	262.200,9	270.406,3	271.361,1	270.406,3	273.412,8	276.600,4	269.907,0
Renta fija ²	120.466,7	123.890,7	116.511,9	118.494,2	116.511,9	116.963,0	116.344,7	118.489,4
Renta fija mixta ³	11.795,7	14.625,8	15.314,5	15.103,3	15.314,5	15.755,0	15.329,1	14.142,3
Renta variable mixta ⁴	9.357,3	10.005,6	10.149,2	10.233,6	10.149,2	10.090,7	10.289,1	9.753,4
Renta variable nacional	8.042,1	9.741,7	10.416,4	10.421,2	10.416,4	11.238,3	9.523,4	8.353,3
Renta variable internacional ⁵	14.623,6	20.925,1	24.799,6	22.361,7	24.799,6	25.759,1	29.428,3	26.453,8
Garantizado renta fija	13.803,5	13.442,0	14.484,8	14.139,1	14.484,8	15.179,1	15.810,4	16.291,2
Garantizado renta variable	39.658,2	45.839,8	44.796,6	45.642,4	44.796,6	43.998,9	44.140,0	43.365,6
Fondos globales	18.341,3	23.730,1	33.933,3	34.965,6	33.933,3	34.428,9	35.735,4	33.058,2
IIC de IIC de inversión libre ⁶	-	-	0,6	-	0,6	9,5	600,2	829,2
IIC de inversión libre	-	-	24,4	-	24,4	119,9	152,0	210,2

1 Fondos que han remitido estados reservados (no incluye por tanto fondos en proceso de disolución o liquidación).

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

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

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

5 Incluye: hasta 2002 Renta variable internacional y Renta variable euro, a partir de 2002 Renta variable euro, Renta variable internacional Europa, Renta variable internacional Japón, Renta variable internacional EEUU, Renta variable internacional emergentes y Renta variable internacional otros.

6 Datos provisionales para IIC de IIC de inversión libre.

Fondos de inversión de carácter financiero: Distribución de los partícipes y del patrimonio según la naturaleza de los partícipes

CUADRO 3.7

	2004	2005	2006	2006		2007			
				IV	I	II	III	IV ¹	
PARTÍCIPES	7.880.076	8.450.164	8.637.804	8.637.804	8.741.106	8.757.560	8.470.596	8.371.707	
Personas físicas	7.666.310	8.202.638	8.389.315	8.389.315	8.490.813	8.499.831	8.219.220	8.125.203	
Residentes	7.558.501	8.101.310	8.292.264	8.292.264	8.394.044	8.402.736	8.123.347	8.029.257	
No residentes	107.809	101.328	97.051	97.051	96.769	97.095	95.873	95.946	
Personas jurídicas	213.766	247.526	248.489	248.489	250.293	257.729	251.376	246.504	
Entidades de crédito	1.378	1.634	1.609	1.609	1.576	1.721	1.715	1.945	
Otros agentes residentes	210.888	244.223	244.980	244.980	246.819	254.123	247.752	242.637	
Entidades no residentes	1.500	1.669	1.900	1.900	1.898	1.885	1.909	1.922	
PATRIMONIO (millones de euros)	236.088,4	262.200,9	270.431,3	270.431,3	273.542,2	277.352,6	270.946,4	267.901,0	
Personas físicas	172.068,9	193.948,6	201.411,0	201.411,0	202.506,4	204.173,3	200.464,5	198.859,8	
Residentes	168.792,7	190.753,2	198.330,5	198.330,5	199.482,9	201.266,3	197.507,1	195.926,5	
No residentes	3.276,2	3.195,4	3.080,5	3.080,5	3.023,5	3.086,8	2.957,4	2.933,2	
Personas jurídicas	64.019,5	68.252,3	69.020,3	69.020,3	71.035,8	72.579,1	70.481,9	69.041,2	
Entidades de crédito	5.128,8	4.253,2	5.318,0	5.318,0	5.569,0	5.422,3	5.116,4	5.445,6	
Otros agentes residentes	54.271,1	62.749,8	61.646,6	61.646,6	63.305,8	65.248,3	63.190,9	61.442,5	
Entidades no residentes	4.619,6	1.249,4	2.055,70	2.055,70	2.160,9	2.328,8	2.174,7	2.153,2	

¹ Datos disponibles: octubre 2007.

Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo¹

CUADRO 3.8

Millones de euros	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión ²	144.489,9	169.807,0	194.787,4	37.435,8	46.864,6	52.761,5	44.063,4	42.610,5
Renta fija	90.646,7	108.566,1	118.705,9	25.539,0	29.310,1	31.678,8	27.498,6	30.580,5
Renta fija mixta	4.164,8	6.677,3	8.476,6	1.208,2	1.982,5	2.322,7	1.439,3	1.141,7
Renta variable mixta	1.513,1	2.065,2	2.783,6	375,6	708,7	908,8	753,2	635,6
Renta variable nacional	4.031,4	5.588,5	5.590,4	1.500,5	1.406,7	1.984,6	991,9	482,5
Renta variable internacional	8.166,6	14.006,2	17.662,3	2.688,1	4.850,4	5.518,9	4.925,4	3.215,9
Garantizado renta fija	7.700,7	6.923,9	6.126,2	1.450,3	1.798,7	2.073,6	1.915,3	2.191,3
Garantizado renta variable	11.373,3	13.520,7	8.914,1	1.852,2	2.457,2	1.800,2	1.858,3	1.316,4
Fondos globales	16.893,3	12.459,2	26.528,3	2.821,7	4.350,2	6.474,0	4.681,2	3.046,3
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	0,6	-	0,6	8,9	614,0	232,8
Fondos de inversión libre	-	-	24,4	-	24,4	47,0	28,6	62,2
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión ³	125.168,6	155.304,2	198.600,1	41.714,4	52.565,8	52.566,6	45.164,4	48.647,5
Renta fija	83.463,6	107.150,9	127.469,1	27.519,7	31.363,9	32.087,4	28.502,6	28.982,4
Renta fija mixta	4.616,9	4.339,6	7.048,4	1.403,6	2.035,2	1.967,4	1.664,7	2.049,5
Renta variable mixta	2.581,1	2.602,5	3.644,7	723,8	1.166,2	1.023,0	893,9	999,2
Renta variable nacional	2.922,1	5.323,3	7.824,6	1.438,9	2.401,9	1.750,2	1.861,3	1.429,0
Renta variable internacional	7.594,2	11.390,2	16.490,9	2.794,5	3.852,6	4.986,4	4.010,5	5.242,4
Garantizado renta fija	5.723,2	7.014,0	5.029,3	695,1	1.444,6	1.452,0	1.369,5	1.897,1
Garantizado renta variable	9.411,5	8.931,6	11.830,1	2.486,6	4.130,0	2.785,1	2.238,1	2.142,1
Fondos globales	8.856,1	8.552,1	19.263,1	4.652,3	6.171,5	6.515,1	4.623,8	5.905,5
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	0,0	-	0,0	0,0	1,6	11,1
Fondos de inversión libre	-	-	0,1	-	0,1	0,0	0,1	0,5

¹ Datos estimados.

² El importe de las suscripciones de los fondos de inversión en fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en el tercer trimestre del 2007, del orden de 3.800 millones de euros.

³ El importe de los reembolsos de los fondos de inversión en fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en el tercer trimestre del 2007, del orden de 2.800 millones de euros.

Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo:

