



**BOLETÍN DE LA CNMV**  
Trimestre IV  
2008



**BOLETÍN DE LA CNMV**

**Trimestre IV  
2008**

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

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

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

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

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

ISSN: 1887-7044

Depósito Legal:

# Índice

<b>I</b>	<b>Informe de coyuntura de mercados</b>	<b>9</b>
<b>II</b>	<b>Informes y análisis</b>	<b>35</b>
	Evolución económica financiera de las empresas cotizadas en el primer semestre de 2008	37
	Carolina Moral y Belén de Anta	
	Las ventas en corto de acciones ( <i>short selling</i> )	53
	Rodrigo Buenaventura	
	La crisis financiera y el valor razonable. Debate en torno a su impacto y evaluación de las medidas adoptadas	71
	Eduardo Manso y Víctor Rodríguez	
	Los mercados de renta fija privada en Europa	91
	Elías López Blanco	
	La revisión del proceso Lamfalussy. Hacia una mayor convergencia en la supervisión financiera	109
	José Manuel Portero	
<b>III</b>	<b>Novedades regulatorias</b>	<b>119</b>
	La nueva circular contable de instituciones de inversión colectiva	121
	Jorge Vergara	
	La nueva normativa sobre los informes públicos periódicos de las IIC y del estado de posición	137
	Gonzalo Palencia Garrido-Lestache	
<b>IV</b>	<b>Anexo legislativo</b>	<b>151</b>
<b>V</b>	<b>Anexo estadístico</b>	<b>163</b>



## Abreviaturas

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





# I Informe de coyuntura de mercados<sup>(\*)</sup>

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



# 1 Panorámica general

El segundo semestre del año<sup>1</sup> se caracterizó por la intensificación de la erosión del crecimiento a escala mundial y un nuevo giro en la crisis financiera a raíz del colapso en septiembre de varias entidades financieras norteamericanas. La desaceleración de la actividad, que en algunas de las principales economías industrializadas ya ha tomado la forma de recesión, ha venido acompañada por un fuerte incremento del desempleo y, en las últimas semanas, por un descenso de las presiones inflacionistas debido al abaratamiento del crudo. La crisis financiera internacional tomó un nuevo rumbo en septiembre cuando el colapso de diversas instituciones norteamericanas provocó la intervención gubernamental en algunas de ellas e intensificó la incertidumbre sobre la sostenibilidad del sistema financiero. Este periodo de renovada inestabilidad dio lugar a nuevas intervenciones por parte de los bancos centrales más importantes en forma de inyecciones de liquidez y de rebajas sustanciales de los tipos de interés de referencia. Además, propició la aprobación por parte de casi todos los países desarrollados de diversos planes de acción para asegurar la estabilidad de los respectivos sistemas financieros nacionales y para, así, sostener el ciclo de crédito y la actividad real.

En este contexto, los tipos de interés a corto plazo de las zonas geográficas más importantes, que se habían mantenido relativamente estables en el tercer trimestre del año, experimentaron un súbito incremento marcando máximos históricos a mediados de octubre. Sin embargo, tras los descensos de los tipos de interés oficiales tanto en Europa como en EEUU iniciaron un fuerte recorrido a la baja reduciendo así las tensiones en los mercados interbancarios. La evolución de los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública en Europa, EEUU y Japón fue de gradual descenso en la segunda mitad de año, cobrando una mayor intensidad en el último trimestre, como consecuencia del cambio en las expectativas sobre los tipos oficiales. Los índices de riesgo de crédito revelan un aumento generalizado de su precio de mercado, algo mayor en EEUU que en la zona euro, con independencia de la calidad crediticia de las entidades.

El mercado de cambios también mostró una gran volatilidad en los últimos meses, especialmente como consecuencia de la fuerte apreciación de la moneda japonesa frente al dólar y frente al euro debido al cierre de posiciones relacionadas con el *carry trade*. Además, el dólar también se apreció notablemente en la segunda mitad de 2008 debido a las expectativas de rebajas de tipos en la zona euro.

Los principales índices de renta variable mostraron descensos históricos en el tercer y cuarto trimestres de 2008. Las caídas de los precios de las bolsas en el conjunto del año fueron superiores al 40% en casi todas las bolsas de referencia en los países

---

1 La fecha de cierre de este informe es el 15 de diciembre. Por tanto las alusiones que se hacen al cuarto trimestre de 2008 o al conjunto del ejercicio finalizan en esa fecha, salvo que expresamente se indique lo contrario.

desarrollados. Por su parte, en algunas economías emergentes las caídas superaron el 60%. En paralelo, las volatilidades de las bolsas se incrementaron hasta tasas elevadísimas (entre el 70% y el 80%), si bien han mostrado un cierto descenso en las últimas semanas. Las ratios de precio sobre beneficio (PER) mantuvieron la tendencia decreciente en todas las bolsas.

En el ámbito nacional se observaron tendencias similares a las comentadas con anterioridad, aunque con algunas particularidades. En materia económica, después del anuncio del primer descenso trimestral registrado en el PIB (en el tercer trimestre de 2008) los indicadores más recientes apuntan a un deterioro más profundo de la actividad, que se espera que vaya acompañado por un mayor incremento en el desempleo y por menores presiones inflacionistas.

En materia financiera, y tras la aprobación por parte del gobierno de diversas medidas para asegurar la sostenibilidad del sistema financiero, la evolución de los principales indicadores en los mercados de renta fija y renta variable ha estado en línea con la de otras referencias internacionales. En los mercados de renta fija a corto y largo plazo se observaron descensos notables en los tipos de interés en el último trimestre del año, en línea con el cambio de expectativas de la política monetaria del BCE y con el descenso de la inflación. Por otra parte, se percibe un incremento de la prima de riesgo de crédito para los emisores de deuda del sector privado y también del sector público. En los mercados de renta variable los precios mostraron caídas superiores al 40% en el año e incrementos históricos de la volatilidad. Las mayores penalizaciones fueron para el sector financiero y los sectores asociados a la inversión residencial. La contratación en el mercado continuo, que había descendido a lo largo del ejercicio en línea con el comportamiento de los precios, se estabilizó en el último trimestre, lo que indica un comportamiento más dinámico en términos de volumen.

	I 08	II 08	III 08	IV* 08
<b>Tipos de interés a corto plazo (%)<sup>1</sup></b>				
Tipo de interés oficial	4,00	4,00	4,25	2,50
Euribor 3 meses	4,59	4,94	5,02	3,52
Euribor 12 meses	4,59	5,35	5,38	3,67
<b>Tipos de cambio<sup>2</sup></b>				
Dólar / euro	1,58	1,58	1,43	1,35
Yen / euro	157,37	166,44	150,47	122,42
<b>Primas de riesgo crediticio: diferencial BBB-AAA (puntos básicos)<sup>3</sup></b>				
Zona euro				
3 años	153	109	139	288
5 años	196	143	183	320
10 años	199	175	191	306
EEUU				
3 años	214	191	227	297
5 años	240	234	265	288
10 años	251	228	283	314
<b>Mercados de renta variable</b>				
Rentabilidad de los principales índices bursátiles internacionales (%) <sup>4</sup>				
Euro Stoxx 50	-17,5	-7,6	-9,4	-20,8
Dow Jones	-7,6	-7,4	-4,4	-21,1
Nikkei	-18,2	7,6	-16,5	-23,0
Rentabilidad de otros índices (%)				
Merval (Argentina)	-2,2	0,2	-24,2	-30,2
Bovespa (Brasil)	-4,6	6,6	-23,8	-22,6
Shangai Comp (China)	-34,0	-21,2	-16,2	-14,4
BSE (India)	-26,2	-14,6	-4,8	-25,1
Mercado bursátil español				
Rentabilidad del Ibex 35 (%)	-12,6	-9,2	-8,8	-17,9
PER del Ibex 35 <sup>5</sup>	11,55	10,35	9,57	8,21
Volatilidad del Ibex 35 (%) <sup>6</sup>	31,19	22,98	31,26	63,25
Contratación en el SIBE <sup>7</sup>	6.144,1	4.953,9	4.334,3	4.437,6

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. El tipo de interés oficial corresponde al tipo marginal de la subasta semanal en el último día del periodo. Los datos del cuarto trimestre corresponden al promedio entre el 1 y el 15 de diciembre.
2. Datos a final de periodo. Los datos del cuarto trimestre de 2008 corresponden al 15 de diciembre.
3. Promedio mensual de datos diarios. Los datos del cuarto trimestre de 2008 abarcan desde el 1 hasta el 15 de diciembre.
4. Se ofrecen las rentabilidades trimestrales acumuladas en cada periodo; en el cuarto trimestre corresponde a la acumulada hasta el 15 de diciembre.
5. Ratio precio – beneficios (*price earning ratio*). Los datos del cuarto trimestre de 2008 son del 15 de diciembre.
6. Volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento a final del periodo. El dato del cuarto de 2008 corresponde al promedio del periodo entre el 1 de octubre y el 15 de diciembre.
7. Promedio diario, en millones de euros. Los datos del cuarto trimestre de 2008 corresponden hasta el 30 de noviembre.

## 2 Entorno financiero exterior

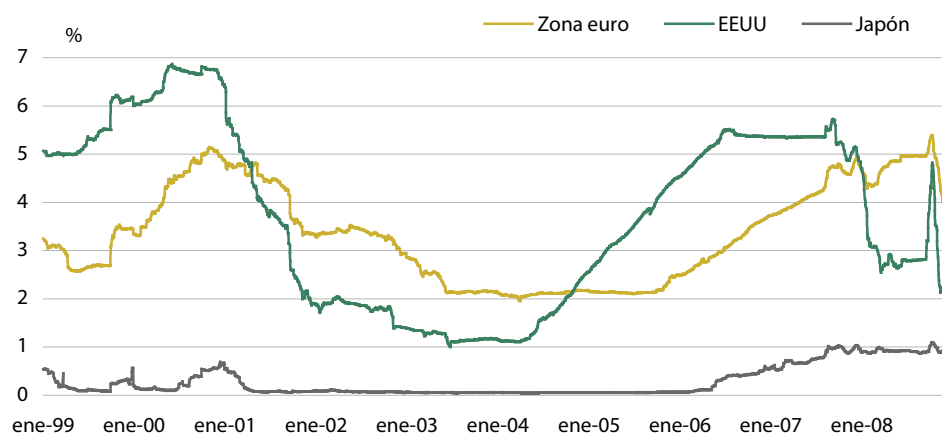
### 2.1 Tipos de interés a corto plazo

Los mercados monetarios de las diferentes áreas geográficas mostraron un comportamiento relativamente estable a lo largo del tercer trimestre del año. Sin embargo,

en septiembre el colapso de diversas instituciones financieras norteamericanas y la intervención de las autoridades de EEUU en algunas de ellas elevaron la desconfianza y la incertidumbre de los agentes sobre el sistema financiero. Los tipos de interés a corto plazo registraron un sustancial incremento en las principales áreas geográficas, especialmente en EEUU, hasta mediados de octubre, cuando la publicación de medidas y planes de acción por parte de diversas autoridades y, sobre todo, la acción coordinada de los bancos centrales, que efectuaron nuevas inyecciones de liquidez y rebajaron los tipos de interés oficiales de referencia, lograron que los tipos monetarios descendieran en las últimas semanas.

### Tipos de interés a tres meses <sup>1</sup>

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

1. Datos hasta el 15 de diciembre.

El BCE, que en julio había incrementado el tipo de interés oficial desde el 4,0% hasta el 4,25% por el aumento de las presiones inflacionistas, rebajó en tres ocasiones (una de ellas de forma coordinada con otros bancos centrales) el tipo de interés de referencia (en octubre desde el 4,25% hasta el 3,75%, en noviembre desde el 3,75% hasta el 3,25% y en diciembre desde el 3,25% hasta el 2,5%). Estas acciones respondieron al agravamiento de la crisis financiera, al deterioro de la actividad y a la mejora de las perspectivas de inflación, como consecuencia del abaratamiento del crudo. En los mercados interbancarios, los tipos de interés comenzaron a descender unos días después de la rebaja del tipo oficial y, aunque no se puede afirmar que la situación se haya normalizado completamente, sí se observan menores tensiones, como lo demuestra la caída notable del diferencial de tipos de interés entre los depósitos no transferibles y las operaciones simultáneas (bonos y obligaciones) desde los máximos alcanzados a mediados de octubre, si bien continúa en niveles muy elevados<sup>2</sup>.

2 A mediados de diciembre, este diferencial en el plazo de 3 meses se situaba en torno a 120 puntos básicos (el máximo se alcanzó a mediados de octubre en 184 puntos básicos).

Tipos de interés a corto plazo<sup>1</sup>

CUADRO 2

%	dic-04	dic-05	dic-06	dic-07	mar-08	jun-08	sep-08	dic-08 <sup>2</sup>
<b>Zona euro</b>								
Oficial <sup>3</sup>	2,00	2,25	3,50	4,00	4,00	4,00	4,25	2,50
3 meses	2,17	2,47	3,69	4,84	4,59	4,94	5,02	3,52
6 meses	2,21	2,60	3,79	4,81	4,59	5,08	5,22	3,59
12 meses	2,30	2,79	3,93	4,79	4,59	5,35	5,38	3,67
<b>EEUU</b>								
Oficial <sup>4</sup>	2,25	4,25	5,25	4,25	2,25	2,00	2,00	1,00 <sup>5</sup>
3 meses	2,50	4,49	5,36	4,97	2,78	2,76	3,11	2,11
6 meses	2,72	4,67	5,35	4,82	2,68	3,09	3,33	2,47
12 meses	3,02	4,84	5,24	4,42	2,51	3,41	3,36	2,64
<b>Japón</b>								
Oficial <sup>5</sup>	0,15	0,15	0,25	0,50	0,50	0,50	0,50	0,30
3 meses	0,05	0,07	0,56	0,98	0,96	0,92	0,92	0,95
6 meses	0,07	0,08	0,63	1,03	1,02	1,01	1,00	1,04
12 meses	0,09	0,12	0,74	1,10	1,11	1,14	1,18	1,14

Fuente: Thomson Datastream.

1. Promedio mensual de datos diarios, excepto los tipos oficiales que corresponden al último día del periodo (15 de diciembre).
2. El dato corresponde al promedio desde el 1 hasta el 15 de diciembre.
3. Tipo mínimo de puja de la subasta semanal.
4. Tipo de los fondos federales.
5. Tipo de la política monetaria.
6. El cuadro no recoge la última rebaja del tipo oficial en EEUU desde el 1,0% hasta el 0,25% por haberse producido en una fecha posterior a la fecha de referencia de este informe (15 de diciembre). Tampoco se harán comentarios sobre la evolución de los mercados financieros a raíz de este hecho por el mismo motivo.

En EEUU, la Reserva Federal rebajó los tipos de interés en octubre (primero desde el 2,0% hasta el 1,5% y posteriormente hasta el 1,0%), lo que se tradujo en rebajas en los tipos de interés del mercado interbancario. Los mayores descensos se produjeron en los plazos más cortos, que eran los que más habían aumentado previamente. Así, el tipo de interés a tres meses quedaba a mediados de diciembre en niveles ligeramente inferiores al 2%, tras una caída de casi tres puntos porcentuales, y el tipo a seis meses quedó en niveles del 2,2% tras descender cerca de 2,2 puntos porcentuales desde el recorte de tipos del banco central estadounidense.

Respecto a las expectativas de tipos de interés, los tipos de interés *forward* (FRA) a tres meses apuntan a nuevas rebajas en los próximos meses, tanto en la zona euro como en EEUU, aunque de mayor cuantía en la primera (en torno a medio punto porcentual) que en la segunda (en torno a un cuarto de punto).

Tipos de interés *forward* (FRA) a tres meses<sup>1</sup>

CUADRO 3

%	dic-04	dic-05	dic-06	dic-07	feb-08	jun-08	sep-08	dic-08 <sup>2</sup>
<b>Zona euro</b>								
Contado	2,16	2,49	3,73	4,68	4,73	4,95	5,28	3,24
FRA 3x6	2,23	2,74	3,94	4,52	4,43	5,17	4,84	2,67
FRA 6x9	2,36	2,91	4,07	4,42	4,14	5,21	4,38	2,48
FRA 9x12	2,49	3,00	4,13	4,33	3,96	5,26	4,13	2,53
FRA 12x15	2,64	3,07	4,13	4,30	3,80	5,23	3,99	2,73
<b>EEUU</b>								
Contado	2,56	4,54	5,36	4,70	2,69	2,78	4,05	1,87
FRA 3x6	2,95	4,81	5,31	4,15	2,24	2,96	3,30	1,58
FRA 6x9	3,22	4,84	5,21	3,69	2,12	3,19	2,91	1,60
FRA 9x12	3,41	4,81	5,06	3,45	2,18	3,34	2,94	1,67
FRA 12x15	3,57	4,76	4,94	3,36	2,23	3,56	3,03	1,79

Fuente: Thomson Datastream.

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

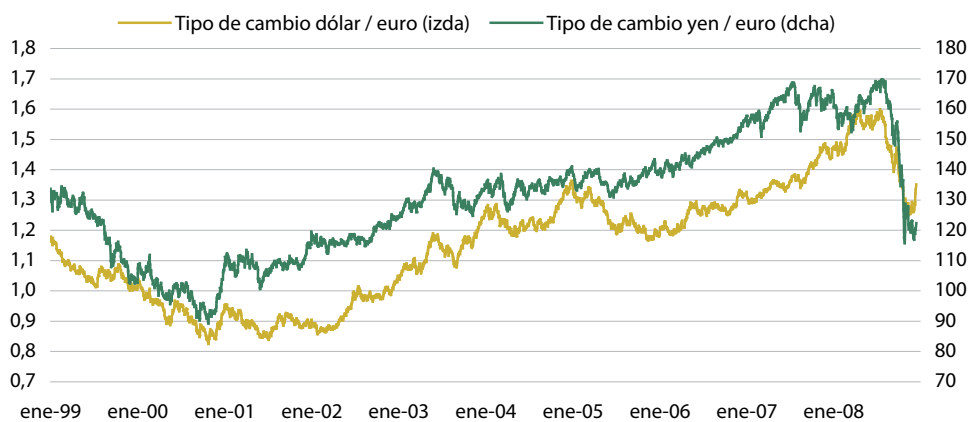
## 2.2 Tipos de cambio

El mercado de cambios vivió también un periodo de fuertes turbulencias en la segunda mitad de año, especialmente intensas en el caso del yen japonés, que se apreció notablemente tanto frente al euro como frente al dólar. Desde los últimos máximos alcanzados en agosto de este año, el tipo del yen frente al euro pasó del entorno de 170 yenes/euro en esa fecha hasta los 120 yenes/euro a mediados de diciembre, mientras que frente al dólar pasó de niveles cercanos a 110 yenes/dólar hasta 90 yenes/dólar. Entre los factores más importantes que explican este movimiento está el cierre de las posiciones de *carry trade* (de endeudamiento en una divisa con bajos tipos de interés para invertir simultáneamente en activos denominados en otras divisas con tipos de interés más altos). En el marco actual de desapalancamiento, los inversores endeudados en yenes están cerrando sus posiciones, es decir, comprando yenes para devolver la financiación obtenida, lo que explica buena parte de la apreciación de la moneda japonesa.

También ha sido significativa la apreciación del dólar respecto al euro en las últimas semanas, lo que puede atribuirse a las diferencias en las expectativas del diferencial de tipos de interés entre ambas zonas, motivadas por el cambio de previsiones sobre nuevas rebajas de tipos de interés por parte del BCE. Así, a mediados de diciembre el tipo de cambio superaba los 1,3 dólares/euro, lejos de los máximos alcanzados en los meses centrales del año (1,6 dólares/euro).

Tipo de cambio del euro frente al dólar y el yen<sup>1</sup>

GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream.

1. Datos hasta el 15 de diciembre.

## 2.3 Tipos de interés a largo plazo

Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo descendieron, tanto en el tercer como en el cuarto trimestre de 2008, en las diferentes áreas geográficas. El descenso fue inicialmente más pronunciado en la zona euro, especialmente en los plazos de 3 y 5 años, como consecuencia del cambio de tendencia en las perspectivas del tipo de interés oficial del BCE y de las menores presiones inflacionistas. Sin embargo, desde finales de noviembre hasta mediados de diciembre, el descenso de los tipos de interés norteamericanos fue algo mayor, con lo que en el segundo semestre de 2008, se puede afirmar que los movimientos fueron de cuantías similares en ambas zonas.



Así, en la zona euro los tipos medios mensuales de la deuda pública a 3 y 5 años quedaban en el 2,6% a mediados de diciembre, lo que supone cerca de dos puntos porcentuales menos que el promedio de junio (véase cuadro 4). En EEUU, los tipos de interés de la deuda pública a 3 años mostraban a mediados de diciembre un promedio del 1,1% (3,1% en junio) y en el plazo de 5 años el promedio quedaba en el 1,6% (3,5% en junio). En ambas zonas, los tipos a 10 años descendieron pero en menor medida.

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

CUADRO 4

%	dic-05	dic-06	dic-07	dic-07	mar-08	jun-08	sep-08	dic-08 <sup>2</sup>
<b>Zona euro</b>								
3 años	nd	3,74	3,85	3,85	3,35	4,56	3,87	2,58
5 años	nd	3,74	3,92	3,92	3,35	4,55	3,87	2,58
10 años	nd	3,80	4,28	4,28	3,87	4,56	4,18	3,15
<b>EEUU</b>								
3 años	4,39	4,57	3,11	3,11	1,74	3,07	2,35	1,08
5 años	4,41	4,51	3,51	3,51	2,49	3,48	2,87	1,60
10 años	4,47	4,57	4,19	4,19	3,69	4,12	3,68	2,65
<b>Japón</b>								
3 años	0,47	0,94	0,82	0,82	0,59	1,06	0,86	0,72
5 años	0,87	1,21	1,07	1,07	0,78	1,38	1,08	0,89
10 años	1,56	1,65	1,54	1,54	1,31	1,67	1,47	1,41

Fuente: Bloomberg.

nd: Dato no disponible.

1. Promedio mensual de datos diarios.

2. El dato corresponde al promedio entre el 1 y el 15 de diciembre, salvo en la zona euro que alcanza el 11 de diciembre.

En Japón también se registró un descenso sustancial de las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo, especialmente en los tramos cortos. Dados los menores niveles de partida, los descensos en las rentabilidades de la deuda japonesa fueron inferiores a los de EEUU y Europa.

Por lo que se refiere a las emisiones de renta fija privada, se aprecia un endurecimiento de las condiciones de financiación de las entidades de la zona euro y de EEUU. En el cuadro 5 se puede observar el significativo incremento de las primas de riesgo crediticio para ambos tipos de emisores y para todos los plazos contemplados (medido a través del diferencial de rentabilidades BBB-AAA), si bien se observan algunas diferencias. En el caso europeo, los mayores incrementos en el diferencial BBB-AAA entre junio y diciembre se produjeron en las emisiones a 3 y 5 años (con aumentos cercanos a 180 puntos básicos), mientras que en EEUU se produjo un incremento muy pronunciado en el plazo de 10 años entre junio y noviembre (174 puntos básicos de diferencia), si bien disminuyó ligeramente en la primera mitad de diciembre.

Los principales índices de riesgo de crédito (CDX e Itraxx) también marcaron nuevos máximos, tanto para las entidades de mejor calidad crediticia (*investment grade*<sup>3</sup>) como para las de menor calidad (*cross-over*<sup>4</sup>). Las dificultades de generación de

3 Se dice que un emisor o una emisión determinada es *investment grade* (grado de inversión) cuando su calificación crediticia supera un determinado nivel. Concretamente cuando tiene un *rating* de BBB- o superior en el caso de S&P o Baa3 o superior en el caso de Moody's.

4 Se dice que un emisor o una emisión determinada es *cross-over* si el *rating* que le otorga una agencia es

beneficios de las empresas están deteriorando el perfil de riesgo de crédito de las entidades, que se está reflejando en el precio de los instrumentos emitidos por estas.

### Primas de riesgo crediticio: diferencial BBB-AAA<sup>1</sup>

CUADRO 5

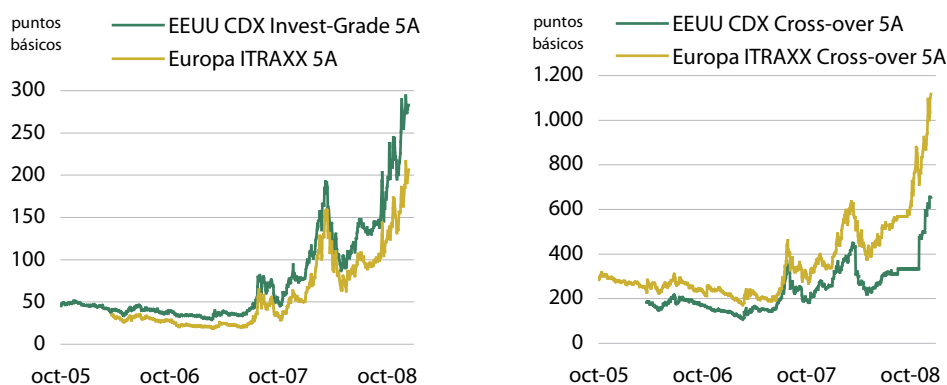
puntos básicos	dic-05	dic-06	dic-07	dic-07	mar-08	jun-08	sep-08	dic-08 <sup>2</sup>
<b>Zona euro</b>								
3 años	43	37	76	76	153	109	139	288
5 años	53	53	108	108	196	143	183	320
10 años	77	84	127	127	199	175	191	306
<b>EEUU</b>								
3 años	37	54	135	135	214	191	227	297
5 años	63	68	183	183	240	234	265	288
10 años	108	96	219	219	251	228	283	314

Fuente: Reuters.