CUADRO 3.9

Suscripciones/reembolsos netos y rendimientos netos

Millones de euros	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	18.424,3	14.444,3	-4.524,5	-4.292,3	-6.469,2	231,8	-1.114,7	-5.995,4
Renta fija	7.184,0	1.445,5	-9.423,4	-2.107,6	-2.625,5	-415,0	-1.009,7	1.601,6
Renta fija mixta	-440,8	2.349,6	1.539,2	-36,0	-54,4	355,9	-224,7	-909,6
Renta variable mixta	-1.109,2	-546,5	-854,7	-369,7	-460,0	-112,4	-141,0	-367,8
Renta variable nacional	1.130,0	276,0	-2.219,4	92,4	-986,0	242,4	-871,0	-940,2
Renta variable internacional	514,8	2.652,4	1.133,8	-159,9	928,4	553,5	928,6	-2.007,2
Garantizado renta fija	1.853,1	-354,4	1.018,9	694,2	353,5	621,7	623,8	294,6
Garantizado renta variable	1.222,3	4.693,6	-3.021,1	-589,7	-1.817,2	-982,8	-479,7	-802,2
Fondos globales	8.070,1	3.928,2	7.302,1	-1.816,0	-1.808,1	-40,6	58,9	-2.864,3
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	0,6	-	0,6	8,9	612,3	221,7
Fondos de inversión libre	-	-	24,3	-	24,3	47,0	28,5	61,8
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	7.038,9	11.670,2	12.733,7	5.876,3	5.516,1	2.784,2	4.303,9	-696,7
Renta fija	1.870,5	1.837,6	2.260,2	794,8	726,6	831,1	747,3	723,6
Renta fija mixta	444,6	620,3	606,6	305,8	238,4	140,9	145,9	-30,6
Renta variable mixta	567,8	1.053,4	984,2	454,1	378,7	163,0	258,2	-120,3
Renta variable nacional	1.182,8	1.623,7	2.882,9	1.122,0	981,2	579,5	203,5	-229,8
Renta variable internacional	851,9	3.507,1	2.736,1	1.150,6	1.484,3	420,5	1.678,4	-942,1
Garantizado renta fija	334,0	222,8	112,3	101,0	34,6	87,2	40,7	164,0
Garantizado renta variable	1.470,5	1.635,5	1.995,2	1.381,3	923,7	242,0	694,2	25,0
Fondos globales	316,8	1.169,8	1.156,2	566,5	748,6	320,0	535,8	-286,3
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	0,0	-	0,0	0,0	2,3	-16,7
Fondos de inversión libre	-	-	0,1	-	-	0,8	3,6	-3,9

Detalle de los rendimientos netos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario ¹	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	4,31	5,87	5,73	2,44	2,15	1,31	1,87	0,02
Renta fija	2,51	2,31	2,51	0,84	0,67	0,89	0,84	0,79
Renta fija mixta	4,96	6,18	5,30	2,39	1,89	1,22	1,27	0,11
Renta variable mixta	7,46	12,96	11,31	4,94	4,14	2,03	2,94	-0,78
Renta variable nacional	19,40	20,10	30,10	11,94	9,65	5,77	2,54	-2,13
Renta variable internacional	7,80	22,82	13,82	5,80	6,75	2,09	6,42	-2,95
Garantizado renta fija	3,49	2,45	1,67	0,95	0,44	0,78	0,46	1,22
Garantizado renta variable	5,47	5,26	5,86	3,43	2,39	0,91	1,95	0,44
Fondos globales	3,30	7,41	4,84	1,94	2,58	1,28	1,88	-0,52
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	ns	-	ns	-0,31	0,96	-1,83
Fondos de inversión libre	-	-	ns	-	ns	1,47	4,50	-1,64
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	1,08	1,07	1,04	0,27	0,26	0,26	0,27	0,25
Renta fija	0,78	0,73	0,63	0,16	0,14	0,16	0,16	0,15
Renta fija mixta	1,29	1,24	1,21	0,31	0,31	0,29	0,30	0,29
Renta variable mixta	1,64	1,69	1,63	0,42	0,42	0,40	0,40	0,39
Renta variable nacional	1,80	1,77	1,83	0,49	0,47	0,45	0,44	0,41
Renta variable internacional	1,65	1,80	1,78	0,46	0,49	0,43	0,48	0,41
Garantizado renta fija	0,84	0,77	0,75	0,19	0,18	0,17	0,17	0,17
Garantizado renta variable	1,44	1,38	1,34	0,34	0,33	0,33	0,33	0,34
Fondos globales	1,26	1,41	1,26	0,32	0,37	0,32	0,35	0,25
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	ns	-	ns	0,37	0,29	0,42
Fondos de inversión libre	-	-	ns	-	ns	0,40	0,99	0,09
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO²								
Total fondos de inversión	0,10	0,10	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,10	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,12	0,11	0,10	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,11	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable nacional	0,11	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable internacional	0,12	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,09	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,10	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Fondos globales	0,09	0,09	0,10	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	ns	-	ns	0,04	0,01	0,02
Fondos de inversión libre	-	-	ns	-	ns	0,04	0,52	0,05

1 En el caso de los fondos de inversión libre, % sobre patrimonio medio mensual.

2 En el caso de los fondos de inversión libre, la cifra que aparece en este apartado son los "gastos de financiación".

ns: Dato no significativo.

Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por tipo de fondo

CUADRO 3.11

En %	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III
Total fondos de inversión	3,38	5,00	5,59	2,31	2,28	1,11	1,65	-0,15
Renta fija	1,65	1,53	1,95	0,68	0,63	0,72	0,65	0,63
Renta fija mixta	3,79	5,00	4,18	2,09	1,58	0,94	0,96	-0,16
Renta variable mixta	6,20	11,85	10,34	4,61	3,78	1,71	2,57	-1,17
Renta variable nacional	19,06	20,60	33,25	11,90	9,73	5,78	2,07	-2,42
Renta variable internacional	7,55	24,18	14,98	5,74	6,60	2,12	6,38	-2,80
Garantizado renta fija	2,62	1,66	0,83	0,75	0,24	0,59	0,29	1,03
Garantizado renta variable	4,07	3,95	4,66	3,12	2,12	0,56	1,62	0,13
Fondos globales	2,17	6,16	4,01	1,61	2,21	0,99	1,57	-0,70
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	ns	-	ns	-0,55	1,08	-2,14
Fondos de inversión libre	-	-	ns	-	ns	1,26	3,18	-2,20

ns: Dato no significativo.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 3.12

	2004	2005	2006	2006		2007		
				IV	I	II	III	IV ¹
NÚMERO DE CARTERAS								
Fondos de inversión	2.620	2.723	2.850	2.850	2.885	2.921	2.947	2.956
Sociedades de inversión	2.962	2.989	3.049	3.049	3.073	3.112	3.143	3.170
IIC de IIC de inversión libre	-	-	2	2	2	22	30	30
IIC de inversión libre	-	-	5	5	6	9	17	18
Fondos de inversión inmobiliaria	7	7	9	9	9	9	10	10
Sociedades de inversión inmobiliaria	2	6	8	8	8	8	9	9
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	236.088,4	262.200,9	270.406,3	270.406,3	273.412,8	276.600,4	269.907,1	266.686,7
Sociedades de inversión	22.923,8	25.486,0	28.992,7	28.992,7	30.293,3	31.523,9	31.125,9	31.769,2
IIC de IIC de inversión libre	-	-	0,6	0,6	9,5	600,2	829,2	882,0
IIC de inversión libre	-	-	24,4	24,4	119,9	152,0	210,2	332,4
Fondos de inversión inmobiliaria	4.377,9	6.476,9	8.595,9	8.595,9	8.781,7	8.929,4	8.905,3	8.959,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	56,4	213,9	456,1	456,1	459,2	487,4	504,3	508,6

1 Datos a octubre 2007.

IIC extranjeras comercializadas en España

CUADRO 3.13

	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III
VOLUMEN DE INVERSIÓN¹	17.785,6	33.614,7	44.102,9	41.595,1	44.102,9	45.113,8	50.141,4	44.847,4
Fondos	3.498,1	8.267,2	12.099,3	10.719,6	12.099,3	12.464,3	14.211,5	10.530,7
Sociedades	14.287,4	25.347,4	32.003,5	30.875,5	32.003,5	32.649,6	35.929,9	34.316,7
Nº DE INVERSORES	321.805	560.555	779.165	806.305	779.165	782.020	825.771	834.914
Fondos	51.364	104.089	144.139	141.164	144.139	158.900	176.884	158.925
Sociedades	270.441	456.466	635.026	665.141	635.026	623.120	648.887	675.989
Nº DE INSTITUCIONES	238	260	340	312	340	354	362	397
Fondos	93	115	163	144	163	169	171	197
Sociedades	145	145	177	168	177	185	191	200
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	164	161	189	183	189	190	196	210
Francia	25	47	83	68	83	90	92	105
Irlanda	34	35	46	44	46	48	48	50
Alemania	11	11	12	12	12	12	12	15
Reino Unido	3	5	6	3	6	9	9	11
Holanda	1	1	1	1	1	1	1	1
Austria	-	-	1	1	1	1	1	1
Bélgica	-	-	1	-	1	2	2	3
Malta	-	-	1	-	1	1	1	1

¹ Volumen de inversión: Importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del período, por su valor en euros en dicha fecha. Millones de euros.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 3.14

	2004	2005	2006	2006	2007				
				IV	I	II	III	IV ¹	
FONDOS									
Número	7	7	9	9	9	9	10	10	
Participes	86.369	118.857	150.304	150.304	152.902	153.630	151.916	148.306	
Patrimonio (millones de euros)	4.377,9	6.476,9	8.595,9	8.595,9	8.781,7	8.929,4	8.905	8.959,3	
Rentabilidad (%)	6,65	5,35	6,12	0,80	1,31	1,10	1,53	0,50	
SOCIEDADES									
Número	2	6	8	8	8	8	9	9	
Participes	121	256	749	749	754	769	661	681	
Patrimonio (millones de euros)	56,4	213,9	456,1	456,1	459,2	487,4	504,3	508,6	

¹ Datos a octubre 2007. En este caso, la rentabilidad es mensual.

VI Anexo legislativo (*)

(*) Este anexo ha sido elaborado por la Dirección de Estudios y Estadísticas de la CNMV.

Las novedades legislativas de ámbito nacional aprobadas en el cuarto trimestre de 2007 han sido, por orden cronológico, las siguientes:

- **Orden EHA/3011/2007**, de 4 de octubre, por la que se modifica la Orden ECO/805/2003, de 27 de marzo, sobre normas de valoración de bienes inmuebles y de determinados derechos para ciertas finalidades financieras.

La Orden tiene su origen en el plan de lucha contra el fraude en el mercado inmobiliario de la Agencia Tributaria. La Orden es de aplicación siempre que el valor de tasación se utilice como garantía hipotecaria de créditos o préstamos, como cobertura de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras y en la determinación del patrimonio de las IIC inmobiliarias y de los Fondos de Pensiones.

Como medida contra el fraude se introduce la exigencia de que previamente al cálculo del valor de tasación se deberá disponer de toda la documentación necesaria para la identificación completa del inmueble. En particular, se exige la certificación registral acreditativa de la titularidad y la información catastral del inmueble. Por otra parte, se modifican las reglas de valoración de las viviendas para la determinación del patrimonio de las IIC inmobiliarias, al objeto de dar una mayor relevancia al método de actualización de flujos de caja utilizando las rentas del alquiler que pudiesen existir. En concreto, la Orden establece que si la vivienda no se encuentra alquilada el valor de tasación se calculará a partir de los comparables de venta. En caso de inmuebles arrendados el valor de tasación será el mínimo entre los comparables de venta y el que se deriva de la actualización de los flujos de caja hasta el fin del contrato más el valor de reversión en la fecha de valoración.

- **Real Decreto 1362/2007**, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea.

Con este Real Decreto se completa la incorporación al Derecho español del régimen comunitario de la transparencia de la información de los emisores de valores que cotizan en un mercado secundario oficial español o en otro mercado regulado de la Unión Europea. También se integran en el articulado obligaciones que ya existían en nuestro ordenamiento sin origen en la normativa comunitaria como la obligación de los administradores y directivos de compañías cotizadas de comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) el otorgamiento de cualquier sistema de retribución con acciones de la sociedad o con derechos de opción sobre dichas acciones.

En las disposiciones generales se establece la obligación del emisor de publicar y difundir la información regulada, así como de remitirla simultáneamente a la CNMV. El emisor puede optar por difundir directamente dicha información, o a través de un tercero, que puede ser la CNMV u otros medios como las bolsas de valores o los medios de

comunicación. Se establece también el régimen lingüístico aplicable. Éste será el castellano cuando el emisor tenga su domicilio social en España. En otro caso, el emisor elegirá el idioma entre las siguientes opciones: el castellano, una lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales o en otro idioma que acepte la CNMV.