1. Promedio mensual de datos diarios.
2. Los datos corresponden al promedio entre el 1 y el 15 de diciembre.

### Índices de riesgo de crédito<sup>1</sup>

GRÁFICO 3



Fuente: Thomson Datastream.

1. Datos hasta el 15 de diciembre.

## 2.4 Las bolsas internacionales

La sucesión de acontecimientos que precipitaron en septiembre lo que algunos califican como la mayor crisis financiera desde el *crack* de 1929 tuvo una repercusión inmediata sobre los precios de la renta variable a escala internacional, con descensos abruptos y prolongados en los mismos y crecimientos exponenciales de la volatilidad a lo largo del último cuatrimestre de 2008. A pesar de que los precios ya descuentan con creces la rebaja en las previsiones de beneficios de las empresas, el incremento de la incertidumbre y de la percepción de riesgo de los agentes participantes de los mercados no favorece la estabilización de los mismos. Las intervenciones gubernamentales en algunas entidades financieras con problemas y los diversos planes de acción de rescate sobre el sistema financiero no han sido, por el momento, suficientes para recuperar la confianza de los agentes, en un marco de grave desaceleración económica.

el menor dentro del rango de *investment grade* y el *rating* que le otorga una segunda agencia está fuera de dicho rango.

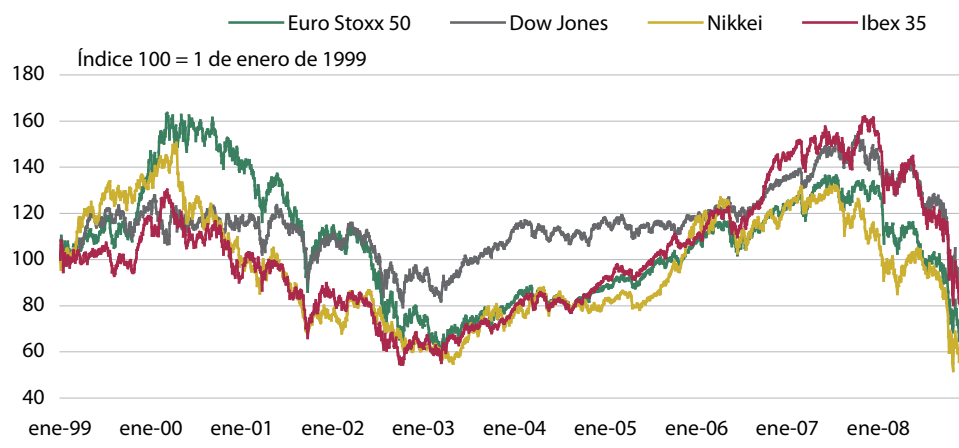
Como se observa en el cuadro 6, las caídas de precios fueron notables en el tercer trimestre de 2008 en todos los índices de renta variable de las economías más desarrolladas, pero los mayores descensos se produjeron en el cuarto trimestre del año (aún inconcluso en la fecha de cierre de este informe), con tasas negativas superiores al 20% en casi todos los índices. El descenso acumulado de precios en 2008 fue superior al 40% para casi todos ellos. La mayoría de los índices han retrocedido a niveles del año 2003 y sus caídas acumuladas en el ejercicio han sido las mayores de su historia.

En EEUU, las caídas de precios en el cuarto trimestre oscilaron entre el 21,1% del Dow Jones (35,4% en 2008) y el 27,9% del Nasdaq (43,1% en 2008). En Japón, el Nikkei cedió más de un 23% en dicho trimestre, dando lugar a unas pérdidas superiores al 43% en el ejercicio.

En Europa se observó un comportamiento bastante similar entre las economías de la zona euro y algo mejor en el Reino Unido. Los índices de renta variable más importantes de la zona euro cayeron en el cuarto trimestre entre un 20% y un 24% con lo que las caídas acumuladas en 2008 oscilaron entre el 40,6% del Ibex-35 y el 49,0% del Mib 30. En el Reino Unido, la corrección de precios fue algo menor (12,7% en el trimestre y 33,8% en el año), en lo que pudo influir la aprobación temprana del plan de rescate posiblemente más completo de todos los contemplados hasta el momento.

#### Evolución de los principales índices bursátiles <sup>1</sup>

GRÁFICO 4



Fuente: Thomson Datastream.

1. Datos hasta el 15 de diciembre.

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

CUADRO 6

	2004	2005	2006	2007	I 08 <sup>2</sup>	II 08 <sup>2</sup>	III 08 <sup>2</sup>	IV 08 (hasta 15 de diciembre)		
								% s/trim. ant.	% s/dic	% inter- anual <sup>3</sup>
<b>Mundo</b>										
MSCI World	12,8	7,6	18,0	7,1	-9,5	-2,5	-15,7	-24,6	-43,9	-43,7
<b>Zona Euro</b>										
Euro Stoxx 50	6,9	21,3	15,1	6,8	-17,5	-7,6	-9,4	-20,8	-45,3	-45,1
Euronext 100	8,0	23,2	18,8	3,4	-16,2	-6,1	-11,8	-22,1	-45,9	-45,8
Dax 30	7,3	27,1	22,0	22,3	-19,0	-1,8	-9,2	-20,2	-42,3	-41,4
Cac 40	7,4	23,4	17,5	1,3	-16,2	-5,8	-9,1	-21,0	-43,3	-43,2
Mib 30	16,9	13,3	17,5	-6,5	-17,3	-5,1	-14,7	-23,8	-49,0	-49,4
Ibex 35	17,4	18,2	31,8	7,3	-12,6	-9,2	-8,8	-17,9	-40,6	-42,1
<b>Reino Unido</b>										
FT 100	7,5	16,7	10,7	3,8	-11,7	-1,3	-12,9	-12,7	-33,8	-33,1
<b>Estados Unidos</b>										
Dow Jones	3,1	-0,6	16,3	6,4	-7,6	-7,4	-4,4	-21,1	-35,4	-35,8
S&P 500	9,0	3,0	13,6	3,5	-9,9	-3,2	-8,9	-25,5	-40,8	-40,8
Nasdaq-Cpte	8,6	1,4	9,5	9,8	-14,1	0,6	-8,8	-27,9	-43,1	-42,8
<b>Japón</b>										
Nikkei 225	7,6	40,2	6,9	-11,1	-18,2	7,6	-16,5	-23,0	-43,4	-44,2
Topix	10,2	43,5	1,9	-12,2	-17,8	8,8	-17,6	-22,1	-42,6	-43,6

Fuente: Datastream.

1. En moneda local.
2. Variación sobre el trimestre anterior.
3. Variación interanual de la rentabilidad alcanzada en la fecha de referencia.

Como ya se comentó con anterioridad, el notable descenso de los precios vino acompañado de un fortísimo incremento de la volatilidad de todos los índices (véase gráfico 5) desde niveles (en promedio) cercanos al 25% en el tercer trimestre hasta el 65% en el cuarto trimestre o incluso más en el caso de la bolsa japonesa (el promedio de volatilidad en el cuarto trimestre superó el 76%). A pesar de que su nivel sigue siendo elevado, se aprecia una cierta disminución en la misma desde los máximos alcanzados a finales de octubre.

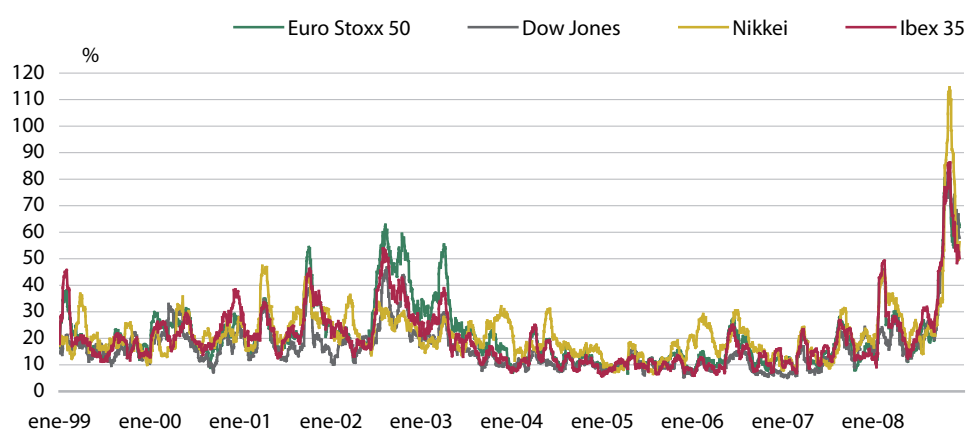
## Evolución de la volatilidad histórica de los principales índices bursátiles <sup>1</sup>

CUADRO 7

%	1999/ 2003	2004/ 2007	2005	2006	2007	I 08	II 08	III 08	IV 08 <sup>2</sup>
Euro Stoxx 50	25,08	13,17	10,73	13,63	14,94	28,39	17,83	25,41	65,92
Dow Jones	18,83	10,75	9,95	9,41	13,11	20,50	17,38	24,59	67,74
Nikkei	22,95	16,29	12,14	19,08	16,65	33,75	24,47	23,32	76,20
Ibex 35	23,09	12,44	9,86	12,45	15,32	29,56	19,68	29,92	65,04

Fuente: Thomson Datastream.

1. Promedio de datos diarios.
2. El último dato disponible corresponde al 15 de diciembre.



Fuente: Thomson Datastream.

1. Datos hasta el 15 de diciembre.

El comportamiento de los precios de la renta variable en los países emergentes fue incluso peor que el de los países desarrollados aunque, como se observa en el cuadro 8, persisten notables diferencias entre las diferentes áreas geográficas y dentro de ellas.

Así, en términos generales, los descensos de precios más acusados se produjeron en las economías de Europa del Este. En Rusia, por ejemplo, la bolsa de Moscú tuvo que cerrar varios días tras la abrupta caída de los precios de algunas sociedades cotizadas. El principal índice de renta variable cedió más de un 47% en el tercer trimestre de 2008 y más de un 43% en el cuarto (en el año acumuló un descenso del 70%). Otras caídas significativas fueron protagonizadas por el índice de Bulgaria, que perdió casi un 80% de su valor en 2008, y el de Rumanía, que cedió más de un 70% en el mismo periodo de tiempo.

Las bolsas asiáticas también mostraron caídas en los precios muy sustanciales, tanto en el tercer como en el cuarto trimestre de 2008, acumulando pérdidas en el conjunto del ejercicio cercanas al 50% en casi todos los países. La bolsa de China mostró el peor comportamiento de la zona con una caída del 62,7% en 2008, si bien el patrón trimestral fue algo diferente: las mayores caídas de precios se produjeron en la primera mitad de año y no en la segunda, como en casi todos los índices de renta variable.

Finalmente, las bolsas latinoamericanas, cuyos precios se habían comportado mejor que los del resto de economías desarrolladas o emergentes en el primer semestre de 2008, acabaron cediendo ante las dificultades de la crisis financiera y también ante algunos problemas internos. Las mayores caídas de precios en la segunda mitad de 2008 se produjeron en Argentina, Perú y Brasil. En el conjunto del año, sus principales índices de renta variable cedieron un 48,2%, 59,5% y 40,0% respectivamente.

**Rentabilidad de otros índices bursátiles internacionales<sup>1</sup>**

CUADRO 8

		2008 – dic <sup>2</sup>						
Índice		2007	I 08 <sup>3</sup>	II 08 <sup>3</sup>	III 08 <sup>3</sup>	% trim	% s/ dic 07	% anual
<b>Latinoamérica</b>								
Argentina	Merval	2,9	-2,2	0,2	-24,2	-30,2	-48,2	-49,0
Brasil	Bovespa	43,7	-4,6	6,6	-23,8	-22,6	-40,0	-38,6
Chile	IGPA	13,8	-4,7	9,1	-11,5	-14,0	-20,8	-19,8
Méjico	IPC	11,7	4,7	-4,9	-15,3	-15,4	-28,7	-29,8
Perú	IGRA	36,0	-0,8	-6,3	-31,0	-37,0	-59,5	-60,3
Venezuela	IBC	-27,4	-7,5	6,3	1,9	-9,5	-9,4	-7,2
<b>Asia</b>								
China	Shangai Comp	96,7	-34,0	-21,2	-16,2	-14,4	-62,7	-60,8
India	BSE	59,7	-26,2	-14,6	-4,8	-25,1	-55,0	-54,3
Corea del Sur	Korea Cmp Ex	32,3	-10,2	-1,7	-13,5	-20,0	-39,0	-38,9
Filipinas	Manila Comp	21,4	-17,6	-17,6	4,5	-25,5	-47,2	-45,9
Hong Kong	Hang Seng	39,3	-17,8	-3,3	-18,5	-16,5	-45,9	-45,4
Indonesia	Yakarta Comp	52,1	-10,9	-4,0	-22,0	-25,8	-50,5	-50,4
Malasia	Kuala Lumpur Comp	31,8	-13,7	-4,9	-14,1	-16,9	-41,4	-39,7
Singapur	SES All-S'Pore	18,7	-13,2	-2,0	-20,0	-24,8	-48,8	-48,5
Tailandia	Bangkok SET	26,2	-4,8	-5,9	-22,4	-26,7	-49,1	-47,7
Taiwan	Taiwan Weighted Pr.	8,7	0,8	-12,2	-24,0	-19,3	-45,8	-43,2
<b>Europa del este</b>								
Rusia	Russian RTS Index	19,2	-10,3	12,1	-47,4	-43,1	-69,9	-69,6
Polonia	Warsaw G. Index	10,4	-13,7	-14,3	-9,2	-25,8	-50,2	-51,2
Rumania	Romania BET	22,1	-29,6	-6,0	-34,5	-33,1	-71,0	-69,8
Bulgaria	Sofix	44,4	-29,0	-8,1	-31,3	-54,6	-79,7	-79,0
Hungría	BUX	5,6	-17,2	-6,1	-7,4	-37,5	-55,1	-55,7
Croacia	CROBEX	63,2	-26,6	-6,7	-16,6	-44,0	-68,0	-66,0

Fuente: Thomson Datastream.

1. En moneda local
2. Datos hasta el 15 de diciembre.
3. Variaciones trimestrales sobre el último día del trimestre anterior.

La rentabilidad adicional ofrecida por los dividendos creció notablemente respecto a los niveles observados a mitad de año en todas las bolsas, especialmente en las europeas. Las rentabilidades por dividendo de sus principales índices oscilan entre el 5,7% del Dax 30 y el 8,5% del Mib 30, claramente por encima del 3,5% del S&P 500 o del 3,0% del Topix.

**Rentabilidad por dividendo de los principales índices bursátiles**

CUADRO 9

%	2005	2006	2007	sep-07	dic-07	mar-08	jun-08	sep-08	dic-08 <sup>1</sup>
S&P 500	1,94	1,91	2,20	2,11	2,20	2,42	2,48	2,67	3,51
Topix	0,95	1,11	1,46	1,37	1,46	1,79	1,73	2,03	2,96
Euro Stoxx 50	3,28	3,52	3,73	3,79	3,73	4,68	5,05	5,56	7,72
Euronext 100	3,23	3,32	3,81	3,73	3,81	4,75	4,86	5,50	7,89
FTSE 100	3,59	3,77	3,88	3,94	3,88	4,58	4,85	5,26	6,72
Dax 30	2,17	2,29	2,52	2,50	2,52	3,64	3,73	4,09	5,65
Cac 40	3,43	3,79	4,34	4,41	4,34	5,22	5,42	5,93	8,00
Mib 30	3,53	3,67	3,81	3,66	3,81	4,76	5,58	6,21	8,54
Ibex 35	3,08	3,02	3,08	3,16	3,08	3,75	4,25	4,76	6,25

Fuente: Thomson Datastream.

1. Datos a 15 de diciembre.

La evolución descendente de la ratio precio sobre beneficio (PER) de los diferentes índices fue el fiel reflejo del comportamiento de los precios ya expuesto. Estas ratios, que se encuentran en mínimos históricos, descendieron menos en Japón (algo más de 3), y siguen siendo las más elevadas en términos absolutos (cercasas a 12). En el

resto de plazas el descenso del PER fue relativamente similar en el conjunto de 2008, con caídas superiores a 4. El PER de las bolsas norteamericanas (véase cuadro 10) sigue siendo notablemente superior al del resto de bolsas europeas de referencia (que oscilan entre el 7 y el 8). Respecto a la bolsa española, cabe señalar que el descenso del PER del Ibex 35 en el conjunto de 2008 fue el mayor de las bolsas europeas, pero se mantiene en niveles ligeramente superiores al de estas.

### PER de los principales índices bursátiles

CUADRO 10

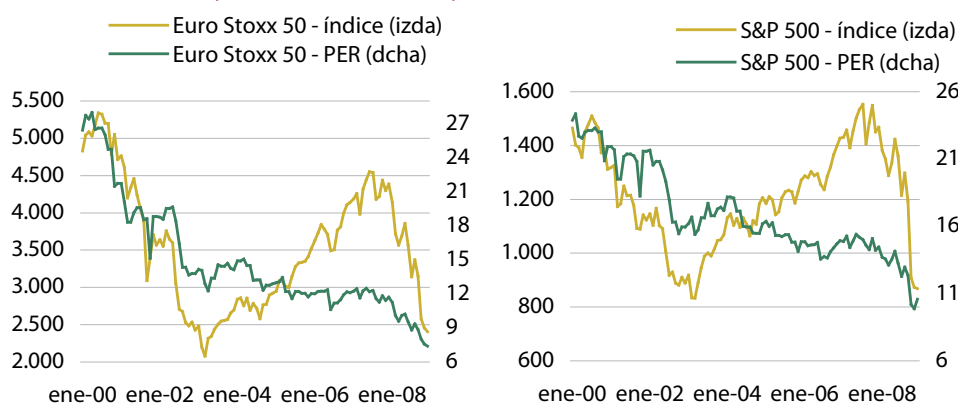
	2005	2006	2007	sep-07	dic-07	mar-08	jun-08	sep-08	dic-08 <sup>1</sup>
S&P 500	14,85	15,07	14,67	14,69	14,67	13,49	13,25	12,06	10,57
Topix	19,52	17,80	15,06	15,59	15,06	12,92	15,24	13,58	11,77
Euro Stoxx 50	12,03	12,15	11,56	11,55	11,56	9,68	9,15	8,64	7,39
Euronext 100	12,46	12,93	12,30	12,64	12,30	10,47	10,00	9,15	7,90
FTSE 100	12,45	12,41	12,07	11,95	12,07	10,62	9,93	8,59	7,83
Dax 30	12,62	12,78	12,33	12,35	12,33	10,22	10,06	9,44	8,18
Cac 40	12,14	12,68	11,80	12,08	11,80	10,06	9,49	8,68	7,74
Mib 30	13,38	13,07	11,50	12,09	11,50	9,52	9,15	8,24	7,33
Ibex 35	12,88	14,29	13,00	12,67	13,00	11,55	10,35	9,57	8,21

Fuente: Thomson Datastream.

1. Datos a 15 de diciembre.

### Índices bursátiles y PER: Euro Stoxx 50 y S&P 500

GRÁFICO 6



Fuente: Thomson Datastream.

1. Datos hasta 15 de diciembre.

Los datos de contratación de las principales bolsas internacionales mostraron un comportamiento notablemente dispar entre las bolsas norteamericanas y europeas. Las primeras mostraron variaciones interanuales positivas, mientras que en las segundas se produjo un descenso notable de la contratación en el conjunto del año que, en principio, se podría atribuir fundamentalmente al comportamiento bajista de los precios. En cualquier caso, y dado que las caídas de precios han sido relativamente similares en ambas zonas geográficas, se puede concluir que existe una diferencia significativa en la actividad de contratación en términos reales (es decir, en volumen) a favor de las bolsas americanas.

Importes en miles de millones de euros

Bolsa	2005	2006	2007	III 07	IV 07	I 08	II 08	III 08	IV 08 <sup>3</sup>
EEUU <sup>1</sup>	20.042	27.044	32.758	8.776	8.803	8.735	7.925	9.267	4.059
Nueva York	11.410	17.222	21.177	5.807	5.545	5.893	5.208	6.502	4.283
Tokio	3.603	4.617	4.713	1.192	1.081	1.042	951	890	693
Londres	4.583	5.991	7.545	2.142	1.240	1.255	1.323	1.054	597
Euronext	2.345	3.006	4.102	1.113	966	918	777	732	464
Deutsche Börse	1.546	2.165	3.144	827	725	813	616	640	453
Borsa Italiana	1.051	1.258	1.681	395	389	311	322	246	120
BME <sup>2</sup>	854	1.154	1.667	372	435	383	258	287	192

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. Datos correspondientes a octubre y noviembre salvo en EEUU, que sólo incluye el dato de octubre.

### 3 Mercados de renta fija en España

Tras un tercer trimestre relativamente estable, los tipos de interés de los pagarés de empresa se redujeron notablemente en el cuarto trimestre de 2008, como consecuencia del cambio de expectativas de la política monetaria del BCE. Los tipos de interés de los pagarés quedaron (en promedio) cerca del 3,7% en diciembre en todos los plazos (véase cuadro 12). La mayor caída se produjo en el plazo de 12 meses, con un descenso cercano a 1,8 puntos porcentuales respecto a la media de septiembre.

#### Tipos de interés a corto plazo<sup>1</sup>

CUADRO 12

%	dic-05	dic-06	dic-07	dic-07	mar-08	jun-08	sep-08	dic-08
<b>Pagarés de empresa<sup>2</sup></b>								
3 meses	2,58	3,78	4,97	4,97	4,74	5,16	5,24	3,66
6 meses	2,74	3,91	4,91	4,91	4,74	5,31	5,45	3,74
12 meses	2,93	4,00	4,85	4,85	4,73	5,59	5,63	3,85

Fuente: AIAF.

1. Promedio de datos diarios. Los datos de diciembre corresponden al promedio entre el 1 y el 15.
2. Negociados en el mercado AIAF de renta fija privada.

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

CUADRO 13

%	dic-05	dic-06	dic-07	dic-07	mar-08	jun-08	sep-08	dic-08
<b>Renta fija privada<sup>2</sup></b>								
3 años	3,15	4,04	4,59	4,59	4,21	5,79	5,39	3,89
5 años	3,48	4,14	4,65	4,65	4,41	5,97	5,48	4,23
10 años	3,89	4,26	4,94	4,94	4,82	5,94	5,65	4,74

Fuente: AIAF.

1. Promedio de datos diarios. Los datos de diciembre corresponden al promedio entre el 1 y el 15.
2. Bonos y obligaciones en operaciones a vencimiento negociados en el mercado AIAF.

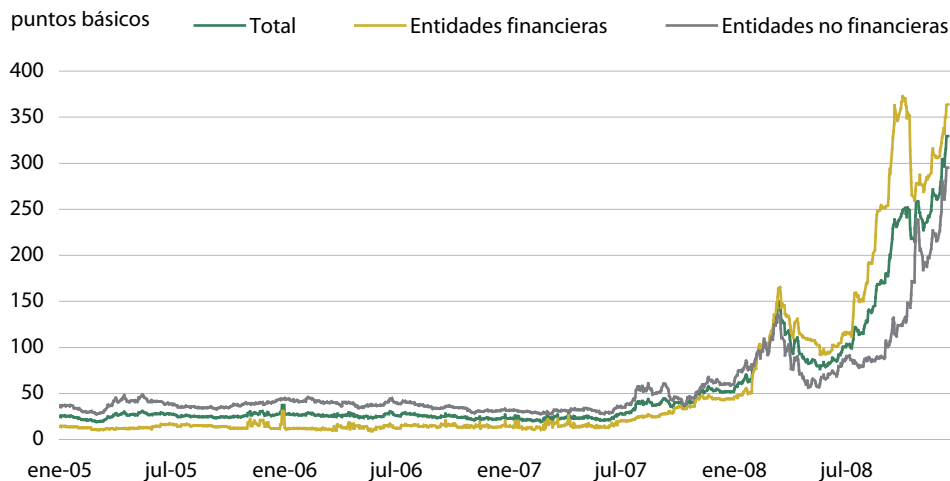
Los tipos de interés a largo plazo de la renta fija privada descendieron en el tercer y cuarto trimestres de 2008 como consecuencia del cambio en las expectativas de la política monetaria del BCE y del descenso de la inflación. Los descensos más acen-



tuados (superiores a 1,7 puntos porcentuales) se produjeron en los plazos de 3 y 5 años, para los que los promedios de diciembre se situaron en el 3,9% y 4,2% respectivamente. El mayor descenso de los plazos más cortos propició un fuerte aumento de la pendiente de la curva 10 años – 3 años desde 15 puntos básicos a mediados de año hasta 85 en diciembre. Por su parte, las primas de riesgo de crédito alcanzaron nuevos máximos en el último trimestre del año, siendo especialmente notorio el aumento de las correspondientes al sector financiero (véase gráfico 7).