El Título Primero desarrolla las obligaciones de los emisores en la elaboración y difusión del informe financiero anual, los informes financieros semestrales y la declaración intermedia de gestión. El Título Segundo desarrolla las obligaciones de información sobre participaciones significativas y autocartera. En concreto, establece que los porcentajes de derechos de voto que tienen la consideración de participación significativa son el 3%, 5% y todos los múltiplos de este último y el 1% en las acciones propias.

- **Acuerdo de 24 de octubre de 2007**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre delegación de competencias a favor del Presidente, el Vicepresidente y el Comité Ejecutivo.

La delegación de competencias abarca numerosos aspectos: verificación de requisitos para la admisión de valores a negociación, comunicación de participaciones significativas, exclusión de valores de negociación, IIC, ESI, OPV, entidades de capital-riesgo.

- **Real Decreto Legislativo 1/2007**, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias.

Este Real Decreto (RD) integra en un único texto la Ley General de Defensa de los Consumidores y Usuarios y las normas de transposición de las directivas comunitarias en materia de protección de los consumidores y usuarios. En las previsiones relativas a los contratos se encontrarían los contratos tipo de administración y depósito y gestión de carteras registrados en la CNMV. En este sentido, el RD incorpora las disposiciones introducidas por la Ley de mejora de la protección de los consumidores en materia de contratos. Esta ley prohíbe las cláusulas contractuales que establezcan limitaciones y, en particular, la imposición de plazos de duración excesiva o las limitaciones que excluyan u obstaculicen el derecho del consumidor a poner fin al contrato. En materia de tarifas, se incorporan las previsiones tendentes a dar mayor claridad al cálculo del precio de los contratos, evitando la facturación de servicios no prestados efectivamente.

- **Ley 41/2007**, de 7 de diciembre, por la que se modifica la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero, de regulación de las hipotecas inversas y el seguro de dependencia y por la que se establece determinada norma tributaria.

Esta Ley referida al mercado hipotecario tiene entre sus objetivos modernizar los mecanismos de refinanciación de las entidades de crédito a través de la emisión de cédulas hipotecarias y bonos hipotecarios. Para ello, la Ley elimina obstáculos administrativos en los bonos hipotecarios al

objeto de lograr un trato administrativo similar al de las cédulas hipotecarias. Asimismo introduce mejoras regulatorias dirigidas a hacer posible una mayor sofisticación de ambas emisiones. Destacan la posibilidad de incluir activos líquidos de sustitución en la cartera de emisión, que contribuye a cubrir el riesgo de liquidez y el refuerzo a la posibilidad de cubrir el riesgo de tipo de interés con derivados financieros asociados a una emisión.

- **Ley 43/2007**, de 13 de diciembre, de protección de los consumidores en la contratación de bienes con oferta de restitución del precio.

Esta Ley complementa las actuales obligaciones de información expuestas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, en el caso de venta directa de bienes utilizados como generadores de valor o como depósito de valor siempre que dicha venta lleve aparejado un pacto de recompra de los mismos. El objetivo es construir un marco completo de regulación que proteja al consumidor de la asimetría de información existente.

- **Ley 47/2007**, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

El texto normativo modifica la Ley del Mercado de Valores para incorporar al ordenamiento jurídico español las siguientes Directivas europeas: la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros, la Directiva relativa a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión y la Directiva sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

La Ley amplía el catálogo de servicios de inversión que pueden prestar las entidades, extiende la gama de instrumentos financieros negociables y reconoce distintos sistemas de negociación diferentes a los tradicionales. Asimismo, la Ley refuerza las medidas de protección de los inversores. Establece un conjunto amplio de normas que deben cumplir quienes presten servicios de inversión y adapta los requisitos de organización exigibles a las entidades que prestan una compleja gama de servicios. En materia de solvencia, las entidades deberán adaptarse a las nuevas formas de gestión de riesgos. Por último, la Ley mejora las competencias de supervisión de la CNMV, al objeto de fomentar la cooperación, nacional e internacional, entre supervisores.