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

GRÁFICO 7



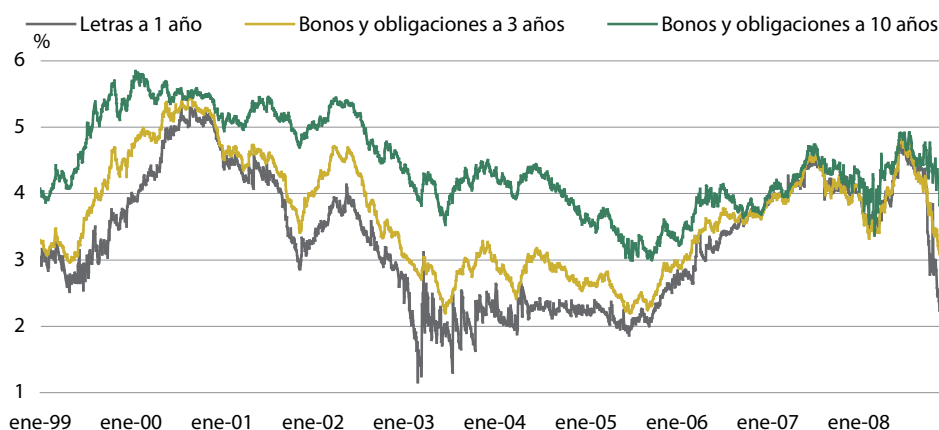
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta 15 de diciembre.

1. Media simple.

La evolución de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo fue similar a la de la renta fija privada, es decir se produjeron descensos en los dos últimos trimestres del año, más intensos en los plazos más cortos (y, por tanto, también aumentó la pendiente de la curva). A pesar de esta caída, los tipos de interés de la deuda pública española disminuyeron menos que los tipos de deuda pública de referencia de la zona euro, lo que refleja un incremento de la percepción del riesgo país y un trasvase hacia el mercado que se ha considerado históricamente como refugio; este hecho es compartido por otras economías europeas. En esta misma dirección apunta la información procedente del CDS a cinco años sobre el bono español, que cotizaba por encima de los 100 puntos básicos a mediados de diciembre (frente a un intervalo de entre 30 y 50 puntos a lo largo de 2008 hasta septiembre).

## Rentabilidades de la deuda pública española <sup>1</sup>

GRÁFICO 8

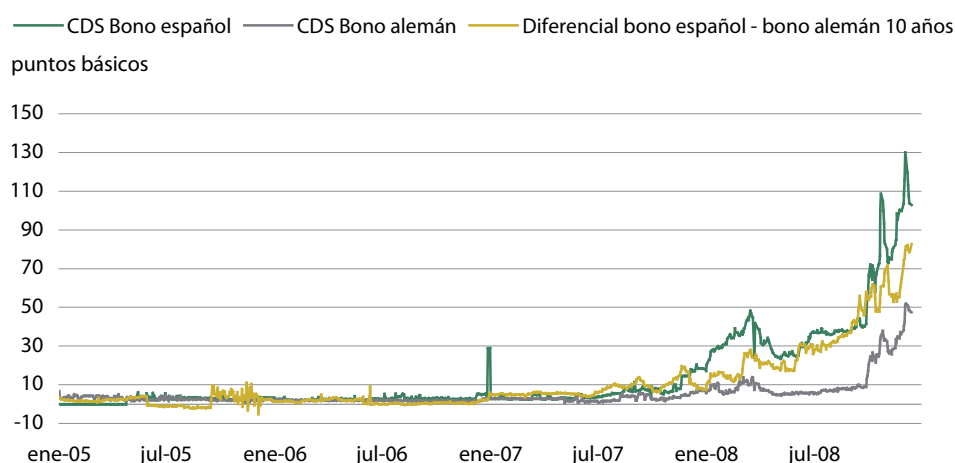


Fuente: Thomson Datastream.

1. Datos hasta el 15 de diciembre.

## Prima de riesgo de la deuda pública española<sup>1</sup>

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream.

1. Datos hasta el 15 de diciembre.

La escasez de emisiones de renta fija registradas en la CNMV confirma la atonía de los mercados primarios de este tipo de instrumentos. El volumen total de las emisiones en 2008 (a falta de los datos del último mes) ascendió a 427.000 millones de euros, notablemente por debajo de los 648.000 millones de euros de 2007. Los descensos interanuales más pronunciados tuvieron lugar en las emisiones de bonos y obligaciones no convertibles, que en el segundo trimestre habían mostrado una tímida recuperación, y en la emisión de cédulas, sobre todo territoriales. No obstante, en los datos del cuarto trimestre de 2008 se observó una recuperación de las emisiones de bonos de titulización de activos, cuyo volumen quedó cerca de los 40.000 millones de euros, casi la mitad de lo emitido en dicho trimestre. Dentro de este conjunto aumentó la importancia de las emisiones de bonos de titulización con mejor *rating*

(AAA y AA) desde el 90,7% hasta el 94,5% del total en detrimento de las emisiones con *rating* inferior a BBB (véase cuadro 15).

El endurecimiento de las condiciones de financiación para las entidades, derivado de la crisis financiera y del propio entorno macroeconómico nacional, ha cambiado sustancialmente la estructura general de financiación de las entidades en los últimos dos años. El descenso de las emisiones de bonos y obligaciones simples se ha visto sustituido por emisiones a corto plazo a través de pagarés, cuya importancia relativa ha aumentado desde el 64% hasta el 67% en los dos últimos años, y por emisiones de bonos de titulización, cuya importancia relativa ha pasado del 17% al 27% en este mismo periodo. La evolución del mercado primario de renta fija en los próximos meses será relevante para comprobar si las diversas medidas aprobadas por el gobierno y los descensos de tipos de interés en el mercado interbancario se han traducido en una mejora de las posibilidades de financiación de las entidades y, por tanto, en aumentos de los volúmenes emitidos.

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

CUADRO 14

	2005	2006	2007	2007		2008		
				IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	414.254	523.131	648.757	154.568	117.527	134.468	90.554	84.619
Cédulas hipotecarias	35.560	44.250	24.696	2.525	1.250	10.120	1.685	945
Cedulas territoriales	1.775	5.150	5.060	110	1.020	0	0	800
Bonos y obligaciones no convertibles	41.907	46.688	27.416	257	604	3.744	4.215	1.239
Bonos y obligaciones convertibles/ canjeables	163	68	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	69.044	91.608	141.627	52.819	28.657	34.386	11.736	39.617
Tramo nacional	28.746	30.886	94.049	51.309	28.657	32.993	10.607	39.617
Tramo internacional	40.298	60.722	47.578	1.510	0	1.393	1.129	0
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	264.360	334.457	442.433	98.857	85.900	86.118	72.868	42.018
De titulización	2.768	1.993	465	85	133	48	94	43
Resto de pagarés	261.592	332.464	441.969	98.772	85.767	86.070	72.774	41.975
Otras emisiones de renta fija	89	0	7.300	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	1.356	911	225	0	96	100	50	0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	11.079	27.361	47.158	16.197	2.313	1.945	1.575	3.852
Emisiones aseguradas	94.368	92.213	121.608	32.702	6.534	7.573	2.115	4.215

Fuente: CNMV.

1. Incorpora los importes de las emisiones admitidas a negociación sin publicar folletos de emisión.
2. Datos disponibles: 30 de noviembre de 2008.
3. Las cifras de emisión de pagarés de empresa corresponden a los importes colocados.

% s/total, salvo otra indicación	2007			2008			
	II	III	IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>
Importe (millones de euros)	31.518	17.898	52.819	28.657	34.386	11.736	39.617
Porcentaje	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>Investment grade</i>							
AAA	94,6	92,9	93,7	93,7	94,2	90,1	92,3
AA	0,6	0,7	0,9	1,3	0,3	0,6	2,2
A	2,5	2,9	1,9	1,6	2,8	5,0	2,3
BBB	1,4	1,9	2,0	1,5	1,6	2,4	2,4
<i>Speculative grade</i>							
<BBB	0,9	1,5	1,5	1,9	1,0	1,9	0,8

Fuente: CNMV.

1. Incluye los bonos de titulización hipotecaria y los bonos de titulización no hipotecaria.
2. Datos hasta el 30 de noviembre.

## 4 Mercados de renta variable en España

### 4.1 Precios

El comportamiento de los precios de la renta variable española fue similar al del resto de plazas europeas en el tercer y cuarto trimestres del año. En el mercado nacional, a la crisis de confianza sobre la sostenibilidad del sistema financiero se unió un periodo de profunda desaceleración económica que propició fuertes rebajas en los beneficios previstos de las empresas, dando lugar a caídas abruptas en los precios de casi todos los índices y sectores de referencia.

Así, el Ibex 35, que había cedido cerca de un 9% en el tercer trimestre de 2008, volvió a descender en torno a un 18% en lo que va de cuarto trimestre, unas tasas similares a las de otras bolsas europeas, que dejan el descenso acumulado del año en el 40,6%. Este es el mayor descenso anual del Ibex 35<sup>5</sup> en toda su historia. Su nivel ha retornado al del último trimestre de 2004. Otros índices de renta variable nacional mostraron caídas similares y, en algunos casos, superiores. De este modo, los índices de las sociedades de mediana y pequeña capitalización cedieron más de un 45% y 54% respectivamente en el conjunto del año (un 49% y un 57% respectivamente en términos interanuales). Finalmente, los índices FTSE Latibex, que habían aguantado relativamente bien en el primer semestre del año, acabaron mostrando unas pérdidas tan elevadas en el segundo semestre del año (véase cuadro 16) que la caída acumulada en el conjunto de 2008 alcanzó el 49% en el caso del FTSE Latibex All-Share y el 42% en el caso del FTSE Latibex Top.

Este fuerte descenso de los precios vino acompañado de un pronunciado incremento de la variabilidad de los precios de la renta variable, es decir, de su volatilidad, que marcó máximos respecto a la última década (véase gráfico 9). La volatilidad implícita *at the Money* (ATM) del primer vencimiento de las opciones sobre el Ibex 35 tuvo un promedio del 63,3% en el cuarto trimestre frente al 31,2%, 23,0% y 31,3% de los tres primeros y un promedio desde enero de 1999 del 23%. Los incrementos de la

5 El segundo descenso interanual más pronunciado tuvo lugar en septiembre de 2001 (-39,8%).

volatilidad de los precios de la renta variable son habituales en periodos de fuerte desconfianza o de incremento de la aversión al riesgo de los agentes, como ha sido el caso. No obstante, cabe señalar que tras los máximos alcanzados a mediados de octubre (superiores al 100%), la volatilidad implícita ha descendido hasta niveles cercanos al 50%.

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

CUADRO 16

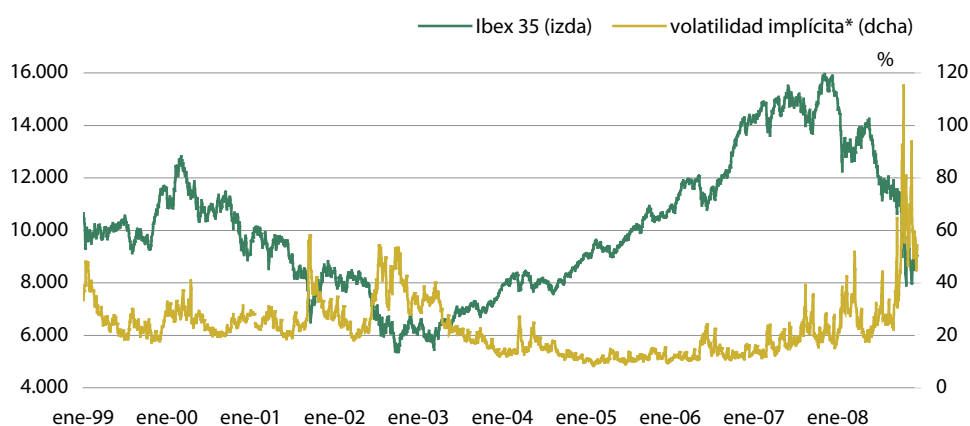
	2004	2005	2006	2007	I 08 <sup>1</sup>	II 08 <sup>1</sup>	III 08 <sup>1</sup>	IV 08 (hasta 15 de dic.)		
								% s/trim.		% inter-
								ant.	% s/dic	anual
Ibex-35	17,4	18,2	31,8	7,3	-12,6	-9,2	-8,8	-17,9	-40,6	-42,1
Madrid	18,7	20,6	34,5	5,6	-12,4	-9,8	-9,5	-18,2	-41,5	-43,1
Ibex Medium Cap	25,1	37,1	42,1	-10,4	-9,8	-15,0	-14,5	-16,8	-45,4	-48,9
Ibex Small Cap	22,4	42,5	54,4	-5,4	-13,6	-11,6	-23,1	-21,7	-54,0	-57,4
FTSE Latibex All-Share	31,0	83,9	23,8	57,8	-10,5	14,5	-27,7	-31,4	-49,2	-48,6
FTSE Latibex Top	28,1	77,9	18,2	33,7	-6,2	15,8	-25,3	-28,3	-41,8	-42,0

Fuente: Thomson Datastream.

1. Variación sobre el trimestre anterior.

### Evolución del Ibex 35 y de la volatilidad implícita

GRÁFICO 10



Fuente: Thomson Datastream y MEFF.

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

Ningún sector<sup>6</sup> presentó ganancias en el segundo semestre del ejercicio ni tampoco en el conjunto del año. Los mayores descensos fueron protagonizados por las entidades bancarias. La cotización del sector (véase cuadro 17) cayó cerca de un 29% en el cuarto trimestre de 2008, lo que dejó la pérdida acumulada del ejercicio por encima del 50%. Los dos bancos de mayor tamaño del país mostraron caídas de este orden y fueron responsables de más de la mitad de la caída del IGBM en el cuarto trimestre de 2008.

Otros sectores que presentaron una evolución especialmente desfavorable fueron las sociedades inmobiliarias y de la construcción. Las primeras acumularon en el año un descenso en sus precios del 64% y las segundas de un 49%. El sector del petróleo y la energía, aunque ligeramente mejor que el índice general del mercado, mostró una caída del 37,5% en el conjunto del año.

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

El sector que experimentó mejor comportamiento relativo fue, como en años anteriores, el de la tecnología y las telecomunicaciones, que actúa como un sector refugio. La caída fue del 4,5% en el cuarto trimestre del año (y del 28% en 2008). Finalmente, el sector de bienes de consumo, cuyas caídas trimestrales han sido inferiores a las del mercado, experimentó a lo largo del año un descenso del 24%.

### Rentabilidad sectorial y de los principales valores<sup>1</sup> de la Bolsa de Madrid CUADRO 17

	ponderación <sup>2</sup>	2007	I 08	II 08	III 08	2008- dic <sup>3</sup>		
						% trim	% s/dic 07	% anual
<b>Servicios financieros e inmobiliarios</b>	<b>40,55</b>	<b>-5,5</b>	<b>-13,8</b>	<b>-13,0</b>	<b>-8,2</b>	<b>-27,8</b>	<b>-50,2</b>	<b>-51,1</b>
Inmobiliarias y otros	0,55	-40,6	-12,2	-26,1	-28,7	-21,3	-63,6	-66,9
Banca	37,33	-3,6	-13,8	-12,3	-7,5	-28,8	-50,2	-50,9
BBVA	12,08	-8,1	-16,8	-12,8	-5,8	-26,5	-49,8	-51,0
Santander	19,33	4,6	-14,7	-7,5	-10,0	-33,2	-52,6	-52,2
<b>Petróleo y energía</b>	<b>21,79</b>	<b>13,0</b>	<b>-8,0</b>	<b>-5,5</b>	<b>-14,3</b>	<b>-16,2</b>	<b>-37,5</b>	<b>-39,1</b>
Iberdrola	9,00	25,6	-5,6	-13,3	-16,1	-19,5	-44,7	-45,9
Repsol YPF	4,86	-6,9	-10,3	14,5	-16,5	-28,7	-38,8	-40,7
<b>Mat. básicos, industria y construcción</b>	<b>9,64</b>	<b>-3,2</b>	<b>-11,3</b>	<b>-7,4</b>	<b>-22,8</b>	<b>-21,4</b>	<b>-50,2</b>	<b>-53,2</b>
Construcción	4,71	-10,1	-13,9	-11,7	-21,9	-13,7	-48,8	-52,3
<b>Tecnología y telecomunicaciones</b>	<b>19,98</b>	<b>34,3</b>	<b>-17,7</b>	<b>-7,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-4,5</b>	<b>-28,0</b>	<b>-29,5</b>
Telefónica	19,21	37,8	-18,1	-7,3	-0,5	-4,5	-27,8	-29,0
<b>Bienes de consumo</b>	<b>4,69</b>	<b>6,1</b>	<b>-4,9</b>	<b>-5,9</b>	<b>-8,1</b>	<b>-7,4</b>	<b>-23,9</b>	<b>-27,7</b>
<b>Servicios de consumo</b>	<b>3,34</b>	<b>-8,0</b>	<b>-8,9</b>	<b>-23,6</b>	<b>-7,5</b>	<b>-11,6</b>	<b>-43,1</b>	<b>-45,5</b>

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 julio de 2008.
3. Datos hasta el 15 de diciembre. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 30 de septiembre y el 15 de diciembre de 2008.

### Valores con mayor impacto en la variación del IGBM<sup>1</sup> CUADRO 18

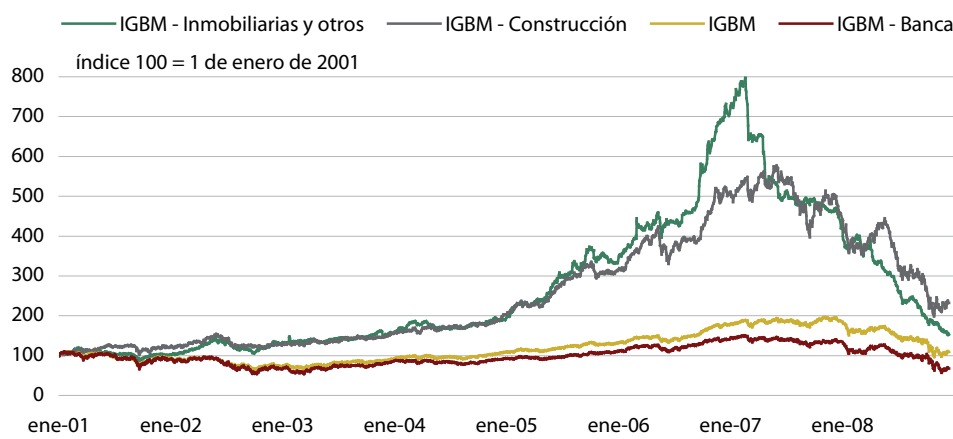
Valor	Sector	2008- dic <sup>2</sup>	
		% trim	% s/dic 07
<b>Con impacto positivo</b>			
-	-	-	-
<b>Con impacto negativo</b>			
SANTANDER	Servicios financieros e inmobiliarios	-6,42	-10,16
BBVA	Servicios financieros e inmobiliarios	-3,20	-6,01
IBERDROLA	Petróleo y Energía	-1,75	-4,03
REPSOL YPF	Petróleo y Energía	-1,39	-1,89
TELEFÓNICA	Tecnología y telecomunicaciones	-0,86	-5,34
BANCO POPULAR ESPAÑOL	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,74	-1,26
GAMESA	Mat. básicos, industria y construcción	-0,64	-0,83
GAS NATURAL SDG	Petróleo y Energía	-0,45	-0,91
ACCIONA	Mat. básicos, industria y construcción	-0,27	-0,78
GRUPO FERROVIAL	Mat. básicos, industria y construcción	-0,25	-0,41
ARCELORMITTAL	Mat. básicos, industria y construcción	-0,24	-0,32
GRIFOLS	Bienes de consumo	-0,23	-0,15
TÉCNICAS REUNIDAS	Mat. básicos, industria y construcción	-0,18	-0,27
CRITERIA CAIXACORP	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,18	-0,47
SACYR VALLEHERMOSO	Mat. básicos, industria y construcción	-0,16	-0,32

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

1. Se recogen los valores que mayor impacto (igual o superior a 0,15 puntos porcentuales) tuvieron en la variación trimestral del IGBM.
2. Datos hasta el 15 de diciembre.

## Evolución de la rentabilidad de Inmobiliarias y otros. Construcción y Banca <sup>1</sup>

GRÁFICO 11



Fuente: Bolsa de Madrid.

1. Datos hasta el 15 de diciembre.

En el cuadro 19 se muestra una segmentación de empresas del IGBM según la rentabilidad obtenida en el trimestre correspondiente. En el periodo actual de turbulencias en los mercados financieros, el número de entidades con rentabilidad negativa aumentó hasta el 87% en el cuarto trimestre del año.

## Rangos de rentabilidad de las empresas del IGBM

CUADRO 19

% s/ total empresas del IGBM	IV 07	I 08	II 08	III 08	IV 08 <sup>1</sup>
≥ 25%	0,0	0,0	0,8	0,8	2,3
Del 10% hasta el 25%	7,9	3,0	6,0	5,3	1,5
Del 0% hasta el 10%	19,7	20,0	15,0	7,6	9,2
≤ 0%	72,4	77,0	78,2	86,4	87,0
<b>Pro-memoria: nº total de empresas</b>					
	127	135	133	132	131

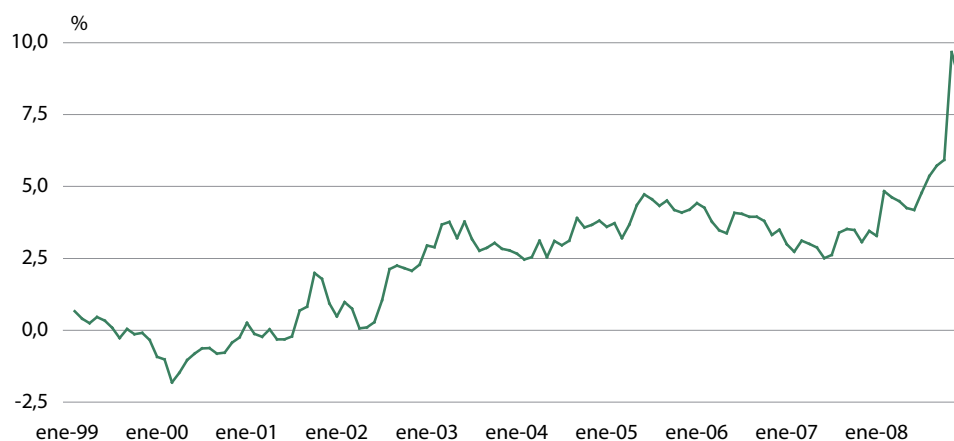
Fuente: Thomson Datastream.

1. Datos hasta el 15 de diciembre.

La ratio precio sobre beneficios del Ibx 35 volvió a registrar un nuevo descenso en el cuarto trimestre de 2008 (véase cuadro 10), desde niveles en promedio de 9,6 en septiembre hasta el 8,2, en línea con el descenso acusado de los precios. No obstante, el PER de la bolsa española sigue siendo de los más elevados entre las bolsas europeas de referencia.

El *earning yield gap* <sup>7</sup> (indicador de la prima de riesgo de los activos de renta variable sobre la deuda pública a largo plazo) mostró un crecimiento muy elevado en el cuarto trimestre del año, como consecuencia tanto de las caídas de precios como del descenso de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo. El último valor estimado superó el 8,5%, muy por encima de la media observada desde 1999 (2,4%).

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



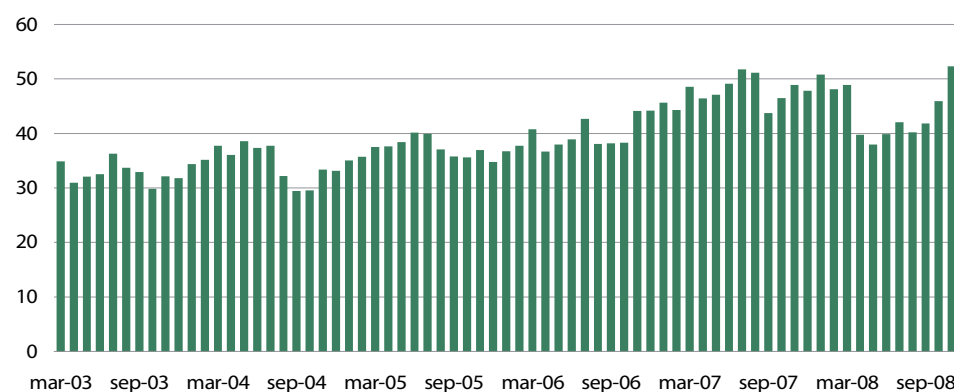
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

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

## 4.2 Actividad: contratación y liquidez

La contratación del mercado bursátil español, que había descendido notablemente en los dos primeros trimestres de 2008, se estabilizó en la segunda mitad del año e, incluso, aumentó ligeramente en los últimos meses en promedio diario (véase cuadro 20). Así, la contratación media diaria del cuarto trimestre de 2008 ascendió a 4.476 millones de euros, ligeramente por encima de los 4.359 millones de promedio diario en el tercer trimestre. Con la sustancial caída de los precios que se ha producido en este último periodo, se puede concluir que el volumen de contratación ha crecido significativamente, como lo ratifica el crecimiento de la ratio de rotación, que se calcula como el cociente entre la contratación y la capitalización (en el mercado continuo).

## Rotación<sup>1</sup> del mercado bursátil español<sup>2</sup>



Fuente: CNMV.

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

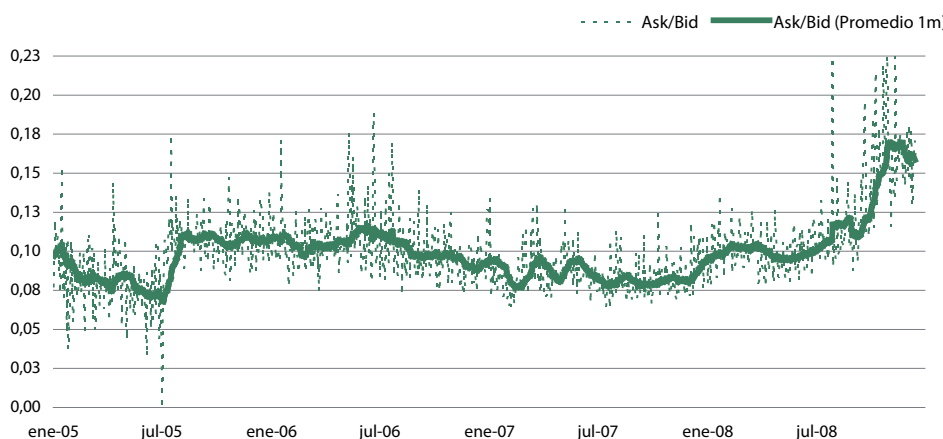
2. Datos hasta noviembre.



Respecto a las condiciones de liquidez del mercado de renta variable español, el *spread bid ask* fue empeorando a lo largo del año hasta alcanzar niveles máximos en el último trimestre (véase gráfico 14), cuando el promedio de los datos de un mes quedó cerca del 0,18% (frente a valores promedio cercanos al 0,08% a lo largo de 2007). A pesar de este comportamiento, se percibe una cierta mejoría en el mismo en los últimos días del último trimestre.

**Indicador de liquidez (*spread bid-ask*, %) del Ibex-35<sup>1</sup>**

GRÁFICO 14



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1. Datos hasta el 15 de diciembre.

**Contratación en el mercado bursátil español**

CUADRO 20

Importes en millones de euros

	2005	2006	2007	IV 07	I 08	II 08	III 08	IV 08 <sup>1</sup>
<b>Total bolsas</b>	<b>854.145</b>	<b>1.154.294</b>	<b>1.667.219</b>	<b>434.823</b>	<b>383.254</b>	<b>258.023</b>	<b>287.680</b>	<b>192.467</b>
Mercado continuo	847.664	1.146.390	1.658.019	432.081	380.935	256.454	286.063	190.818
Corros	5.899	5.318	1.154	274	44	23	65	14
de los que SICAV <sup>2</sup>	4.864	3.980	362	15	6	2	7	7
MAB <sup>3</sup>	-	1.814	6.985	2.240	1.966	1.376	1.406	1.558
Segundo Mercado	26	49	193	12	3	18	10	0
Latibex	557	723	868	216	306	153	136	77
<b>Pro-memoria: contratación de no residentes (% s/ total bolsas)</b>								
	57,1	58,2	61,6	62,3	nd	nd	nd	nd

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1. Datos acumulados hasta el 30 de 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.



## II Informes y análisis



# **Evolución económica financiera de las empresas cotizadas en el primer semestre de 2008**

**Belén de Anta y Carolina Moral (\*)**

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



# 1 Introducción

La finalidad de este artículo es analizar las principales magnitudes de la información pública<sup>1</sup> que los emisores han comunicado a la CNMV referida al primer semestre de 2008.

Dicha información se refiere a los resultados, posición financiera, flujos de efectivo, número de empleados y dividendos distribuidos. Las entidades analizadas, que ascienden a 188, pertenecen a los siguientes sectores: energía (14 entidades); comercio y servicios (41 entidades); construcción e inmobiliario (28 entidades); industria (51 entidades); bancos (12 entidades); cajas de ahorro (36 entidades); otras entidades financieras (3 entidades); y entidades de seguros (3 entidades).

El análisis tiene en cuenta las siguientes consideraciones:

- Los datos analizados se obtienen de los informes financieros periódicos<sup>2</sup>, consolidados o individuales<sup>3</sup>, remitidos a la CNMV por los emisores de acciones e instrumentos de deuda<sup>4</sup> cotizados en un mercado regulado español, cuando España sea Estado miembro de origen.
- El 37,7% de las cuentas anuales resumidas publicadas en el primer semestre del 2008 incluyen opinión de auditoría o revisión limitada<sup>5</sup>, porcentaje que se eleva hasta el 64,7% si se consideran únicamente las entidades del IBEX 35.
- Las cifras agregadas excluyen a los emisores dependientes de grupos cotizados. Sin embargo, los datos por ramas de actividad los incluyen cuando desarrollan su actividad en un sector distinto al de su sociedad dominante.
- Los datos de periodos distintos al fijado en el alcance se han extraído de una muestra representativa de las entidades cotizadas en cada momento.

En la sección 2 de este artículo se analiza la evolución, desde el año 2005, del importe neto de la cifra de negocios; en las secciones 3 y 4 el comportamiento de los resultados y la rentabilidad del patrimonio y de las inversiones, respectivamente; la sección 5 se refiere al endeudamiento de las entidades no financieras; las secciones 6, 7 y 8

---

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

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

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

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

5 De conformidad con lo establecido en el artículo 14 del Real Decreto 1362/2007.

recogen la evolución, respecto del mismo periodo de ejercicio anterior, de los flujos de efectivo, la plantilla y los dividendos distribuidos, respectivamente. Finalmente la sección 9 resume las principales conclusiones.

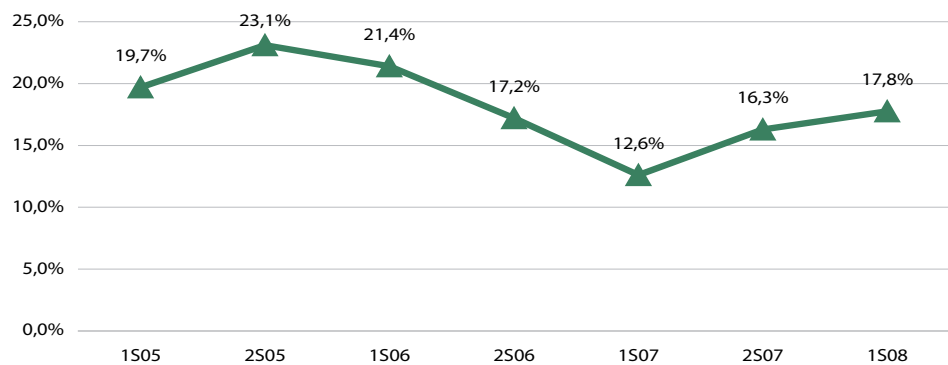
## 2 Importe neto de la cifra de negocios

En el gráfico 1 se muestran las tasas de variación interanuales del importe neto de la cifra de negocios<sup>6</sup> para el periodo comprendido entre el primer semestre de 2005 y el primer semestre de 2008.

Como se observa, en el primer semestre de 2008 la tasa de variación se situó en el 17,8% debido, principalmente, a la evolución positiva del sector energético. Excluyendo las empresas de este sector dicha tasa hubiera descendido hasta el 13,5%. Esta tendencia se ha mantenido en el tercer trimestre del 2008, con una tasa de variación aproximada del 13,6%.

Tasas de variación importe neto cifra de negocios

GRÁFICO 1



Fuente: Elaboración propia.

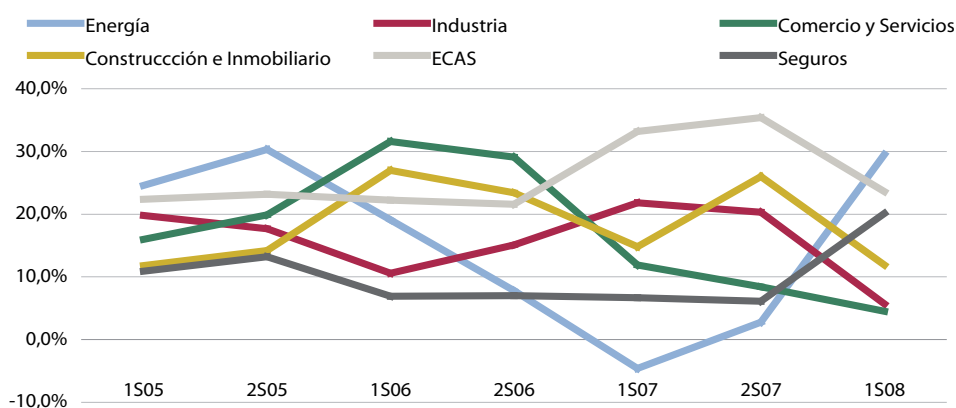
En el gráfico 2 se presenta la evolución de la cifra de negocios para las distintas ramas de actividad.

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



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

GRÁFICO 2



Fuente: Elaboración propia.

Tal y como se aprecia, la evolución ha sido desigual entre los distintos sectores:

- Energía. El importe neto de la cifra de negocios se ha incrementado un 29,5%. En esta evolución han influido:
  - La consolidación de sociedades significativas, que no lo fueron íntegramente en el primer semestre de 2007 por haber sido adquiridas a finales del mencionado periodo.
  - El coste de aprovisionamiento es un condicionante principal de las ventas. En este caso es especialmente importante la evolución del precio medio del petróleo, que ha pasado de 63,2 dólares el barril de Brent en el primer semestre de 2007 a 138,86 dólares el barril de Brent a 30 de junio de 2008. Sin embargo, este efecto se ha visto compensado por la depreciación paulatina del dólar, desde un 1,34 \$/€ en el primer semestre de 2007 a 1,56\$/€ al cierre del primer semestre de 2008.
- Industria. En el primer semestre del ejercicio 2008 la tasa de crecimiento ha sido de un 5,7%. Dicha tasa es muy inferior a la registrada en periodos anteriores, ya que en 2007 se alcanzaron tasas superiores al 20%. Este dato pone de manifiesto la desaceleración que está registrando la actividad industrial.
- Comercio y servicios. En este sector, el importe neto de la cifra de negocios ha experimentado en el primer semestre de 2008 un crecimiento aproximado del 4,5%, lo que implica que se mantiene la tendencia iniciada en el primer semestre de 2007.
- Construcción e inmobiliario. El crecimiento del 11,9% de la cifra de negocios se ha debido fundamentalmente a la consolidación por primera vez de la participación en empresas del sector energético. Excluido este impacto, se pone de manifiesto una reducción significativa de su nivel de actividad, ya que su tasa de variación queda en un 4,3%.
- Entidades de crédito. El importe de ingresos por intereses y rendimientos asimilados registrado por las entidades de crédito, durante el primer semestre del ejercicio 2008, aumentó un 23,4% respecto al mismo periodo del año anterior.

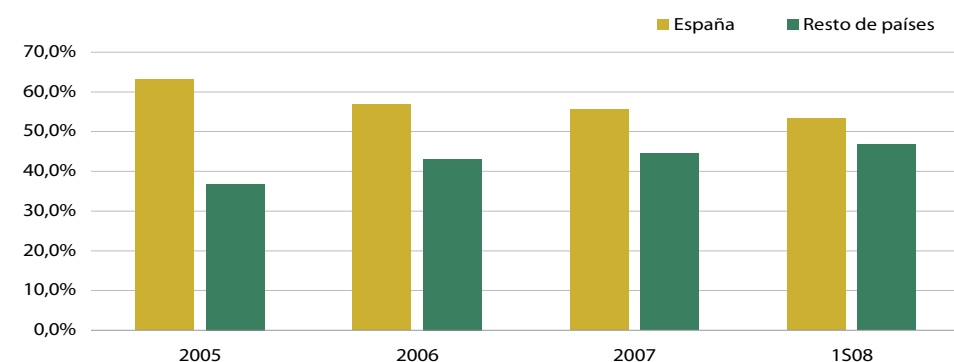
Este incremento es muy inferior al de periodos anteriores debido al efecto combinado de la evolución alcista de los tipos de interés<sup>7</sup> y al incremento más moderado del volumen de negocio, como consecuencia de la crisis financiera y la desaceleración económica. Este cambio de tendencia, que ya se observaba en las cajas de ahorro en el segundo semestre de 2007 cuando el sector inmobiliario nacional empezó a mostrar un enfriamiento, alcanza a los bancos en el primer semestre de 2008.

- Empresas seguros. Aumento del volumen de negocios de en torno al 20% respecto al mismo periodo del año anterior, tanto en la rama “vida” como en la “no vida”.

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

Como se puede apreciar, en el ejercicio 2006 se incrementa de forma significativa el peso relativo de las ventas generadas fuera del territorio nacional, debido a la adquisición de entidades extranjeras y, en menor medida, a la constitución y desarrollo de empresas o negocios (concesiones de autopistas, etc.) en los mercados exteriores. En los periodos posteriores, el porcentaje de las ventas que se genera en el extranjero se ha mantenido estable, con una ligera tendencia ascendente.

**Distribución geográfica importe neto cifra de negocios** GRÁFICO 3



Fuente: Elaboración propia.

En el cuadro 1 se recoge la distribución geográfica del importe neto de la cifra de negocios para las distintas ramas de actividad de las entidades no financieras.

**Distribución geográfica importe neto cifra de negocios por ramas de actividad** CUADRO 1

		2005	2006	2007	1S 2008
<b>Energía</b>	<b>España</b>	<b>67,3%</b>	<b>62,2%</b>	<b>60,5%</b>	<b>56,6%</b>
	Resto de países	32,7%	37,8%	39,5%	43,4%
<b>Industria</b>	<b>España</b>	<b>43,8%</b>	<b>40,2%</b>	<b>39,4%</b>	<b>41,7%</b>
	Resto de países	56,2%	59,8%	60,6%	58,3%
<b>Comercio y servicios</b>	<b>España</b>	<b>59,7%</b>	<b>49,8%</b>	<b>49,4%</b>	<b>46,6%</b>
	Resto de países	40,3%	50,2%	50,6%	53,4%
<b>Construcción e inmobiliario</b>	<b>España</b>	<b>76,9%</b>	<b>71,1%</b>	<b>68,1%</b>	<b>64,3%</b>
	Resto de países	23,1%	28,9%	31,9%	35,7%

Fuente: Elaboración propia.

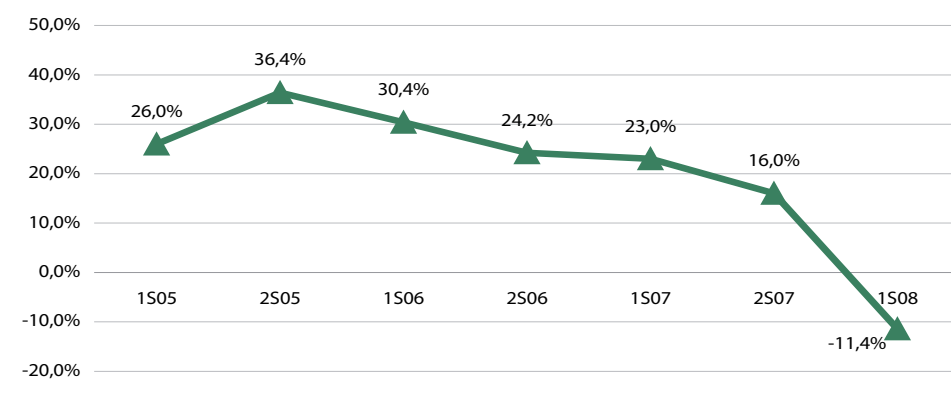
7 El Euríbor a un año se situaba en junio de 2007 en el 4,51%, mientras que en junio de 2008 alcanzaba el 5,36% (Fuente: Banco de España).

### 3 Resultados

El gráfico 4 muestra las tasas de variación interanuales de los resultados antes de impuestos de las actividades continuadas desde el primer semestre del año 2005. Se observa desde el primer semestre de 2006 una disminución progresiva de las tasas de variación de esta magnitud, que se ha acelerado significativamente en el primer semestre de 2008 con un descenso del 11,4%.

Tasas de variación resultados antes de impuestos

GRÁFICO 4

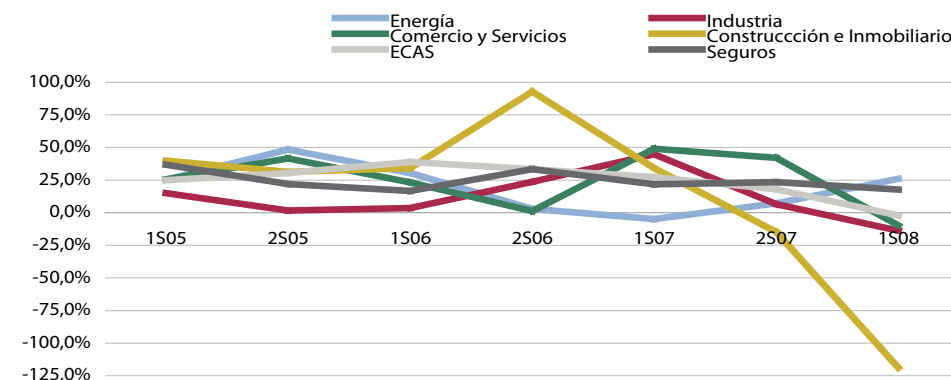


Fuente: Elaboración propia.

En el gráfico 5 se recoge la evolución de esta magnitud para las distintas ramas de actividad. Tres de las seis ramas de actividad muestran caídas en sus resultados, especialmente intensa en el caso del sector de la construcción e inmobiliario, con una tasa negativa del 118,9 % y 817 millones de pérdidas, frente a unos beneficios de 5.959 millones en el primer semestre de 2007. Sólo el sector de la energía registra una mejora en sus resultados, con un aumento del 25,9%, motivado por la obtención de plusvalías no recurrentes. Los resultados de las entidades de seguros se mantienen respecto al mismo periodo del año anterior y los de las entidades de crédito disminuyen ligeramente.

Tasas de variación resultados antes de impuestos por ramas de actividad

GRÁFICO 5



Fuente: Elaboración propia.

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

### EBITDA, EBIT y resultado del ejercicio

CUADRO 2

Millones de euros	EBITDA		EBIT		RDO EJERCICIO	
	Importe	% Var.	Importe	% Var.	Importe	% Var.
<b>Energía</b>	16.148	14,57%	11.648	18,49%	13.086	99,45%
<b>Industria</b>	3.713	-3,53%	2.597	-9,48%	1.788	-4,89%
<b>Comercio y servicios</b>	15.435	-0,86%	9.570	0,03%	5.770	-8,05%
<b>Construcción e inmobiliario</b>	4.337	-44,45%	2.193	-63,68%	-817	-113,62%
<b>Entidades de crédito</b>					15.020	0,4%
<b>Entidades de seguros</b>					729	21,5%

Fuente: elaboración propia.

Por sectores, los hechos más destacados son los siguientes:

- Energía. El resultado de explotación se han incrementado un 18,5%. Esta tasa de variación es inferior al incremento de la cifra de negocios (29,5%), lo que se explica por el aumento de los costes de aprovisionamiento relacionados con el precio del petróleo.

La carga financiera neta aumentó un 14,3%. A pesar de ello, el resultado antes de impuestos se incrementó un 25,9% como consecuencia de los beneficios por enajenación de instrumentos financieros (758 millones de euros, frente a 191 millones de euros en el primer semestre de 2007).

El resultado del ejercicio se incrementó un 99,5%, principalmente por los resultados procedentes de operaciones interrumpidas. Excluyendo dicho impacto el incremento hubiera sido del 31,2%.

- Industria. La desaceleración registrada por la economía española durante el primer semestre de 2008 ha afectado especialmente a las empresas de este sector. A pesar del incremento de la cifra de negocios, el resultado de explotación ha disminuido un 9,5% debido al aumento de los costes de aprovisionamiento de materias primas y del precio de la energía, así como por los costes de amortización.

El resultado del ejercicio ha disminuido, pero menos que el resultado de explotación gracias a la reducción de la carga impositiva y al incremento de los resultados obtenidos de operaciones interrumpidas.

- Comercio y servicios. El resultado del ejercicio de esta rama de actividad disminuyó un 8%, aún cuando el EBIT y el EBITDA se mantenían en línea con el primer semestre de 2007, debido al aumento de los gastos financieros (14,7%) derivado del incremento del nivel de endeudamiento.
- Construcción e inmobiliario. Es el sector más afectado por la desaceleración económica. El EBITDA y el EBIT agregados han disminuido un 44,4% y un 63,7%, respectivamente, y el resultado del ejercicio es negativo por importe de 817 millones de euros. Esta evolución no ha sido homogénea entre las diversas empresas constructoras e inmobiliarias.

El EBITDA, el EBIT y el resultado del primer semestre de 2008 de las empresas inmobiliarias han sido negativos por importe de 1.795, 1.823 y 2.744 millones de euros, respectivamente. Esta situación refleja:

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

En consecuencia, también las empresas constructoras registraron una disminución del 49,4% en sus resultados del ejercicio debido a su exposición al mercado inmobiliario (por la consolidación de empresas de este sector), al incremento de las pérdidas registradas por deterioro y enajenación del inmovilizado (426 millones de euros) y a las minusvalías de sus instrumentos financieros (221 millones de euros, frente a 152 millones de euros de plusvalías en el primer semestre de 2007).

- Entidades de crédito. El incremento del coste de la financiación, debido a las mayores dificultades existentes para la captación de recursos, y la desaceleración del crédito, a causa de la situación económica, inciden directamente sobre el margen de intereses, que crece un 13,6% en el primer semestre del ejercicio 2008, muy inferior al 22% alcanzado en el segundo semestre del ejercicio 2007.

En el primer semestre del ejercicio 2008 el conjunto de las entidades financieras ha tenido que hacer frente a elevadas dotaciones de provisiones para cubrir el incremento de la morosidad, circunstancia que ha deteriorado significativamente el resultado de la actividad de explotación. Las pérdidas por deterioro de activos de cajas y bancos, en el primer semestre del ejercicio 2008 respecto al mismo periodo del ejercicio 2007, han aumentado (63,8% y 61%) hasta absorber el 21% y 15%, respectivamente, del margen bruto.

- Entidades de seguros. Incrementado su resultado después de impuestos en un 21,5% respecto al primer semestre de 2007, en línea con el crecimiento del importe neto de la cifra de negocios, debido a:
  - la emisión de seguros de ahorro y, de forma significativa, a la consolidación contable de las sociedades especializadas en el ramo "vida"; y
  - la contención de los gastos operativos que ha permitido compensar el aumento de la siniestralidad en el ramo "no vida".

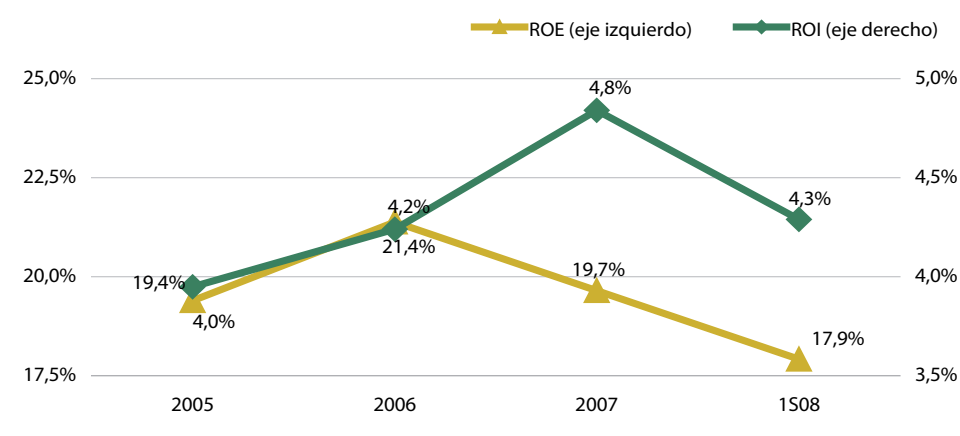
Con la información disponible en el tercer trimestre de 2008, publicada por las principales entidades de la muestra, se observa que a nivel agregado se ha atenuado ligeramente la tendencia del primer semestre con una disminución del resultado de explotación, en un 3%, con relación al mismo periodo del año anterior.

## 4 Rentabilidad del capital y de las inversiones

En el gráfico 6 se muestra la evolución<sup>8</sup> del ROE (rentabilidad sobre el patrimonio) y el ROI (rentabilidad sobre las inversiones) desde el ejercicio 2005. Tal y como se observa, la disminución de los resultados agregados ha motivado una caída de ambos indicadores, situándose el ROE en niveles inferiores al 2005 y el ROI en niveles similares al 2006.

ROE y ROI

GRÁFICO 6



Fuente: Elaboración propia.

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

Las empresas de los sectores industrial, constructor e inmobiliario mantienen la tendencia iniciada en el 2007 con un empeoramiento de ambas ratios, especialmente el sector de la construcción e inmobiliario, donde el ROE toma valores negativos por las pérdidas obtenidas en el primer semestre del 2008 y el ROI se sitúa por debajo del coste de la deuda.

El descenso del ROE de las entidades financieras se debe a la incorporación a la muestra de las entidades de crédito emisoras de valores de renta fija, que no tenían obligación de remitir información periódica en el ejercicio 2007 y anteriores. Excluyendo estas entidades, el ROE ascendería a 19,2%, en línea con los periodos anteriores.

Sin embargo, el sector de energía incrementa tanto la rentabilidad del capital como de las inversiones debido a la obtención de beneficios no recurrentes que representan un 37% del resultado obtenido en el primer semestre de 2008.

8 Para la realización de este análisis no se han tenido en cuenta las entidades de seguros cuyo resultado del ejercicio supone un 2,3% del resultado total de la muestra.

## ROE

CUADRO 3

	2005	2006	2007	1s 2008
<b>Energía</b>	20,6%	18,6%	15,9%	27,9%
<b>Industria</b>	16,0%	20,6%	17,7%	16,0%
<b>Comercio y servicios</b>	25,4%	27,6%	32,4%	20,5%
<b>Construcción e inmobiliario</b>	19,4%	29,8%	18,3%	-3,6%
<b>Entidades de crédito</b>	17,2%	19,1%	19,1%	16,7%
<b>TOTAL</b>	<b>19,4%</b>	<b>21,4%</b>	<b>19,7%</b>	<b>17,9%</b>

Fuente: Elaboración propia.

## ROI

CUADRO 4

	2005	2006	2007	1s 2008
<b>Energía</b>	10,2%	9,6%	9,1%	14,7%
<b>Industria</b>	9,0%	11,6%	11,5%	10,4%
<b>Comercio y servicios</b>	10,5%	10,8%	12,1%	8,4%
<b>Construcción e inmobiliario</b>	8,3%	10,1%	7,8%	2,9%
<b>Entidades de crédito</b>	2,8%	3,0%	3,8%	3,8%
<b>TOTAL</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,3%</b>

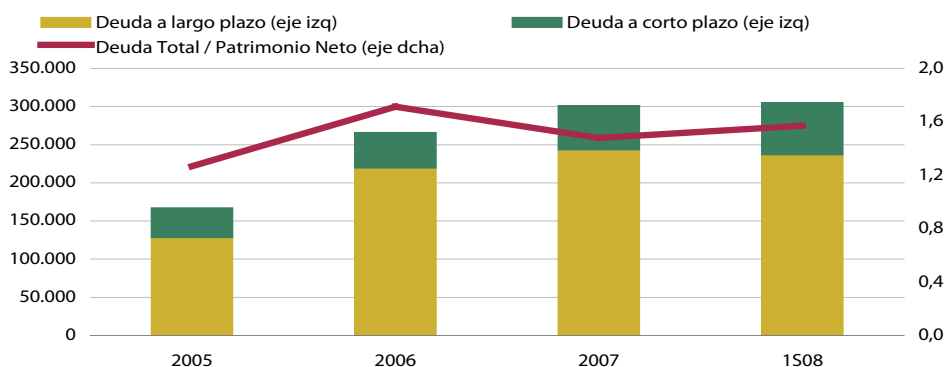
Fuente: Elaboración propia.

## 5 Endeudamiento

En el gráfico 7 se muestra la evolución del endeudamiento financiero bruto<sup>9</sup>, en millones de euros, de las entidades de la muestra<sup>10</sup>.

### Estructura de la deuda y ratio de apalancamiento

GRÁFICO 7



Fuente: Elaboración propia.

Tras varios años de crecimientos significativos (2003 - 2006) en el endeudamiento, el aumento del primer semestre del 2008 se ha situado en el 1,4%. A ello han con-

9 Endeudamiento bruto = Deudas entidades de crédito + emisiones de obligaciones y valores negociables.

10 Excluidas entidades de crédito y seguros.

tribuido la disminución de adquisiciones societarias y las restricciones crediticias impuestas por las entidades financieras.

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

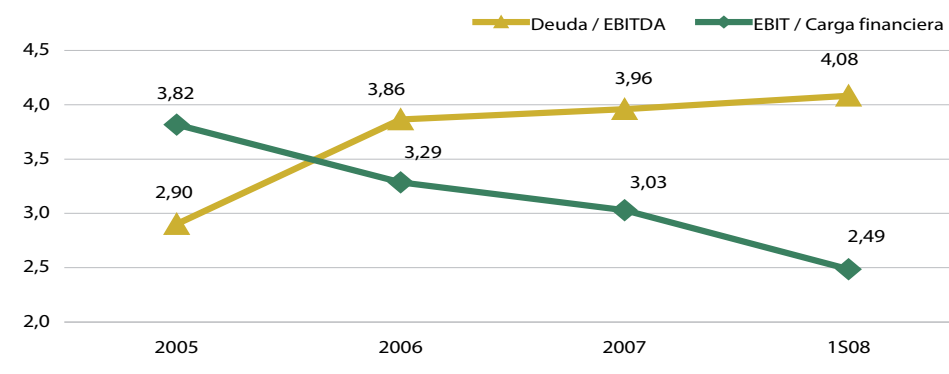
En el primer semestre de 2008, muchas entidades (en particular constructoras e inmobiliarias) han renegociado, o están en proceso de renegociar, la reestructuración de los vencimientos y condiciones de su deuda financiera, lo que se traduce en alargar los plazos y encarecer el coste de la financiación.

La ratio de apalancamiento, que relaciona la deuda con el patrimonio neto, empeoró en el primer semestre del 2008 hasta situarse en 1,57 veces los recursos de capital, frente a 1,48 del cierre de 2007. No obstante, no se llegan a alcanzar los niveles de 2006.

En el gráfico 8 se recoge la evolución de las ratios de cobertura del endeudamiento y la carga financiera, a través del EBITDA y del EBIT. Como consecuencia del deterioro de los márgenes de explotación registrados durante el primer semestre de 2008 ambas ratios han empeorado de forma notable. Se ponen de manifiesto, por lo tanto, las dificultades que están atravesando las entidades no financieras para atender el servicio de la deuda con los recursos generados en sus negocios ordinarios.

#### Ratios de cobertura

GRÁFICO 8



Fuente: Elaboración propia.

En el cuadro 5 se muestra la evolución del nivel de endeudamiento y las principales ratios relacionadas por ramas de actividad. En particular destacan las empresas constructoras e inmobiliarias cuya ratio Deuda / EBITDA se sitúa en un 16,25, frente al 10,83 en 2007. Su ratio EBIT / Carga financiera se reduce al 0,52, desde el 1,17 del 2007.



## Evolución del endeudamiento por ramas de actividad

CUADRO 5

		2005	2006	2007	1s 2008
<b>Energía</b>	<b>Deuda</b>	<b>58.586</b>	<b>59.191</b>	<b>69.172</b>	<b>74.798</b>
	Deuda / Patrimonio	0,93	0,89	0,78	0,77
	Deuda / EBITDA	2,41	2,17	2,48	2,32
	EBIT / Carga financiera	4,02	4,65	4,10	4,58
<b>Industria</b>	<b>Deuda</b>	<b>12.760</b>	<b>15.684</b>	<b>13.312</b>	<b>14.913</b>
	Deuda / Patrimonio	0,75	0,78	0,61	0,67
	Deuda / EBITDA	2,07	2,07	1,82	2,01
	EBIT / Carga financiera	6,50	5,71	5,93	5,26
<b>Comercio y servicios</b>	<b>Deuda</b>	<b>55.710</b>	<b>91.522</b>	<b>96.941</b>	<b>106.190</b>
	Deuda / Patrimonio	1,70	2,52	1,70	1,93
	Deuda / EBITDA	2,68	3,58	3,01	3,44
	EBIT / Carga financiera	3,37	2,44	3,23	2,81
<b>Construcción e inmobiliario</b>	<b>Deuda</b>	<b>48.324</b>	<b>111.000</b>	<b>138.933</b>	<b>140.940</b>
	Deuda / Patrimonio	2,16	3,10	3,08	3,20
	Deuda / EBITDA	6,52	11,52	10,83	16,25
	EBIT / Carga financiera	2,79	2,04	1,17	0,52
<b>Ajuste</b>		<b>-7.942</b>	<b>-11.199</b>	<b>-17.391</b>	<b>-31.711</b>
<b>TOTAL</b>	<b>Deuda</b>	<b>167.438</b>	<b>266.198</b>	<b>300.967</b>	<b>305.130</b>
	Deuda / Patrimonio	1,27	1,71	1,48	1,57
	Deuda / EBITDA	2,90	3,86	3,96	4,08
	EBIT / Carga financiera	3,82	3,29	3,03	2,49

Fuente: Elaboración propia.

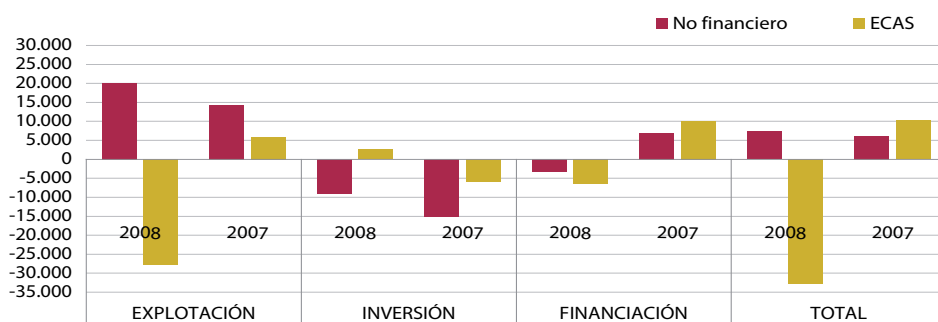
## 6 Flujos de efectivo

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

### Flujos de efectivo generados

GRÁFICO 9

Millones de euros



Fuente: Elaboración propia.

Tal y como se observa, la evolución ha sido dispar:

- Entidades no financieras. Los flujos de caja generados en las actividades de explotación y las desinversiones del periodo (21.311 millones frente a 12.269 millones de euros en el primer semestre de 2007) han permitido compensar los desembolsos de las actividades de financiación (3.277 millones de euros) y las inversiones del semestre (30.852 millones de euros), que se mantienen estables con respecto al periodo anterior.

Por ramas de actividad, cabe destacar que el sector energético y el de comercio y servicios son los únicos sectores que han incrementado su efectivo y equivalentes. El primero como consecuencia de las desinversiones del periodo (11.706 millones de euros) y el segundo debido a la reducción de los dividendos pagados (3.923 millones de euros respecto al primer semestre de 2007).

- Entidades de crédito. Los recursos obtenidos no han sido suficientes para evitar el consumo, por parte del conjunto de entidades financieras, de parte de la liquidez generada en periodos anteriores —en el primer semestre de 2008 el flujo neto de las actividades de explotación ha sido negativo frente al flujo positivo del primer semestre del 2007— reflejando, en gran medida, las tensiones de liquidez de los mercados financieros.

Por otro lado, el endurecimiento de las condiciones para obtener financiación en los mercados mayoristas se refleja en las salidas de fondos de las actividades de financiación, frente a la financiación neta positiva registrada en el mismo periodo del año anterior.

## 7 Número de empleados

El cuadro 6 muestra la plantilla media, agregada y para las seis ramas de actividad, en el primer semestre de 2008 y de 2007. A nivel agregado se ha producido un incremento de la plantilla media de en torno al 7,4% respecto al mismo periodo del año anterior. Este incremento viene motivado, fundamentalmente en todos los sectores excepto industria, por la consolidación de empresas dependientes adquiridas en el segundo semestre de 2007 y primer semestre de 2008.

**Plantilla media por ramas de actividad**

CUADRO 6

	1s 2008	1s 2007	Variación
<b>Energía</b>	145.615	134.154	8,5%
<b>Industria</b>	234.196	212.039	10,4%
<b>Comercio y servicios</b>	524.583	488.960	7,3%
<b>Construcción e inmobiliario</b>	431.334	407.123	6,0%
<b>Entidades de crédito</b>	436.076	411.405	6,0%
<b>Entidades de seguros</b>	37.819	31.771	19,0%
<b>Ajustes</b>	-29.711	-28.242	
<b>TOTAL</b>	1.780.025	1.657.336	7,4%

Fuente: Elaboración propia.

La ratio del importe neto de la cifra de negocios sobre la plantilla media de las entidades no financieras muestra, a nivel agregado, un crecimiento de en torno al 7,3%, similar al crecimiento del número de empleados. Sin embargo, cabe destacar que el sector industrial y el de comercio y servicios presentan una disminución de la mencionada ratio. Sin embargo, el sector energético muestra un incremento significativo del 19,3%.

El coste unitario medio por empleado de las entidades de crédito se mantiene en torno a 26 mil euros y se produce una mejora de la ratio intereses y rendimientos asimilados sobre la plantilla media en un 17%.

## 8 Dividendos

Los dividendos distribuidos en el primer semestre del 2008 ascendieron a 11.523 millones de euros. En el cuadro 7 se muestran los dividendos repartidos en el primer semestre del ejercicio 2008 y 2007 por ramas de actividad.

### Dividendos distribuidos por ramas de actividad

CUADRO 7

	1s 2008	1s 2007	Variación
<b>Energía</b>	2.234	1.779	25,6%
<b>Industria</b>	547	747	-26,8%
<b>Comercio y servicios</b>	3.305	6.135	-46,1%
<b>Construcción e inmobiliario</b>	894	827	8,1%
<b>Entidades de crédito</b>	4.790	3.779	26,8%
<b>Entidades de seguros</b>	235	154	52,6%
<b>Ajustes</b>	-482	-3.814	-
<b>TOTAL</b>	11.523	9.624	19,7%

Fuente: Elaboración propia.

Tal y como se observa, a nivel agregado se ha producido un incremento del 19,7% que es debido, principalmente, al aumento de los dividendos repartidos por las entidades de crédito y las empresas energéticas. Destaca, por otro lado, la disminución de los dividendos distribuidos por el sector de comercio y servicios, principalmente por entidades dependientes de grupos consolidados cotizados.

## 9 Conclusiones

La desaceleración económica y las turbulencias en los mercados financieros, tanto a nivel internacional como nacional, están afectando a las principales magnitudes financieras de las entidades de valores admitidos a cotización.

La crisis del mercado inmobiliario español ha provocado un descenso significativo del volumen de ventas y de los márgenes obtenidos por las empresas constructoras e inmobiliarias, que cuentan con unos niveles muy elevados de endeudamiento por las operaciones corporativas llevadas a cabo en periodos anteriores. Esta situación ha derivado también en una disminución del volumen de negocio de las entidades

financieras, cuyo crecimiento en periodos anteriores había estado estrechamente relacionado con el sector de la vivienda y la construcción.

La ralentización económica, y con esta el incremento de los impagos y fallidos, ha afectado significativamente a la tasa de crecimiento del negocio de las entidades de crédito y a su cuenta de resultados. Adicionalmente, la situación de crisis de liquidez de los mercados financieros ha supuesto el consumo, por parte de las entidades financieras, de recursos de liquidez generados en periodos anteriores.

Por su parte, el sector industrial y el de comercio y servicios no ha sido ajeno a la tendencia general de disminución de resultados debido al incremento de los costes de aprovisionamiento, al encarecimiento de la energía y al incremento de los gastos financieros. Sin embargo, las entidades del sector energético muestran una evolución alcista basada en los resultados positivos no recurrentes derivados de la enajenación de instrumentos financieros y actividades interrumpidas.

## Apéndice

Para facilitar la interpretación se incluyen las siguientes definiciones adoptadas para calcular ROE y ROI:

- Para el ROE se utiliza el resultado después de impuestos<sup>11</sup>, incluyendo el obtenido de las operaciones interrumpidas; dicho resultado se ajusta por los intereses netos del efecto fiscal<sup>12</sup> a efectos del cálculo del ROI.

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

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

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

---

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

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

## Las ventas en corto de acciones (*short selling*)

Rodrigo Buenaventura (\*)

\* Rodrigo Buenaventura pertenece a la Dirección de Mercados Secundarios de la CNMV.



# 1 Introducción

En la primavera del año 1609 se produjo una fuerte caída en la cotización de las acciones de la Compañía Holandesa de las Indias Orientales (Verenigde Oostindische Compagnie, o VOC), que puede considerarse la primera corporación cuyas acciones cotizaban en un mercado organizado. Algunos accionistas acusaron de la caída a un grupo de inversores, liderado por un armador, Isaac Le Maire (a la sazón accionista significativo de la compañía y antiguo consejero). Parece comprobado que Le Maire<sup>1</sup> y sus socios vendían acciones de la VOC a plazo (para entrega a un año vista) que no poseían en el momento de la venta. Después, mediante la propagación de rumores falsos o la revelación de hechos negativos (ciertos) sobre las cuentas de la compañía o sobre el pobre resultado de los cargamentos de especias que iban llegando en los barcos fletados por la VOC, conseguían que la cotización cayese, comprando baratas las acciones que se habían comprometido a entregar en las ventas cerradas a plazo. Los historiadores de las finanzas citan este asunto como el primer caso de venta en corto de la historia. Lo sorprendente de esta historia real no es sólo la coincidencia del primer caso de *short selling* con la primera gran corporación cotizada sino que las autoridades, a raíz de las protestas de los accionistas, adoptaron una prohibición sobre las ventas de acciones que el vendedor no poseía, reduciendo, además, a un mes el plazo máximo admisible de entrega y estableciendo garantías sobre la entrega por parte del vendedor.

Entre los días 19 y 22 de septiembre de 2008, casi 400 años después, los supervisores de valores de los principales mercados financieros recordaron o introdujeron medidas restrictivas (véase tabla 1) sobre las ventas en corto de acciones bancarias. Ese movimiento se produjo en un entorno de fuertes caídas de las cotizaciones bursátiles de entidades financieras (iniciadas por motivos fundamentales distintos de la operativa de venta en corto), algunas de las cuales comenzaban a mostrar claramente una espiral caracterizada por la siguiente secuencia: depreciación de la cotización bursátil–propagación de rumores sobre la solvencia–desconfianza–estigmatización en el mercado de capitales–corte del acceso a la financiación–quiebra. En algunos mercados se habían detectado casos de propagación intencionada de rumores sobre la eventual insolvencia de una determinada entidad por parte de “inversores” que habían adoptado previamente posiciones bajistas sobre dichos valores. Obviamente, esta última práctica, además de ser ilegal, resultaba extremadamente peligrosa para la estabilidad del sistema financiero, que atravesaba un momento enormemente delicado.

---

1 Isaac Le Maire, un armador emprendedor, sostuvo siempre que la caída de las cotizaciones era resultado de la mala situación financiera de la compañía, de la cual sus gestores no daban información a los accionistas. Además de ser el primer caso conocido de *short selling*, parece que este episodio es también uno de los primeros casos de denuncias de irregularidades en la información financiera y en la transparencia de las sociedades emisoras de acciones.

Como puede comprobarse, ni la existencia, ni la regulación, ni el debate sobre las ventas en corto pueden considerarse novedosos, sino más bien consustanciales con los mercados de valores desde su nacimiento.

En este artículo se trata la definición de ventas en corto (apartado 2), sus efectos positivos y negativos para el mercado de valores (apartado 3) y las opciones regulatorias más usuales (apartado 4), haciendo una referencia especial al caso español y al periodo posterior a la adopción de medidas en septiembre de 2008 (apartado 5).

**Medidas introducidas en los principales países sobre ventas en corto en septiembre de 2008\*** TABLA 1

	Medida temporal: Establecimiento de obligación de recompra en D+4 si hay fallos en la entrega, en cualquier valor. Si no se cierra la venta vencida, no pueden hacerse (ni aceptarse por los miembros de DTCC) nuevas ventas en corto (aún con préstamo previo) hasta que no se liquiden las posiciones.
EEUU	Prohibición de <i>short sales</i> (incluso las cubiertas con préstamo) en 799 valores financieros. Considera conducta fraudulenta el hecho de mentir al declarar al <i>broker</i> que se cuenta con valores suficientes antes de la venta.  Medida permanente: Obligación de publicar posiciones cortas de más de 0,25% del ktal (y más de 1 M de \$).
Reino Unido	Prohibición temporal (hasta enero) de <i>short selling</i> en cualquier instrumento (incluso derivados) sobre valores financieros, hasta enero de 2009. <i>Market makers</i> exceptuados. La vulneración se considera <i>misleading behaviour</i> (abuso de mercado).  Obligación de publicar las posiciones netas cortas (mediante cualquier instrumento, incluso derivados) sobre esos mismos valores que superen el 0,25% del ktal. Vulneración: se asocia a <i>misleading behaviour</i> .
Alemania	Prohibición de ventas desnudas en corto sobre 11 valores financieros. Exención para creadores de mercado.
Francia	Obligación de disponer de un 100% de cobertura de margen en forma de acciones (de entidades financieras y de seguros) de las que se pretende vender (en Francia había ya márgenes obligatorios mínimos). Exceptúa a creadores de mercado y entidades de contrapartida. Hace recaer en los intermediarios, si son depositarios, la obligación de comprobar la existencia de valores o de recabar de sus clientes la declaración de tenerlos. Obligación de publicar posiciones netas superiores al 0,25% del capital de entidades financieras y de seguros.
Italia	Recordatorio inicial sobre valores financieros. Ampliado el 10/10 a todos los valores, prohibiendo incluso las ventas en corto cubiertas con préstamo.
España	Recordatorio de prohibición de ventas en corto descubiertas (incluso intradía) con excepciones para creadores de mercado.  Obligación temporal de publicar posiciones netas superiores al 0,25% del capital de emisores del sector financiero.

\* Puede consultarse un listado de medidas en el documento del Comité CESR ubicado en la siguiente dirección: <http://www.cesr-eu.org/popup2.php?id=5238>

## 2 Conceptos y definiciones

La ausencia de definiciones comúnmente aceptadas en materia de ventas en corto obliga a dedicar una breve sección a los conceptos básicos y sus acepciones más acuñadas.



En términos generales, el término “venta en corto” (*short selling*) se suele identificar internacionalmente con la enajenación de valores que no posee previamente el vendedor. El caso más claro es cuando un participante acuerda una venta de valores de los cuales no tiene disponibilidad alguna, ni por compras anteriores ni por préstamos de valores recibidos con anterioridad a la venta. A este comportamiento se le denomina venta en corto descubierta, o venta en corto desnuda (*naked short selling*), al no contar con cobertura alguna de los valores que se venden. Una segunda tipología es la venta en corto “cubierta” (*covered short selling*), que tiene lugar cuando se han obtenido previamente los valores, típicamente a través de un préstamo de valores.

La denominación de “venta en corto” responde a que la venta produce una posición corta (exposición favorable a los descensos de precios del valor que se vende) para diferenciarla de una venta “en largo”, que sería aquella que deshace o reduce una posición larga (pero no crea nunca una posición corta).

Como se verá a continuación, el concepto de venta en corto aún adolece de falta de concreción y varía significativamente en función de que se adopte el punto de vista de la contratación o de la liquidación o entrega de la operación contratada. En lo que sigue, se usan indistintamente los términos “acciones”, “valores” o “títulos”, en referencia a acciones cotizadas en mercados regulados.

## 2.1 La perspectiva de la entrega

Desde el punto de vista de la entrega, las ventas en corto se reducirían a aquellas operaciones que, de una u otra forma, ponen en peligro la entrega de los valores vendidos. En esta acepción, una venta en corto se define en función de si el vendedor tiene modo de conseguir los valores necesarios para la entrega antes del momento teórico de la entrega. En los mercados de acciones, que suelen liquidar tres días después del momento de la contratación, la consecución de valores para entregar en una venta (contratada en D) en D+1, D+2 o incluso en D+3 permitiría liquidar la venta sin incidentes, respetando las condiciones de entrega pactadas con el comprador. Así, si el vendedor consigue tomar los valores prestados el día siguiente a la venta (y liquidar ese préstamo ese mismo día) podrá aportar esos valores al comprador (o a la CCP en caso de existir) en D+3. Desde el punto de vista estricto de la liquidación, una venta sólo sería “corta” si el vendedor no dispusiera de los valores en el momento de la liquidación.

Varios países tienen mecanismos para tratar de asegurar la entrega de los valores vendidos, aunque ninguno tan explícito y enfocado al problema de las ventas en corto como el español, que se explica en mayor detalle en el punto 4.2. En algunos casos (por ejemplo, Francia), se exigen disponibilidades o garantías previas, que el intermediario del vendedor debe verificar y custodiar para asegurar la entrega. En otros, se establecen penalizaciones proporcionales por las ventas vencidas y no entregadas.

En todo caso, la perspectiva de la liquidación aborda sólo un aspecto (probablemente no el más preocupante) de las ventas en corto.

## 2.2 La perspectiva de la negociación

Desde el punto de vista de la contratación las ventas en corto se definen como aquellas operaciones en las que el vendedor vende una cantidad de valores superior a la que dispone en el momento de la venta. Ese concepto es absolutamente independiente del momento de entrega de esos valores, de si las operaciones pueden anularse o son firmes, o de si existen mecanismos de corrección en el proceso de post-contratación.

Desde la perspectiva de la contratación, en sentido puro, una venta es corta si el vendedor vende valores “que no tiene” en ese momento, sin entrar a considerar si los obtiene inmediatamente después o si tiene los medios para obtenerlos antes de la liquidación.

La definición de “momento” tiene importancia en este ámbito<sup>2</sup>. Así, en algunos países, una venta anterior a una compra, del mismo importe y valor, pero estando ambas dentro del mismo día se consideran un par de operaciones que se netean entre sí y sobre las que no se valora la hora en que se produjeron. En otros, sin embargo, una venta realizada sin disponibilidad previa de valores supone una venta en corto aunque se realice una compra por el mismo importe y valor en el minuto siguiente. Es decir, no existe consenso internacional en la consideración como ventas en corto de las ventas cubiertas con compras “intradía”.

En el resto del artículo, el concepto “antes” y “después” puede, por tanto, referirse, según la normativa de cada país, a un número entero de días antes o después de la venta (usando el tiempo como una “variable discreta”, cuya unidad mínima e indivisible es el día) o a cualquier instante anterior o posterior a la venta (usando un concepto de “tiempo continuo”).

## 2.3 Ventas cubiertas / ventas desnudas

Como se ha apuntado anteriormente, existen dos tipos básicos de ventas en corto en función de si el vendedor no dispone de valores antes de pactar la venta o si tiene valores tomados en préstamo previamente. Si no los ha tomado prestados, se denomina venta en corto en descubierto o venta desnuda (*naked short selling*). Si los obtiene en préstamo antes de la venta, se la denomina venta en corto cubierta (*covered short selling*).

Como puede comprobarse, la toma en préstamo de valores no obstaculiza la operación: el vendedor suele usar los valores así obtenidos para liquidar la venta (en D+3, por ejemplo). En una fecha posterior (10 días, un mes, 3 meses) deberá devolver los valores tomados en préstamo, recomprándolos antes en el mercado (como máximo T-3, si T es la fecha pactada de devolución del préstamo de valores). Si el precio de la acción ha bajado desde que pactó la venta, los recomprará a precios inferiores a los cobrados en la venta en corto y generará un beneficio. Si han subido, incurrirá en una pérdida.

---

2 El tiempo, en este marco, no tiene una definición objetiva y única (si es que la tiene en el mundo de la física). La convención en los mercados financieros es que un día suele ser la unidad mínima de medida del tiempo a los efectos del cálculo de un tipo de interés (salvo en países con hiperinflación, en los que son necesarias unidades fraccionarias de tiempo) y también, en algunos casos, la unidad mínima para determinar el concepto “antes” y “después” del momento de la venta a los efectos de la definición de ventas en corto.

Aunque los conceptos de las dos operativas más comunes (cubierta con préstamo y descubierta) son claros, existen muchos matices y diferencias entre los distintos países. Ello tiene su origen en que escasean las jurisdicciones en las que existe una definición legal de venta en corto, siendo este un concepto sujeto a las convenciones de mercado o a la práctica de cada supervisor. Veamos dos ejemplos:

- la mayoría de países consideran una venta en corto descubierta el hecho de vender valores teniendo opciones de compra o conversión pero antes de haberlas ejercido
- a la hora de considerar ventas en corto cubiertas, algunos países incluyen los casos en los que el vendedor ha ejercido previamente un derecho de conversión u opción de compra que le supondrá la recepción de los títulos, mientras que en otros esa operativa no se considera siquiera una venta en corto.

## 2.4 Posiciones cortas

El término de posición corta suele referirse a la existencia de una serie de operaciones (de contado o de derivados) que implican una exposición favorable de quien la ostenta ante variaciones negativas del precio de un activo. Es decir, una posición corta sobre un activo es cualquier combinación de operaciones que tienen como efecto que, al producirse caídas del precio de ese activo, quien mantiene la posición corta obtiene beneficios (o, lo que es lo mismo, la posición aumenta su valor). Una posición corta puede construirse, entre otros modos, mediante una venta en corto cubierta, mediante la venta de un futuro, la compra de una opción *put* o la contratación de un *equity swap*. Por tanto, no todas las posiciones cortas se construyen mediante ventas en corto, pero todas las ventas en corto suponen la creación o ampliación de una posición corta.

## 3 Ventajas y riesgos de la venta en corto

Como se ha expuesto anteriormente, las ventas en corto han sido atacadas y defendidas desde el mismo inicio de los mercados de acciones. Aunque no es el propósito de este artículo realizar un examen de la evidencia empírica sobre este asunto, a continuación se repasan los principales pros y contras que habitualmente se asocian a esta práctica.

### 3.1 Beneficios

Desde su aparición, incluso los críticos de esta operativa han reconocido que esta práctica aporta ciertos beneficios a un mercado maduro:

- Provisión de liquidez

Quizás la externalidad positiva del *short selling* más citada es su efecto positivo sobre la liquidez del mercado. Como cualquier estrategia especuladora<sup>3</sup> —en el

---

3 La especulación es necesaria para que un mercado se desarrolle y, si no tiene posición de dominio, le otorga liquidez en los momentos en los que más necesaria es: el especulador compra cuando "nadie" quiere hacerlo y retira el papel excedente del mercado y vende cuando "todo el mundo" quiere comprar y falta papel que

más positivo sentido del término— la venta en descubierto (y la recompra posterior) aumenta la liquidez del mercado al canalizar órdenes (primero de venta y luego de compra) que, de otro modo, no existirían.

La existencia de inversores centrados en la obtención de una rentabilidad en mercados bajistas o en valores sobrevaluados aumenta claramente la liquidez y la profundidad de ambos lados del libro de órdenes.

Adicionalmente, juega un papel indirecto muy importante en relación a la operativa de los creadores de mercado (sean estos o no una figura reconocida en cada mercado). Así, las entidades que ponen precios de compra y venta por cuenta propia, realizan a menudo ventas en corto a lo largo de una sesión al ver sus posiciones de venta “agredidas” con anterioridad (o con mayor intensidad) que las de compra. Para un creador de mercado, la venta en corto es una parte indisoluble de su actividad.

- Eficiencia del mercado

Además de proveer liquidez, la venta en corto es un instrumento útil para asegurar la eficiencia del mercado en el sentido de que los precios reflejen, de forma instantánea, o al menos rápida, toda la información disponible. Cuando una compañía presenta debilidades en sus fundamentos que no justifican su precio de mercado, los ajustes en precios (a la baja) pueden ser más lentos si no existe posibilidad de vender en corto esas acciones que si tal posibilidad existe. Mediante la adopción de estrategias de venta en corto de compañías sobrevaloradas, los mercados se ajustan a sus fundamentos con mayor celeridad y precisión.

- Mitigación de burbujas alcistas

Los periodos de euforia y las burbujas alcistas son episodios de alto riesgo, como se ha comprobado en los últimos dieciocho meses, que pueden poner en peligro (al estallar) la estabilidad del sistema financiero y de la economía global. La venta en corto juega un papel positivo al limitar la sobrevaloración y mitigar los episodios de “exhuberancia irracional”.

- Cobertura de posiciones largas/interrelación con los derivados

Para la gestión de carteras en valores cuyos derivados cuenten en ocasiones con una liquidez reducida, la venta en corto permite neutralizar riesgos de posiciones largas de derivados (no de posiciones al contado, pues ya no sería una venta en corto). Del mismo modo, permite aumentar la liquidez de los mercados de derivados, donde muchas veces una posición larga debe cubrirse en mercado al contado mediante una venta corta en contado.

- Arbitraje

Mediante ventas en corto se posibilitan estrategias que redundan en la eficiencia del mercado y en la corrección de las distorsiones en los precios, como los arbitrajes entre mercados (*trading venues*) competidores o entre pares de valores (*pairs trading*). Esta práctica no implica una posición bajista ante el mercado en su conjunto sino corrección de los precios relativos entre dos valores, general-

---

de otro modo no saldría al mercado. Es decir, amortigua las oscilaciones del mercado en lugar de provocarlas. Cuestión distinta es cuando la especulación se realiza mediante *corners*, *squeezes* u otras prácticas abusivas o manipuladoras basadas en un poder de mercado abusivo.

mente del mismo sector. Adicionalmente, en Europa, tras la Directiva MiFID, un mismo valor cotizará en varios centros de negociación, por lo que la compra en uno y la venta (que en ocasiones puede ser en corto) en el otro mercado supondrá un mecanismo para que los precios converjan. Todas ellas redundan en una mayor eficiencia del mercado y, por tanto, en menores costes de transacción y de capital.

### 3.2 Riesgos

Aunque una de las principales virtudes de la venta en corto es, precisamente, hacer descender los precios hasta niveles más coherentes con las valoraciones teóricas de cada compañía, se pueden producir fenómenos de sobre-reacción (*overshooting*). Ello no tendría más relevancia si se considera el mercado en una perspectiva dinámica de largo plazo, pero puede ser un elemento de perturbación extraordinaria cuando la caída en los precios genera señales de riesgo excesivo que motivan ventas “por simpatía” o incluso situaciones de pánico, en el resto de inversores.

Estas reacciones puedan corregirse posteriormente pero presentan dos particularidades dignas de análisis:

- La generación de mini-tendencias:

La dimensión psicológica de los partícipes en el mercado y la vulneración de ciertos soportes puede transformar lo que inicialmente era un movimiento de ajuste “suave” en una abrupta tendencia bajista. Ante este problema, por los defensores de las ventas en corto suelen argumentar que todo *short selling* es seguido, en algún momento, por una corriente compradora de igual cuantía para cerrar las posiciones y que, por tanto, es un supuesto juego de suma cero: si se espera lo suficiente, encontraremos un neto igual a cero en toda estrategia de venta en corto. Sin embargo, para algunos autores, la falacia de este planteamiento consiste en que obvia que la velocidad y la intensidad de la caída provocada por una serie de órdenes puede, en la medida en que sume a otros participantes (largos) a la corriente vendedora, ser superior a la recuperación posterior que introducen las compras para cerrar los cortos. Es decir, que el efecto en precio del *short selling* no es siempre de suma cero, sino que puede ser negativo (o, en casos excepcionales, positivo cuando se produce un *short squeeze* y los vendedores en corto se ven obligados a aceptar precios crecientes o incluso excesivos para poder cerrar sus posiciones).

- La relación de la cotización bursátil con la percepción de la solidez financiera de un emisor (especialmente bancario):

El sector financiero descansa más que ningún otro en la percepción que sobre su solvencia tienen los inversores y el público en general. Se ha comprobado en múltiples ocasiones (la última en septiembre de 2008) que la caída brusca de las acciones emitidas por instituciones financieras puede afectar de forma muy seria a la percepción sobre su solvencia, lo cual, en momentos de elevada incertidumbre, puede suponer el agotamiento del acceso al crédito mayorista o incluso la retirada de depósitos por los clientes, pudiendo llevar a la entidad a la quiebra. En la medida en que las ventas en corto se produzcan a un ritmo capaz de acelerar las caídas de precio por encima de un determinado ritmo, el efecto podría tener resultados devastadores para una entidad.

Los dos riesgos señalados hasta ahora no pueden atribuirse en exclusiva a la existencia de ventas en corto. Es importante recalcar que no existe hasta ahora ninguna evidencia sólida que permita afirmar que las ventas en corto sean el origen de las espirales bajistas en las cotizaciones bancarias durante 2008. Ni siquiera puede afirmarse que las ventas en corto sean uno de los principales factores desencadenantes, en las caídas bursátiles —superiores al 40-50% en todos los mercados— producidas en 2008.

- Mal uso asociado al abuso de mercado:

Una forma ilícita de obtener beneficios mediante la propagación de rumores falsos o la utilización de información privilegiada es la adopción de posiciones cortas previas a la difusión maliciosa del rumor o a la publicación de la información privilegiada negativa. En este caso, las ventas en corto son un instrumento para aprovecharse de la conducta ilícita. En realidad, el papel de la venta en corto en este comportamiento manipulativo no es diferente del que podría jugar una posición vendida en futuros o una *put* comprada.

En el caso de la venta en corto descubierta, se añaden varios riesgos adicionales:

- Inflación de saldos:

Mientras que en las ventas en corto cubiertas con préstamos el saldo de total de ventas (y compras) no puede exceder el capital admitido a negociación (siempre que no se permita cubrir una venta con unos valores que se han prestado previamente), no ocurre lo mismo con las ventas en descubiertas. En este caso, cada venta en corto descubierta aumenta el saldo de posiciones “abiertas” en la misma cantidad y se produce directamente una inflación de valores (aún temporal, mientras se cierran las posiciones cortas con compras a vencimiento unas horas o días después). Es decir, la venta en corto descubierta aumenta directamente el saldo de valores existentes —la suma de valores registrados más los comprados a los *short sellers*— en una relación de 1:1<sup>4</sup>.

- Puesta en riesgo de la entrega de los valores:

Si quien realiza una venta en corto descubierta no tiene la capacidad o la voluntad de obtener valores antes del momento de liquidación de la operación, está poniendo en riesgo la entrega en tiempo y forma de los valores negociados, lo cual supone un riesgo añadido y una menor eficiencia y confianza del mercado en la firmeza de las operaciones. Ello suele requerir, a su vez, una gestión más activa y costosa del mecanismo central de liquidación, que redundará en unos mayores costes de transacción para todos los participantes.

Merece la pena realizar otra consideración respecto a las ventas en corto descubiertas que no supone estrictamente un riesgo. En una venta cubierta, el vendedor contrata previamente un préstamo de valores, aporta un colateral (en forma de efectivo o valores) al prestamista y paga un tipo de interés mientras tiene el préstamo: es decir, compromete recursos o activos propios y asume un coste por el préstamo. En una

---

4 Algunos autores (Miller, 1977) asemejan el mecanismo de la venta en corto al proceso de creación de oferta monetaria mediante el multiplicador bancario. En el proceso de creación del dinero bancario, un depósito se convierte en un préstamo a un factor de (1-% de encaje) que a su vez se deposita en otra entidad que sigue el mismo proceso. En el caso de las ventas desnudas, el factor multiplicador es 1, de forma similar a como se reproduciría la oferta monetaria sin ninguna exigencia (legal o auto-impuesta) de encaje.

venta descubierta el vendedor no asigna recursos propios (aunque sí asume riesgos, el de una posible pérdida si la estrategia resulta equivocada) y puede incluso llegar a adoptar un grado de apalancamiento que, a diferencia de la venta cubierta con préstamo, puede ser infinito (cero recursos propios por cada posición corta abierta). En mercados especialmente volátiles, esta diferencia entre ambas modalidades de venta en corto supone un riesgo muy evidente y una diferencia muy llamativa respecto a otros métodos para adoptar posiciones cortas (vía futuros, opciones, CFDs, *equity swaps*, etc.) que sí tienen mecanismos de garantía, remuneración, colateral o *mark to market* diario.

## 4 Opciones regulatorias

Históricamente, los reguladores de los mercados de valores han adoptado distintos enfoques para abordar los riesgos que las ventas en corto, o algunas de sus modalidades, suponían. Como en muchos otros aspectos de la regulación financiera, no han sido extraños los movimientos pendulares, alternando épocas (generalmente de euforia) en las que no existían controles con otras (generalmente tras episodios graves de deflación de activos) en las que se imponían restricciones muy duras a esta operativa.

Así, además de la primera prohibición en 1610, se han registrado prohibiciones o restricciones sucesivas, como las de 1812 y 1937 en EEUU. También periódicamente se han analizado y replanteado las normas y el grado adecuado de regulación que esta práctica debe tener. Por ejemplo, en EEUU, el país con mayor tradición regulatoria de mercados de valores desarrollados, se publicaron informes (en varios casos con participación parlamentaria y consulta pública) sobre los pros y contras de la regulación del *short selling* en 1937, 1963, 1976, 1986, 1991 y 1997. No es exagerado decir que la revisión y el debate sobre qué grado de regulación debe establecerse, en su caso, sobre la venta en corto es uno de los temas más tratados en la historia de la regulación de cada mercado de valores nacional.

Las opciones manejadas hasta ahora en los distintos países son básicamente las siguientes:

### 1. Transparencia:

La aplicación de algún tipo de publicidad a los datos de ventas en corto suele ser una de las alternativas. Las variantes van desde la publicación mensual del volumen de posiciones cortas agregadas por valor hasta la publicación diaria de los préstamos de valores o de las posiciones cortas en cada valor. El objetivo es que los participantes tengan una idea del nivel de posicionamiento en corto (*shorting*) del mercado con cierta periodicidad. En la mayor parte de los casos son los operadores del mercado secundario los que elaboran y publican las estadísticas.

La publicación de las cifras de préstamo de valores, en la medida en que esta operación es un requisito para ejecutar ventas cubiertas, puede ser una información útil para el mercado. Sin embargo, cabe hacer dos importantes cautelas:

- a) No todos los préstamos tienen como fin cubrir una venta en corto. Otras operaciones, como los procesos de lavado de dividendo o la solución de incidencias en la liquidación pueden requerir de la formalización de préstamos,

por lo que no cabe interpretar las estadísticas de saldos vivos de préstamos como un indicador insesgado y consistente del volumen de *short selling*.

- b) En algunos países, en especial España, el registro de préstamos tiene serios problemas de precisión y representatividad. La causa, en el caso de nuestro país, es la falta de correspondencia entre las cancelaciones reales de préstamos y las cancelaciones que se comunican a Iberclear a los efectos de su registro. Es un hecho comprobado que se comunican muchas menos cancelaciones que las reales, por lo que el saldo vivo de préstamos (o la diferencia entre constituciones y cancelaciones, que es lo que determina el flujo neto y, por ende, la variación del stock de préstamo) está probablemente sobredimensionado, habiendo en realidad muchas menos operaciones de préstamo vivas de las que aparecen en el registro. Sin entrar en detalle en las causas de esta situación (que radican en la complejidad institucional de las cadenas de re-préstamos y en los usos de los intermediarios extranjeros, en especial de Londres, donde radica la mayor parte de la actividad de préstamo), es importante señalar que no deben usarse los datos públicos del registro especial de préstamos como un indicador preciso del nivel de venta en corto en un determinado valor.

## 2. Marcaje de las ventas en corto:

En realidad, esta medida no es una solución regulatoria en sí misma, sino un método para la aplicación de otras medidas: una solución adoptada en varios países para facilitar la aplicación de mecanismos de transparencia o de limitación de las ventas en corto. Consiste en aplicar una marca (*flag*) a cada operación de venta en corto que un intermediario procesa para su ejecución. Aunque no son marcas visibles en el libro de órdenes, el mercado y el supervisor pueden detectarlas y tomarlas en cuenta para aplicar medidas de transparencia (publicación a cierre de día o semana) o de limitación de precio (*uptick rules*). Con esta medida, las órdenes de venta en corto llevan un “marchamo” que permite trazar su origen y recorrido y tratarlas de forma específica.

## 3. Prohibición de ventas en corto descubiertas:

En varios países (Hong Kong, Australia, España, Francia, EEUU) ha habido o hay prohibiciones o restricciones a las ventas en corto descubiertas. Las opciones van desde la exigencia de una declaración explícita por parte del cliente del intermediario respecto a que no se está realizando una venta en corto descubierta, hasta la exigencia de un depósito de valores previo que respalde suficientemente la operación de venta. En la mayoría de los países, la prohibición no se aplica a los creadores de mercado.

## 4. Publicación de posiciones cortas netas:

Una de las medidas posibles es la obligación de publicación de las posiciones cortas netas que excedan de un determinado porcentaje del capital admitido a cotización de una determinada compañía. Algunos países, entre las medidas adoptadas en septiembre de 2008, establecieron la obligatoriedad de publicar cualquier posición corta neta que superase el 0,25% del capital admitido a negociación de un determinado emisor (típicamente, emisores bancarios, por las razones señaladas anteriormente).



## 5. *Tick rules*:

Una *tick rule* es una norma que limita la posibilidad de realizar una venta en corto en función de la relación entre el precio de mercado y el de la orden de venta. En su versión más habitual (*uptick rule*), se prohíbe introducir una orden de venta en corto a precio igual o inferior al último precio negociado o, en algunos casos, inferior al mejor precio de venta. El objetivo de estas reglas no es otro que evitar que las ventas en corto se produzcan a precios decrecientes y marquen tendencia, por lo que se limita su precio en función de lo que el resto de órdenes marquen en cada momento. Estados Unidos tuvo durante décadas, precisamente hasta 2007, una *uptick rule* en vigor.

No puede encontrarse un patrón único en la forma en que los principales reguladores han adoptado alguna de las medidas recién descritas. Si bien pueden detectarse algunas opciones preferidas en ciertas zonas (*tick rules* en Norteamérica y Asia, restricciones de ventas descubiertas en Europa), no existe una aproximación consistente entre los principales mercados.

## 5 La situación en España

### 5.1 El régimen legal

La restricción legal sobre la venta en corto descubierta en España procede del Reglamento de Bolsas de Comercio, plasmado en el Decreto 1506/1967. Las partes vigentes de ese Reglamento (algunas han sido derogadas tras la aprobación de la Ley del Mercado de Valores, LMV), por su origen y antigüedad, se ajustan poco a las características de un mercado moderno y desmutualizado y requieren urgentemente una redacción de nueva planta, como exige el recientemente modificado artículo 31.bis de la LMV, que asigna a la rectora de cada mercado oficial la responsabilidad de aprobarlo y sujetarlo a la verificación de la CNMV. No obstante, al estar en vigor, no puede obviarse su aplicación.

El artículo 64 del Decreto 1506/1967 establece que “En el mercado de contado sólo podrán negociarse por los vendedores los títulos-valores de los que sean propietarios con anterioridad”. Es decir, establece una clara prohibición de la venta en corto descubierta.

Las provisiones de la LMV no alteran ese precepto, sino que lo refuerzan:

- por una parte, el art. 36 reconoce la venta en corto cubierta al establecer que “Sin perjuicio de otras modalidades de préstamo, se podrá llevar a cabo el préstamo de valores negociados en un mercado secundario oficial cuya finalidad sea la disposición de los mismos para su enajenación posterior, para ser objeto de préstamo o para servir como garantía en una operación financiera”;
- por otra, el art. 39 señala que “Quien ostente la condición de miembro de un mercado secundario oficial vendrá obligado a ejecutar, por cuenta de sus clientes, las ordenes que reciba de los mismos para la negociación de valores en el correspondiente mercado. No obstante, podrá subordinar el cumplimiento de

dicha obligación, tratándose de operaciones al contado, a que se acredite por el ordenante la titularidad de los valores (...).”

Es decir, sin entrar en el análisis jurídico profundo, puede afirmarse que la regulación vigente reconoce la venta en corto cubierta por préstamo y prohíbe el *naked short selling*.

## 5.2 La perspectiva de la liquidación

En el ámbito de la liquidación existen también mecanismos para limitar y desincentivar las operaciones de venta en corto descubiertas. Estos mecanismos tienen como fin asegurar la firmeza de las operaciones desde su contratación, evitando fallos en la entrega que puedan introducir riesgo innecesario en el sistema de liquidación. No abordan, por tanto, la perspectiva de la negociación, aunque tienen efectos indirectos, como veremos, que han jugado un papel muy importante en la limitación de la venta en corto descubierta en España.

El sistema de liquidación español, probablemente en mayor medida que ningún otro, ha desarrollado normas que penalizan las ventas en corto (definidas desde el punto de vista de la liquidación) en todos los casos en los que el vendedor no obtenga valores antes del momento de la liquidación o los obtenga mediante compras posteriores a la fecha de liquidación de la venta.

Dicha penalización es doble: consiste en un importe fijo del 0,1% por día de retraso (respecto al de liquidación teórica) y en la diferencia de precio entre el precio pactado en la venta y el precio al que el sistema (Iberclear) recompra en mercado los valores en D+4. Es decir, el sistema confisca los beneficios de una venta en corto en un entorno de caída de precios, al aplicar una penalización al participante equivalente a todo el beneficio que habría obtenido.

No existe penalización si el vendedor obtiene los valores mediante compras del mismo día de la venta o mediante préstamos del mismo o día o posterior, hasta el día de la liquidación, D+3.

Desde la perspectiva de la liquidación, este sistema de penalizaciones tiene sentido en un país donde la firmeza de las operaciones bursátiles se produce desde el momento mismo de la compraventa: en la medida en que los préstamos posteriores al día D suponen un mecanismo para poder liquidar lo contratado ante posibles fallos en la recepción de valores, su utilización no resulta penalizada. Imaginemos un vendedor que vende 100 acciones en D, creyendo que en D+1 recibiría un traspaso por 50 y se liquidaría una compra por otras 50. Sin embargo, el traspaso no tiene lugar por una incidencia imprevista, por lo que al cierre de D+1 se da cuenta de que no tiene disponibilidad de valores para liquidar la venta en D+3. Ante esa situación, contrata un préstamo de valores por 50 acciones en D+2, fecha valor mismo día, con el objeto de sumarlos a la compra liquidada (correctamente en D+1) y, así, poder entregar las 100 acciones acordadas, en D+3. Desde la perspectiva de la liquidación, no se produce ningún fallo en la entrega ni se pone en peligro el buen fin de las operaciones.

Por lo expuesto hasta ahora puede comprenderse que la incidencia de la venta en corto desnuda en España era inferior a la de otros países que no tenían estas limitaciones en el plano de la liquidación<sup>5</sup>.

### 5.3 El acuerdo del Comité Ejecutivo de la CNMV de 22 de septiembre de 2008

Las excepcionales circunstancias que los mercados de valores vivieron en la segunda y tercera semana de septiembre de 2008 llevó a varios supervisores de valores, de forma coordinada, a establecer o recordar medidas de restricción de las ventas en corto. Obviamente, ningún supervisor de valores identifica las ventas en corto como el detonante o el causante de un movimiento bajista de esa envergadura, y ni siquiera como el principal componente del derrumbe de precios de algunos sectores. Sin embargo, todos coinciden en señalar a las ventas en corto (o al menos a las descubiertas) como un acelerador de ese proceso en entidades concretas<sup>6</sup>. Una de las pocas medidas que podían tomarse para tratar de contenerlo o ralentizarlo, con la vista puesta en la posibilidad —nada remota, como ha podido comprobarse luego— de una quiebra o intervención pública en cadena de grandes instituciones financieras internacionales, era mitigar, al menos temporalmente, el componente especulativo bajista sobre las instituciones bancarias. Que los precios convergiesen a los valores fundamentales de esas compañías podría considerarse una cuestión de tiempo. No obstante, los reguladores consideraron que podrían intervenir para que ese proceso no se produjese de forma desordenada y dominada por el pánico.

En este contexto se enmarca el acuerdo del Comité Ejecutivo de la CNMV, de 22 de septiembre de 2008, que estableció una obligación de transparencia temporal para los valores financieros y recordó la prohibición de venta corta desnuda para todas las acciones. Así, en primer lugar se obligaba a publicar las posiciones netas cortas superiores al 0,25% del capital de empresas del sector financiero, medida similar a la que tomaron otros supervisores, como la FSA británica, cuyo objeto era ampliar al lado bajista del mercado las obligaciones de transparencia que ya tenían las posiciones largas (participaciones significativas). La lógica de esa medida es obligar a los agentes bajistas (*bears*) a desvelar su posición cuando esta es significativa, lo cual supone, además de un mayor riesgo de deshacerla si el mercado se posiciona basándose en esos datos, una identificación de los principales potenciales beneficiarios por caídas adicionales de precios, dato relevante a la hora de analizar posibles propagaciones maliciosas de rumores falsos con el objetivo de aumentar las ganancias derivadas de posiciones cortas. Por supuesto, no se supone de antemano que los inversores bajistas incurran habitualmente en manipulación de mercado (como tampoco cabe afirmarlo de los alcistas). Los posicionamientos bajistas son tan útiles en un mer-

---

5 Limitaciones, por cierto, muy criticadas por las asociaciones internacionales de intermediarios financieros en épocas de calma, pero que se han demostrado muy útiles en momentos de volatilidad o de situación concursal de participantes o clientes significativos del sistema.

6 Es muy interesante observar cómo la literatura que cuestiona la efectividad de las medidas adoptadas (Marsh y Niemer, 2008) analiza los efectos medios en el mercado antes y después de las medidas. Sin embargo, en septiembre de 2008 algunos supervisores no tomaron medidas para contener el nivel medio de precios de los valores bancarios (cosa imposible) sino para dificultar que el señalamiento de una determinada entidad como sospechosa de tener problemas pudiese ser aprovechado mediante la venta en corto causando su caída. Ese efecto (marginal, no medio) de las medidas, que como afirman los autores mencionados es clave para evaluarlas, no puede detectarse fácilmente ni incorporarse en los análisis cuantitativos.

cado ordenado como los alcistas, por lo cual es defendible que ambos se sujeten a requisitos de transparencia.

El recordatorio de la prohibición de las ventas cortas descubiertas para todos los valores vino acompañado de una valoración sobre su alcance práctico.

Por una parte, se señala que se incluyen las ventas descubiertas intradía en el ámbito de la prohibición del Reglamento de 1967. Quizás este fue el elemento de mayor impacto en un mercado que, acostumbrado a la ausencia de penalización en el nivel de la liquidación de las ventas descubiertas intradía, hubiera podido asumir implícitamente la licitud de vender en descubierto al inicio de la sesión y recomprar después para cerrar la posición antes del cierre de la sesión. El Acuerdo viene a recordar que esta operativa, aunque aceptable a efectos de la liquidación, no puede considerarse conforme con las normas de contratación vigentes. El *naked short selling* intradiario tiene exactamente los mismos efectos y riesgos que los señalados más arriba en el punto 2.2. y, por tanto, es capaz de generar micro-tendencias bajistas en un valor que no siempre se contrarrestan por las recompras posteriores.

Afirmar que la operativa intradía de venta descubierta no tiene efecto en precios es lo mismo que afirmar que la operativa intra-semanal o intra-anual (vender en descubierto en enero y recomprar en diciembre) no tiene efecto en precios. Si se prescinde del problema de la liquidación, el periodo (en una aproximación de tiempo discreto) que se use para definir el concepto de venta desnuda es irrelevante: los mismos efectos tiene la operativa intradía que cualquier otra, en la medida en que el momento en que se produzcan las interrupciones del mercado (noche, fines de semana, festivos) no son relevantes para determinar los precios de los siguientes periodos. En un mercado *round the clock*, como el de divisas, este planteamiento es evidente.

Del mismo modo, la actividad de venta desnuda intradía también produce inflación de saldos, que, si bien pasa inadvertida en situaciones normales en las que pueden cerrarse las posiciones antes del cierre de sesión, puede suponer problemas serios cuando, por cualquier circunstancia, la negociación del valor queda interrumpida sin previo aviso (suspensión de negociación a media sesión y que dure varias sesiones, por ejemplo por una situación concursal sobrevenida, etc.). En esos casos, el volumen de sobreventa (el importe de las ventas desnudas) que excede al saldo de valores en circulación en el sistema, no podrá ser liquidado, generando ineficiencias en la liquidación y situaciones conflictivas desde el punto de vista societario.

Por todo ello, y por no existir ninguna precisión en el Reglamento de 1967 respecto a eximir de la prohibición a las operaciones intradía, el Acuerdo de 22 de septiembre extendió a cualquier venta descubierta (sea o no cerrada con compras unos segundos, minutos u horas después) el mismo régimen.

El otro elemento novedoso que contiene el Acuerdo es el tratamiento especial de los creadores de mercado, que podría equipararse a una exención. Ante la inexistencia de una definición legal de esa figura en el mercado de renta variable español, el Acuerdo y las respuestas a las preguntas frecuentes publicadas con posterioridad aclaran la definición a estos efectos de la operativa de un creador de mercado. Ello es especialmente importante para permitir que las instituciones que introducen órdenes equiparables en ambos lados del libro, creando mercado, y que ven ejecutadas antes las de venta que las de compra, no queden en una situación de riesgo regulatorio. Ese tipo de actividad es imprescindible para asegurar la profundidad del libro

de órdenes y en casi todos los países con restricciones (permanentes o temporales) al *short selling* existen exenciones para los creadores de mercado.

#### 5.4 La efectividad e impacto de las medidas

El poco tiempo transcurrido desde la introducción (o recordatorio) de medidas sobre las ventas en corto por varios países hace difícil evaluar su efectividad e impacto. Adicionalmente, la excepcional evolución de los mercados de acciones desde septiembre (con volatilidades observadas con pocos referentes históricos) hace complicado diferenciar los efectos de la evolución de la crisis de los que puedan haberse derivado de las medidas adoptadas.

En todo caso, los primeros datos analizados apuntarían a que no se han observado cambios significativos en el comportamiento relativo de los valores sujetos a la nueva obligación, introducida en España, de publicación de posiciones cortas respecto al resto de valores. En cuanto a la liquidez del mercado, si se miden los volúmenes negociados y los índices de rotación, no se observa una reducción de la liquidez del mercado secundario oficial tras la publicación del Acuerdo.

Sí son observables ciertas ampliaciones de los diferenciales medios compra-venta para el conjunto de los valores del mercado continuo en los días posteriores al Acuerdo (que en todo caso coincidieron con días de fortísima volatilidad, que suele mostrar correlación positiva con el tamaño del *bid-ask spread*). La ampliación de *spreads*, que apuntaría a una reducción de la liquidez o, lo que es lo mismo, a un incremento del coste de entrar y salir en un valor, parece que tuvo una incidencia temporal, puesto que a comienzos de diciembre las cifras de *spread* medio denominado en *cents* se situaban ya en niveles equiparables a los promedios anuales antes del Acuerdo de 22 de septiembre (no así en porcentaje del *spread* sobre el precio del valor, debido a la fortísima caída experimentada por el nivel de precios).

Por lo que respecta a la operativa intradía, se observa una reducción de su volumen (próxima a 5 puntos porcentuales sobre el total negociado) en el periodo posterior al Acuerdo. En lo referente a la eficiencia de la liquidación, se observa una menor utilización de préstamos posteriores a la venta, en la justificación de las operaciones, y un grado de eficiencia del sistema ligeramente superior a los promedios anteriores al Acuerdo.

## 6 Conclusiones

El debate sobre las ventas en corto ha resurgido con la última crisis, en un mercado, el de acciones, que convive desde sus mismos inicios con la discusión entre partidarios y opositores de las ventas en corto. En ese contexto, las medidas adoptadas por los supervisores de valores en septiembre de 2008 constituyen un intento de acotar las espirales bajistas que amenazaban esos días con poner en riesgo la estabilidad del sistema aunque, probablemente, serán medidas temporales que irán levantándose en los próximos meses, a medida que la situación de los mercados retorna a parámetros de mayor normalidad.

No obstante, a pesar de la temporalidad de las medidas, la arquitectura y el estado actual de estrecha cooperación supervisora en el seno de las organizaciones internacionales de valores (CESR e IOSCO) podrían hacer que converjan, aunque sea mínimamente, las visiones sobre este ámbito, con independencia de que se plasme o no en regulación similar en los distintos países. La reciente constitución de un grupo de trabajo especial sobre *short selling* en el seno de IOSCO, en el que participa la CNMV, es una muestra en este sentido.

En nuestro país, la necesidad de contar con un sistema renovado y actualizado de normas de contratación bursátil (Reglamento de Bolsas) se ha hecho evidente también en el ámbito de las ventas en corto. Mientras eso no se produzca, la supervisión deberá seguir monitorizando las operaciones para asegurarse de que la operativa de los agentes se ajusta a la norma. En todo caso, el balance de riesgos y beneficios observados aconseja reconocer la aportación de la venta en corto cubierta para la eficiencia del mercado, y hace patentes los riesgos de la venta descubierta.

## 7 Bibliografía

Blount, E.W (2006). “The impact of short sales and securities lending on capital market portfolios-1990 through 2006”. Center for the Study of Financial Markets Evolution ([www.csfme.org](http://www.csfme.org)).

IOSCO (International Organization of Securities Commissions) Technical Committee (2003). *Report on transparency of short selling* ([www.iosco.org](http://www.iosco.org)).

Marsh, I. y Niemer N (2008). “The impact of short sales restriction”. International Securities Lending Association (ISLA; [www.isla.co.uk](http://www.isla.co.uk)).

Miller, E (1977). “Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion”. The Journal of Finance, volume 32, Issue 4, 1151-1168.

Staley, K (1997). *The art of short selling*. John Wiley and sons, Ed.

US Congress. “Short-Selling Activity in the Stock Market: Market Effects and the Need for Regulation (Part 1)” (House Report), H.R. Rep. No. 102-414 (1991).

US Securities and Exchange Commission. “Short Sales: SEC Concept Release”, 1999. ([www.sec.gov.us](http://www.sec.gov.us)).

van Dillen, J.G., Poitras and Majithia (2006). “Isaac Le Maire and the early trading in Dutch East India Company shares”. *Pioneers of financial economics, v.1: Contributions prior to Irving Fisher*. Ed. by Geoffrey Poitras. Edward Elgar Publishing.

van Dillen, J. (1935). “Isaac le Maire et le commerce des actions de la Compagnie de Indes Orientales”. *Revue d’Histoire Moderne*: 5-21, 121-37.

# La crisis financiera y el valor razonable. Debate en torno a su impacto y evaluación de la medidas adoptadas

Eduardo Manso y Víctor Rodríguez (\*)

\* Eduardo Manso pertenece a la Dirección de Informes Financieros y Contables y Víctor Rodríguez al Gabinete de Presidencia de la CNMV.





# 1 Introducción

La crisis financiera se ha mostrado con intensidad creciente desde el verano de 2007, aunque ha sido en el segundo semestre de 2008 cuando el efecto contagio ha sido más evidente en Europa, provocando una fuerte disminución en la liquidez del sistema que ha agravado la situación de aquellas entidades que ya presentaban una posición de solvencia más débil.

Adicionalmente, entidades financieras en Francia, Reino Unido, Alemania, Bélgica, Holanda o Italia, entre otros países, han tenido que recurrir a la ayuda estatal para asegurar su continuidad en las operaciones. La situación ha obligado a los estados nacionales y a diversas instancias internacionales a adoptar medidas coordinadas urgentes.

Así, los quince miembros del Eurogrupo, reunidos el 14 de octubre de 2008, acordaron diversas actuaciones, tales como que cada Estado miembro de la Unión Europea adoptaría, en función de las circunstancias, una elevación del fondo de garantía de depósitos a un mínimo de 50.000 euros y aportaría la financiación suficiente para paliar la falta de liquidez y las dificultades financieras de las entidades.

Unos días antes, en una reunión del Consejo del ECOFIN del 7 de octubre, se acordaron medidas adicionales que atañen al ámbito de la información financiera que las entidades financieras cotizadas en algún mercado regulado deben publicar de manera periódica.

En este artículo se analiza el debate sobre el papel que ha tenido la aplicación del concepto contable de valor razonable en la crisis financiera actual y se proporciona una reflexión sobre algunas de las medidas propuestas para paliar sus supuestos efectos procíclicos .

Alguna de estas medidas ha resultado en modificaciones o interpretaciones de la información financiera que las entidades con valores admitidos a cotización están obligadas a remitir a las autoridades competentes y que debe ser elaborada de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) adoptadas por la Unión Europea.

La sección 2 describe el concepto de valor razonable y señala la controversia que sobre él se ha abierto en la actual crisis. En la sección 3 se recogen las iniciativas adoptadas en los últimos meses por diversas instancias internacionales y en la 4 se analizan con más detalle las medidas tomadas por el IASB, que es el organismo que elabora las normas internacionales de contabilidad, en relación con la problemática referente a instrumentos financieros cotizados en mercados inactivos y en la medición de su valor razonable. La sección 5 se dedica a las iniciativas tomadas por los supervisores de valores europeos en el marco de CESR. Finalmente, la sección 6 incluye algunas reflexiones acerca de las enseñanzas que parecen deducirse de todo

este proceso y el impacto que pueden tener en el proceso de convergencia internacional de las normas de información financiera.

## 2 Valor razonable y crisis actual

El *fair value* o valor razonable es un concepto de importancia central en las normas internacionales de contabilidad. Se contraponen al concepto de coste histórico que, tradicionalmente, ha sido el utilizado en las normas contables de los países europeos continentales. Simplificando al máximo, se podría asimilar el valor razonable al valor de mercado, entendiendo este como el valor al que los activos y pasivos en balance pudieran ser intercambiados en la fecha de referencia de los estados contables. Por el contrario, el coste histórico refleja el importe abonado o recibido por la adquisición del activo o asunción del pasivo. Este giro conceptual ha favorecido que la información financiera de las entidades proporcione una imagen más fiel de su realidad económico-financiera.

La definición formal de valor razonable que el IASB propone se encuentra contenida actualmente en la NIC 39 *Instrumentos Financieros: Reconocimiento y Medición*: “El valor razonable es el importe por el que puede ser intercambiado un activo o liquidado un pasivo, entre partes con la voluntad de realizar la transacción, que están bien informadas y que son independientes”. Sin embargo, esta no es la única definición posible del valor razonable. Por ello, el IASB se encuentra inmerso en el proceso de mejorar su definición, de forma que esta sirva para unificar la metodología de determinación del valor razonable en todas las normas internacionales, además de lograr la convergencia en esta materia con las normas vigentes en Estados Unidos (US GAAP). En estas últimas el valor razonable se define como el precio que se recibiría al vender un activo o se pagaría para transferir un pasivo mediante una transacción ordenada entre participantes de mercado en la fecha de medición. Al contrario que la definición previa, donde no se precisa si se trata de un precio de entrada o salida, las normas estadounidenses especifican que se trata de un precio de salida o disposición del activo o pasivo. En el área de los instrumentos financieros es en la que las NIIF aplican de forma más extensa el concepto de valor razonable. La NIC 39 está dedicada a su reconocimiento y valoración y la NIIF 7 a los desgloses de información que se deben proporcionar respecto de estos instrumentos.

La crisis financiera ha puesto de manifiesto que en una fase bajista de los mercados, que reduce los precios de los activos financieros, las entidades, que anteriormente se habían anotado importantes beneficios por el aumento de las cotizaciones, han debido reflejar estas reducciones de valor en sus cuentas de patrimonio y resultados. En este contexto, algunas voces se han alzado para culpar al concepto de valor razonable de estar intensificando la tendencia bajista<sup>1</sup> de los mercados. Las entidades han intentado deshacerse de los instrumentos cuyo deterioro de valor presionaba a la baja sobre los beneficios del ejercicio y la situación de solvencia. Sin embargo, ese

---

1 Distintas instancias se han manifestado en contra del valor razonable en los tiempos presentes, según las cuales los participantes del mercado se comportan de manera ilógica, sobre-reaccionando. Por ello, las cotizaciones del mercado han dejado de ser “razonables” y habría que utilizar valores fundamentales, que excluyesen primas exageradas por una aversión al riesgo infundada. Este hecho se agrava en mercados ilíquidos, donde las transacciones han pasado a ser escasas y el uso de técnicas de valoración podría reflejar mejor el valor razonable.

comportamiento procíclico parece estar más directamente ligado a la ausencia de “colchones” de recursos propios de las entidades que, en tiempos de crisis, les permitan asumir las pérdidas sin necesidad de emitir nuevos instrumentos de capital.

Por otra parte, el objetivo de restaurar la confianza pasa necesariamente por un aumento de la transparencia acerca de la verdadera fortaleza financiera de las entidades. Ello implica impulsar la aplicación de buenas prácticas de valoración y evitar reformas de las normas contables que desvirtúen la forma en la que los estados contables reflejan el impacto de las turbulencias en los mercados sobre la realidad económica que deben representar.

A pesar de lo anterior, se debe reconocer que la crisis financiera también ha puesto de manifiesto que las normas de valoración<sup>2</sup> contenidas en las NIIF necesitan ser afinadas para poder responder de forma más adecuada a situaciones extremas como las actuales, en las que se pierden las referencias de mercado por pasar estos a ser inactivos o por aumentar el número de transacciones forzadas. En las siguientes secciones se pasa revista a las propuestas y actuaciones realizadas en esta dirección.

## 3 Iniciativas adoptadas

### 3.1 Foro de Estabilidad Financiera

El Foro de Estabilidad Financiera (FSF) recibió en octubre de 2007 el encargo de los ministros de Economía y gobernadores de bancos centrales del G7 de analizar las causas y debilidades que habían provocado las turbulencias financieras, así como de realizar recomendaciones destinadas a incrementar la resistencia de los mercados e instituciones. Este encargo debía producir frutos en abril de 2008 coincidiendo con una reunión de los ministros y gobernadores del G7.

De esta forma, el FSF señaló en su informe que el IASB había de reforzar sus normas para conseguir mejores desgloses de información acerca de las valoraciones, sus metodologías y la incertidumbre asociada a estas valoraciones. Asimismo pedía a IASB que mejorase sus guías destinadas a facilitar la valoración de instrumentos financieros cuando los mercados en los que estos se negocian dejan de ser activos. A este respecto, el FSF instó al IASB a crear durante 2008 un grupo asesor de expertos<sup>3</sup>.

El informe del FSF también recomendaba a las instituciones financieras que establecieran procesos de valoración rigurosos y realizaran desgloses de información robustos.

El pasado junio, el FSF publicó un documento de seguimiento de la implementación de sus recomendaciones en el que constató que el IASB estaba acelerando sus trabajos sobre las normas de contabilización y desglose de información de los vehículos fuera de balance y que había previsto poner a consulta pública una propuesta de norma sobre la consolidación de los vehículos de propósito especial (SPV), y otras entidades similares, y los desgloses de información correspondientes<sup>4</sup>. También reseñó que el IASB, siguiendo sus recomendaciones, había anunciado ya la creación

---

2 Así como los requisitos de desglose de información.

3 El grupo mencionado previamente en este trabajo.

4 Para finales de 2008

del grupo de expertos asesor mencionado anteriormente. Finalmente, en octubre de 2008 el FSF emitió un completo documento de seguimiento de la implementación de sus recomendaciones.

Por otra parte, el FSF señalaba que el IASB, con la colaboración del grupo asesor del Panel de expertos, había emitido un borrador acerca de la valoración y prácticas de desgloses de información cuando los mercados dejan de ser activos.

Asimismo, el FSF informaba de los pasos que en septiembre dio la SEC junto con el personal del FASB, organismo regulador contable estadounidense, y en octubre el *staff* del FASB (que emitió un *FASB Staff Position* con guías adicionales).

En definitiva, el FSF reconoció los importantes esfuerzos que estaban realizando los reguladores contables y les urgió a acelerar el trabajo de mejora de sus guías acerca de la valoración de instrumentos en mercados inactivos, así como a lograr una convergencia normativa.

### 3.2 Senior Supervisors Group

Este grupo, formado por Francia, Alemania, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos, emitió en marzo de 2008<sup>5</sup> un informe con el título “Observaciones en las prácticas de riesgo durante las recientes turbulencias del mercado”. Este trabajo resumía los resultados obtenidos de una revisión de las prácticas de once entidades financieras relevantes y recoge, además, las conclusiones de una mesa redonda entre los supervisores del grupo con representantes de la industria realizada en febrero de 2008.

Este informe incluía algunos aspectos relacionados con la información financiera y las prácticas de determinación del valor razonable. Refería cómo algunas firmas han fallado en la tarea de asignar un precio adecuado al riesgo de exposición a determinados vehículos fuera de balance, lo que ha provocado importantes disminuciones de valor en los activos de estas entidades. Las firmas que han conseguido evitar estos problemas han sido aquellas en las que, entre otras cosas, sus responsables han ejercido un juicio crítico y una disciplina firme a la hora de valorar sus tenencias de activos complejos o potencialmente ilíquidos, tanto antes como después del inicio de las turbulencias financieras. Estas entidades contaban con sistemas de medición del riesgo dinámicos que eran capaces de cambiar rápidamente las hipótesis subyacentes para reflejar las nuevas circunstancias. También optaron por desarrollar sus propias metodologías para poder valorar sus exposiciones adecuadamente en productos estructurados ante sus dudas sobre las evaluaciones realizadas por las agencias de calificación crediticia. Otro rasgo que caracteriza a este grupo de entidades es la aplicación consistente de las valoraciones, incluyendo sus propias posiciones y las de sus contrapartes.

Por lo tanto, aquellas pocas entidades que utilizaron modelos de valoración para sus exposiciones a tramos de alta calificación crediticia de titulaciones procedentes de hipotecas *subprime* con anterioridad al tercer trimestre de 2007, pudieron tomar decisiones adecuadas, como la venta de posiciones (cuando aún era posible) o la contratación de coberturas, y evitaron así pérdidas significativas en sus carteras.

---

5 En respuesta a una petición del FSF.

Las entidades que sufrieron grandes pérdidas fueron las que solían confiar en los precios del mercado primario como *inputs* en sus modelos de valoración, cuando no existían prácticamente transacciones de mercado secundario. No era infrecuente que estas entidades también confiaran en las estimaciones de las agencias de calificación crediticia.

En abril de 2008, el Senior Supervisors Group publicó otro documento conteniendo una revisión de las prácticas de desglose de información sobre las exposiciones a determinados instrumentos que el mercado consideraba en esos momentos de alto riesgo o que implicaban un riesgo superior al inicialmente previsto. En esta ocasión, el ámbito del trabajo se extendió a veinte entidades financieras con actividad internacional. El informe pretendía servir de ejemplo a otras entidades. La conclusión fundamental de este informe fue que las prácticas de desglose de información pueden mejorarse sin necesidad de reformar las normas existentes, ya que se permite a las entidades una importante discrecionalidad en la forma en la que comunican la información.

### 3.3 Fondo Monetario Internacional

El Fondo Monetario Internacional (FMI) incluyó en su Informe de Estabilidad Financiera Global de octubre de 2008 un capítulo dedicado a la contabilidad a valor razonable y su posible prociclicidad.

Su conclusión es que, a pesar de que las debilidades en la metodología de la contabilidad a valor razonable pueden introducir volatilidad y prociclicidad y, por lo tanto, se precisan algunas mejoras, sigue siendo el marco contable más adecuado para las instituciones financieras y la medida que mejor refleja las condiciones financieras de una institución. En cualquier caso, la aplicación del valor razonable hace más transparentes los efectos de la volatilidad económica en los balances que, bajo ciertos marcos de gestión del riesgo, podría exacerbar los movimientos cíclicos en los valores de los activos y pasivos. Así se muestran beneficios exagerados en los tiempos de bonanza, que generan incentivos perversos y, en sentido contrario, mayor incertidumbre sobre la valoración en momentos bajistas que puede traducirse en unas condiciones más restrictivas de crédito y afectar negativamente al crecimiento económico, justo en un momento en el que la expansión crediticia es más necesaria. Este informe señalaba que gran parte de la controversia alrededor de la contabilidad a valor razonable provenía más de las reglas de decisión de inversiones y gestión de riesgos utilizando estas valoraciones que del marco contable en sí mismo.

El FMI también realizaba algunas propuestas para tratar de solucionar los problemas que se han puesto de manifiesto con la crisis financiera. Así, señalaba que las estimaciones de provisiones y de adecuación de capital deberían ser capaces de superar los problemas derivados de la volatilidad y que una mejor transparencia se puede conseguir no con más desgloses de información, pero sí con mejores desgloses <sup>6</sup>.

También indicaba que la ampliación del concepto de las provisiones, de forma que incorpore métodos adicionales de retener los ingresos en la fase alcista del ciclo, podría proporcionar cierta protección a los balances contra los efectos procíclicos. La

---

6 Esto también lo señalaba el Senior Supervisors Group. El FMI comenta que las propuestas realizadas por el FSF también apuntan en esta dirección.

coordinación entre los reguladores contables y los supervisores prudenciales es, en opinión del FMI, necesaria para efectuar estos posibles cambios.

Las estimaciones sobre el valor razonable deben complementarse con un análisis adecuado sobre las hipótesis subyacentes en las valoraciones y un análisis de sensibilidad que permitan a los inversores formarse un juicio al respecto.

Unos desgloses de información más detallados podrían cubrir las necesidades de un grupo variado de usuarios, incluyendo inversores, supervisores, depositantes, etc.

Por otra parte, la volatilidad asociada a un balance basado en el valor razonable puede implicar que el balance deje de ser el principal mecanismo para evaluar el capital de un banco. Los participantes en los mercados y los supervisores pueden pasar a fijar su atención en los estados de flujos de caja o en los estados de patrimonio o de ingresos, así como en las mediciones del riesgo para obtener una información más útil. Estos estados financieros deben evolucionar para dar respuesta a las necesidades de los usuarios.

Adicionalmente, el FMI resaltaba que las simulaciones parecen indicar que la aplicación del valor razonable en ambos lados del balance introduciría un componente contracíclico que podría amortiguar algunos de los *shocks* financieros que pueden dar lugar a grandes oscilaciones en el patrimonio de los bancos. Sin embargo, debe también tenerse en cuenta el riesgo que tiene esta práctica de producir ganancias cuando la valoración de los pasivos empeora, lo cual es especialmente grave cuando un deterioro de la capacidad crediticia de un banco, y el subsiguiente descenso en el valor de su propia deuda, resulta en beneficios, provocando una falsa sensación de mejora en la posición de recursos propios de la entidad.

Por último, el FMI consideraba importante la mejora del marco de aplicación del valor razonable, de forma que los participantes en el mercado y los supervisores estén mejor informados, para así poder promover la disciplina de mercado y la estabilidad financiera. La solución fragmentaria que actualmente existe entre los enfoques contable, prudencial y de gestión de riesgos para realizar las valoraciones es insuficiente y debe ser coordinada. Para ello, se deberán realizar ajustes en los tres ámbitos mencionados, teniendo en cuenta que ninguno de ellos debe subordinar la consecución de sus objetivos a cualquiera de los otros (específicamente, las normas contables no deben distorsionarse en pos de objetivos prudenciales porque podría ponerse en peligro la consecución de la imagen fiel que deben proporcionar los estados financieros a los inversores).

## 4 Medidas adoptadas por el IASB en respuesta a la crisis

El IASB adoptó un conjunto de medidas sobre determinados aspectos que se han mostrado relevantes en las actuales condiciones de mercado y que precisan de solución urgente<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Publicó en abril de 2008 el informe *Mejorando la Fortaleza Institucional y del Mercado* en respuesta a los requerimientos del FSF.

## 4.1 Entidades fuera de balance y baja de activos

Como se ha mencionado, uno de los aspectos destacados en los informes de diferentes organismos internacionales es la necesidad de mejorar la contabilidad y los desgloses de información acerca de los vehículos de propósito especial, entre los que destacan aquellos utilizados por las entidades para transferir activos financieros en balance mediante la figura de la titulización. Mediante estos vehículos se posibilita la transferencia del riesgo de crédito de determinados activos a terceros.

Sin embargo, esta transferencia, ya fuese a través de la titulización clásica de financiación, o mediante titulizaciones sintéticas que incorporan derivados de crédito, implicaba en la mayoría de los casos una retención de buena parte de los riesgos y beneficios asociados a los activos transferidos, por ejemplo mediante la concesión de mejoras crediticias, a través de garantías, fondos de reserva o la suscripción de la serie de bonos más subordinada. Había también, en muchos casos, una relación o involucración continua con los activos transferidos, tanto por la retención del servicio de la deuda, como por la propia administración de los activos del vehículo.

Todo lo anterior, sumado a la necesidad de evitar el riesgo reputacional, ha llevado en la reciente crisis financiera a que muchas entidades asuman con pérdidas activos previamente titulizados que habían sido dados de baja del balance de la entidad cedente.

Esto ha llevado al FASB y al IASB a analizar las debilidades de la normativa vigente y a proponer criterios más sólidos. No se debe olvidar, sin embargo, que en ocasiones las bajas de balance se produjeron por una aplicación un tanto forzada de las normas. Se debe destacar que esto no ha sucedido en España, donde tanto la CNMV como el Banco de España han vigilado la aplicación adecuada de la normativa internacional.

En cualquier caso, el IASB, que ya estaba abordando al tema, decidió acelerar sus trabajos. En primer lugar, el IASB tenía en proyecto integrar en una misma norma y bajo el mismo concepto de “control” los dos criterios que se exigen actualmente para la consolidación de una filial o un vehículo en el balance de la entidad controladora, el criterio de control como “poder” en la NIC 27, y el concepto de control como “asunción de la mayoría de riesgos y beneficios” contenido en la SIC 12. La nueva definición que baraja el IASB abarca, de manera más explícita que en la actualidad, ambos conceptos de control, esto es, el poder de dirigir las políticas financieras y operativas de la entidad controlada con el fin de obtener un beneficio. En aquellos casos en que, por tratarse de entidades autopilotadas, el control como poder de dirección se habría ejercido en la constitución del vehículo, el énfasis posterior se concentraría en la idea de la obtención y apropiación de un beneficio. Este proyecto, que persigue la convergencia con los US GAAP, está, sin embargo, siendo liderado por el IASB, mientras que el FASB está esperando a una mayor concreción en los resultados alcanzados. Se prevé la publicación de un *Exposure Draft* para antes de la finalización de 2008 o principios de 2009.

El IASB también trabaja en la determinación de los criterios para dar de baja del balance (des-reconocimiento) activos financieros. Cabe recordar que la NIC 39 indica que, en el análisis de la baja de un activo financiero del balance de un determinado vehículo, primero se deben consolidar todas las entidades y vehículos bajo control

y, posteriormente, a partir del balance consolidado, se aplicarían los criterios de baja de la NIC 39.

El tratamiento actual es ciertamente complejo, especialmente en aquellos casos en que todos los riesgos y beneficios ni se han transferido ni se han retenido y, además, se debe analizar la relación continua de la entidad cedente en los activos cedidos. Esta situación da lugar a tratamientos contables complejos que pueden conducir, incluso, a la duplicación de determinados activos y pasivos. Se espera que esté disponible un borrador de este trabajo a lo largo del primer trimestre de 2009.

## 4.2 Medición y desgloses en relación al valor razonable

El IASB ya viene trabajando sobre el concepto de valor razonable desde mediados de 2005. Su propósito es establecer guías y criterios consistentes para medir el valor razonable de cualquier activo o pasivo cuando alguna NIIF así lo requiera. Así, publicó<sup>8</sup> un *Discussion Paper* que incluye una norma emitida por el FASB, que unifica los criterios de determinación del valor razonable en los US GAAP, denominada SFAS 157, junto con algunas reflexiones propias del *staff* del IASB. Se trata de un proyecto muy importante, y más aún en las circunstancias actuales, en las que, como se ha comentado anteriormente, se habla de la posible prociclicidad del valor razonable y su impacto en el capital regulatorio.

Por otra parte, también se ha criticado la utilización del valor razonable en la medida que no existe un marco teórico robusto que lo sustente, que especifique su naturaleza y objetivos y que permita determinar si es apropiado o no para una determinada clase de activo o pasivo.

Así, en la definición del SFAS 157 se habla del precio que se obtendría en una transacción ordenada entre participantes de mercado. Esto plantea la problemática de qué ocurre cuando no hay mercado. Tampoco está definido si se trata de un precio de entrada o de salida y, en este último caso, la racionalidad de aplicarlo en activos que no se tiene la intención de enajenar, sino que su propósito es ser consumidos internamente o mantenidos hasta su vencimiento.

Objetivos como permitir una adecuada evaluación de la gestión de los activos confiada a los administradores de la entidad, medir en términos adecuados y comparables la rentabilidad de los activos y fondos propios, o poder decidir adecuadamente entre varios proyectos alternativos, deben ser explorados y explicados oportunamente, con el fin de que contribuyan a establecer si el valor razonable es el criterio de medición adecuado para todos los instrumentos financieros y también para determinadas clases de activos no financieros, tales como inversiones inmobiliarias o activos biológicos.

La falta de liquidez pone asimismo de relieve la necesidad de definir la unidad de cuenta apropiada, esto es, si siempre los estados financieros se deben referir al valor razonable de elementos individuales o si cabe en algunas ocasiones referirse a un conjunto o bloque de activos, por ejemplo, cuando son gestionados o se tiene la intención de disponer de ellos de forma conjunta.

---

8 En el cuarto trimestre de 2006.



Sin embargo, en el corto plazo existe la necesidad de disponer de guías en relación a instrumentos financieros cotizados en mercados que se hayan vuelto inactivos, con una liquidez que se ha visto seriamente mermada. Para ello, como ya se ha comentado, el IASB constituyó en mayo un Panel de Expertos que ha elaborado guías educativas sobre la determinación del valor razonable de instrumentos ilíquidos, así como ejemplos de prácticas utilizadas respecto de desgloses de información. En ellas se plantean cuestiones sobre la subjetividad e incertidumbres asociadas a la determinación del valor razonable, sobre los modelos y principales *inputs* utilizados, así como sobre la sensibilidad del valor razonable a determinados *inputs* no observables de mercado, y a variaciones en estos.

Entre la fecha de puesta a consulta pública del informe conteniendo las guías y su publicación final<sup>9</sup> habían ocurrido algunos acontecimientos importantes. La crisis se había recrudecido de manera notable, algunas entidades financieras anunciaron problemas de viabilidad, lo cual contribuyó a reducir todavía más la liquidez de los mercados, y el propio IASB aprobó la modificación de la NIC 39 permitiendo las reclasificaciones desde la cartera de negociación.

El informe del Panel incluye una descripción de prácticas utilizadas por diversas entidades en la determinación del valor razonable de instrumentos poco líquidos, así como acerca de los desgloses de información asociados. Se trata de guías que formarán parte del volumen educacional sobre instrumentos financieros que publica anualmente el IASCF. No tienen, por lo tanto, rango normativo ni carácter obligatorio, ni se prejuzga la posibilidad de que existan otras maneras de determinar el valor razonable o de suministrar desgloses de información conformes igualmente con las normas internacionales.

Las modificaciones realizadas al informe no deben entenderse como contradictorias con su redacción inicial sino que ponen de manifiesto que la aplicación de los criterios generales de las NIIF en las condiciones actuales forzaría a las entidades a utilizar modelos internos de valoración, basados en ocasiones en *inputs* no observables de mercado. Al mismo tiempo, cuando muchas entidades están atravesando serias dificultades financieras, es probable que algunas de las transacciones de mercado sean verdaderamente transacciones forzadas. Por ello, se incluye, en línea con el FASB *Staff Position* mencionado previamente, que no cabe considerar que todas las transacciones de mercado, de manera automática, son apropiadas para la determinación del valor razonable, sin que quepa tampoco afirmar el extremo contrario.

El informe determina que las transacciones en un mercado inactivo son *inputs* a utilizar en cualquier modelo de valoración, aunque no serán determinativas en sí mismas del valor razonable. De hecho, ambos enfoques no son necesariamente contradictorios ya que en mercados ilíquidos los precios de transacciones reales pueden necesitar de ajustes significativos, ya sea por no ser precios recientes, por obedecer a transacciones forzadas, o por referirse a mercados donde las transacciones han pasado a ser infrecuentes. En este contexto, el uso de modelos basados en estimaciones internas de flujos es considerado aceptable pero se reclama al mismo tiempo que se tengan en cuenta los riesgos actuales, incluyendo iliquidez y calidad crediticia.

---

9 El Panel publicó primero un borrador a consulta el 16 de septiembre de 2008, con plazo para recibir comentarios hasta el 3 de octubre y finalmente, el 31 de octubre se publica el informe definitivo, tras haber analizado los 37 comentarios recibidos.

Pueden darse otros casos especiales que inducen a la reflexión. Se podría imaginar un mercado donde apenas hubiera transacciones reales, pero que se produjera una transacción real el 31 de diciembre, justo unos minutos antes del cierre de las bolsas. Y que además se identificaran las siguientes características de la transacción: (i) el importe ha sido poco significativo, tanto desde la óptica de la entidad que quiere utilizar la transacción para valorar el instrumento en su balance, como desde la perspectiva de cualquiera de las dos partes contratantes en la transacción; (ii) la transacción inmediatamente anterior tuvo lugar hace más de 15 días; (iii) ninguna de las partes en la transacción son operadores habituales del mercado para ese instrumento y, por lo tanto, no están habituadas a valorar este tipo de instrumentos. Estas circunstancias serían susceptibles de arrojar dudas acerca de la validez de dicha transacción como determinante por sí misma para fijar el valor razonable. Existe la posibilidad de que las partes no hubiesen procedido a ajustar adecuadamente el precio de la transacción anterior para tener en cuenta los cambios en las condiciones de mercado, por lo que parece sensato que la entidad que debe determinar el valor razonable del instrumento obtenga y utilice fuentes y evidencias reales, que le ayuden a juzgar la calidad del precio procedente de la transacción efectiva.

La diferencia entre el valor fundamental para una entidad de un determinado instrumento financiero y su valor razonable es que el primero es un valor específico de la entidad y dependiente, por tanto, de las propias expectativas y estimaciones de la entidad. Por el contrario, el valor razonable en un mercado activo refleja las expectativas del propio mercado, resultado de conciliar las distintas expectativas particulares de cada uno de los participantes en el mercado a través del juego de la oferta y la demanda, junto con las actuaciones de arbitraje que buscan aprovecharse de ineficiencias. Cuando las transacciones son muy infrecuentes, aumenta la posibilidad de que no haya transacciones recientes o reales y se incrementa el riesgo de que el precio de una transacción real refleje, no ya expectativas generales del mercado, sino las particulares de las dos partes específicas participantes en la transacción. Esto puede obligar a obtener evidencias adicionales, tales como fuentes de precio alternativas, procedentes de *brokers* y *pricing services*, precios de instrumentos similares, índices, precios de consenso, etc.

### 4.3 Reclasificación de activos desde la cartera de negociación

Como ya se ha señalado, el ECOFIN del 7 de octubre solicitó al IASB que resolviese de manera urgente, antes de finalizar el propio mes de octubre, la desventaja competitiva originada por la diferencia que existía entre las NIIF y los US GAAP, en relación con la posibilidad de reclasificación de activos financieros fuera de la cartera de negociación.

La NIC 39 *Instrumentos Financieros: Reconocimiento y Medición* prohibía tajantemente cualquier reclasificación de un instrumento financiero dentro o fuera de la cartera de “a valor razonable con cambios en la cuenta de resultados”, que incluye, entre otras, a la cartera de negociación.

Sin embargo, la norma estadounidense relevante a estos efectos, el SFAS 115, sí permitía la reclasificación desde la cartera de negociación a otras carteras que se valoran al coste amortizado, aunque sólo en “raras circunstancias”. Hay que señalar que la norma no delimitaba tales circunstancias raras, si bien, en la práctica, tanto el FASB como la SEC norteamericana venían interpretando que esas circunstancias

se producían nunca o casi nunca. De hecho, con anterioridad a la crisis *subprime*, no consta que ninguna empresa norteamericana hubiese hecho uso de esa facultad para reclasificar activos de la cartera de negociación a otra cartera.

Antes de continuar con el proceso que llevó al IASB a aprobar el citado cambio en la NIC 39 y analizar su contenido, resulta de interés describir de forma sucinta los tipos de carteras de instrumentos que contempla la NIC 39, y sus criterios de medición e imputación ya sea a resultados, ya sea a patrimonio directamente:

- Préstamos y otras cuentas a cobrar. Se miden por su coste amortizado. No puede incluir instrumentos cotizados en mercados activos.
- Inversiones mantenidas a vencimiento. Se miden también por su coste amortizado. Sí pueden incluir instrumentos cotizados en mercados activos. Se precisa que la entidad tenga la intención y capacidad financiera para mantenerlos hasta su vencimiento. Existe la penalización de que si se vende una parte significativa de esta cartera, el resto no enajenado se “contamina” y debe reclasificarse en la cartera de disponibles para la venta.
- Cartera de a valor razonable con cambios en resultados. Esta cartera, como su nombre indica, se mide por su valor razonable, y sus cambios se reflejan en la cuenta de pérdidas y ganancias. Incluye 3 subcarteras:
  - a) Derivados que no sean de cobertura.
  - b) Instrumentos financieros designados en el momento inicial como pertenecientes a esta cartera.
  - c) Cartera de negociación (*trading*). La componen instrumentos que forman parte de un conjunto de activos que se negocian frecuentemente con el fin de obtener plusvalías por variaciones de precios en el corto plazo.
- Activos financieros disponibles para la venta. Son activos que se miden también por su valor razonable, pero los cambios en el valor razonable se registran directamente contra patrimonio y no en la cuenta de resultados, hasta el momento de la venta o si se determina que el activo está deteriorado.

El IASB decidió aprobar, con fecha de 13 de octubre, una modificación de una norma sin ponerla a consulta pública previamente, modificando la NIC 39 en su párrafo 50, y añadiendo requisitos adicionales de desgloses de información acerca de las reclasificaciones efectuadas, modificando para ello la NIIF 7 *Instrumentos financieros: Desgloses de Información*.

Una reacción tan expeditiva se vio secundada por la propia actuación de la Comisión Europea. Al día siguiente por la mañana el EFRAG emitía su informe técnico favorable a la convalidación de la norma, y el miércoles 15, dos días después, el Comité Regulador Contable (ARC) votó también a favor. Ese mismo día la Comisión Europea la convalidó mediante la publicación del Reglamento comunitario N<sup>o</sup> 1004/2008, de 15 de octubre. A grandes rasgos las principales modificaciones son las que se detallan a continuación.

De las tres subcarteras descritas a valor razonable con cambios en resultados, se permite ahora la reclasificación de activos de la cartera de negociación a la de inversiones mantenidas a vencimiento, con efecto desde el 1 de julio de 2008, en “circunstancias raras”. Y en la nota de prensa mediante la que se anunció el cambio normativo,

el IASB aclaraba que el momento actual cumple la condición de “circunstancia rara”. Con ello, tales activos pueden empezar a ser medidos por su coste amortizado desde dicha fecha de 1 de julio. El coste amortizado será su valor razonable en la fecha de reclasificación. Esto permite a algunas entidades financieras no tener que registrar las pérdidas sufridas en el tercer trimestre de 2008, asociadas a los cambios en el valor razonable de tales activos, siendo probablemente Deutsche Bank el caso que más relevancia ha tenido en los medios de comunicación. Esta entidad alemana ha presentado un resultado positivo en el tercer trimestre de 414 millones de euros, al haber reclasificado 24,9 mil millones de euros a la cartera de préstamos y otras cuentas a cobrar, desde la cartera de negociación (12,8 mil millones) y de la de disponibles para la venta (12,0 mil millones), para empezar a ser medidos a su coste amortizado, lo cual ha permitido no imputar en la cuenta de resultados pérdidas en la cartera por 845 millones de euros y un ajuste negativo directamente en patrimonio por minusvalías de 649 mil millones de euros.

La modificación permite también reclasificar activos bien desde la cartera de negociación, bien desde la de activos financieros disponibles para la venta, a la de créditos y otras cuentas a cobrar, en la medida que tales activos cumplieran la definición de créditos y otras cuentas por cobrar y la entidad tenga la intención de mantenerlos al menos en un plazo previsible.

Finalmente, se modifica la NIIF 7, que requiere que las entidades que hagan uso de esta posibilidad suministren información adecuada acerca de cuál hubiese sido el efecto en resultados o patrimonio de no haberse producido la reclasificación.

Al mismo tiempo conviene destacar que algunos aspectos de la reforma han suscitado problemas de interpretación.

En particular, el nuevo párrafo 103G de la NIC 39, indica que las modificaciones se aplicarán desde el 1 de julio de 2008, pero que cualquier reclasificación de un activo financiero hecha en periodos que comiencen con posterioridad al 1 de noviembre de 2008 tendrá efecto solamente desde el día que se efectúe la reclasificación. Literalmente esto podía entenderse como que aquellas entidades que publiquen estados financieros trimestrales, siguiendo el año natural, en el cuarto trimestre de 2008, que comienza el 1 de octubre, todavía podrían aplicar retroactivamente la reclasificación al inicio del periodo (1 de octubre), aunque la reclasificación del activo se hubiese producido con posterioridad (por ejemplo, 20 de diciembre). Sin embargo, ante las dudas planteadas, el IASB manifiesta en su *Update* del mes de octubre que si una entidad decide la reclasificación de un activo con anterioridad al 1 de noviembre, puede aplicar retroactivamente el cambio desde el 1 de julio, pero si la reclasificación es posterior al 1 de noviembre, tendrá efecto desde el propio día de la reclasificación. Posteriormente, y ante la situación de incertidumbre creada, el IASB emite una nueva norma aclarando definitivamente el asunto.

Otra cuestión que ha suscitado dudas es cuándo debía evaluarse, de acuerdo con el nuevo párrafo 50D, si un activo clasificado como disponible para la venta cumplía con la definición de préstamos y otras cuentas a cobrar. Algunos entienden que se debe referir a la fecha en que el activo se clasificó inicialmente como disponible para la venta. Otros entienden que sería suficiente evaluar el cumplimiento en la fecha de la reclasificación. Esto tiene importancia, en la medida que uno de los requisitos a cumplir es que el activo no cotee en un mercado activo, y dada la reducción general de la liquidez, es bastante más probable que esta condición se cumpla en la fecha de

reclasificación (por ejemplo, el 1 de julio de 2008) que cuando el activo fue registrado inicialmente. Parece que la duda se ha generado por una incorrecta redacción, debido en parte a la premura en aprobar la norma, y al hecho de que se barajaron varias versiones de la norma, lo cual pudo haber producido cierta inconsistencia interna entre los distintos párrafos de la versión final. Por ello, la interpretación segunda, en la fecha de reclasificación, que es adoptada por varias firmas de auditoría, podría ser aceptable.

## 5 CESR

CESR (Comité Europeo de Reguladores de Valores) tiene como funciones principales mejorar la coordinación entre los supervisores de valores en la UE, asesorar a la Comisión Europea y trabajar para asegurar una implementación consistente de la normativa comunitaria en todos los estados miembros de la Unión. Dado que los supervisores de valores son las instituciones que normalmente se encargan de la supervisión de la aplicación de las normas contables internacionales en sus respectivas jurisdicciones, CESR participa activamente en el desarrollo e implantación de las NIIF a través de un diálogo constante con todas las partes relevantes implicadas en este proceso.

Por ello, no es de extrañar que CESR haya adoptado un rol muy activo durante todo este periodo, en ocasiones a instancias de la Comisión Europea, o por su propia iniciativa. En algunas de estas actuaciones, CESR ha actuado coordinadamente con CEBS y CEIOPS, los otros dos comités de supervisores de la UE que componen el nivel tres de Lamfalussy (*3L3 Committees*).

Así, atendiendo a la petición del ECOFIN, CESR acometió separadamente la elaboración de unas guías conteniendo mejores prácticas en relación con la determinación del valor razonable de instrumentos ilíquidos y desgloses de información asociados<sup>10</sup> y, al igual que ocurre con el documento del Panel de Expertos del IASB, su lectura debe realizarse en conjunción con una clarificación conjunta al respecto de la SEC y el FASB, y con el trabajo realizado por IASB acerca del informe final del propio Panel<sup>11</sup>.

En los documentos más recientes tanto del FASB y la SEC como del Panel del IASB, se recoge mayor evidencia del endurecimiento de las condiciones de mercado, con un descenso drástico de la liquidez y una situación financiera más complicada para algunas entidades, que hace menos remota la posibilidad de encontrarse con transacciones que puedan calificarse como forzadas.

En consecuencia<sup>12</sup>, los tres comités de nivel 3 (3L3) de la Unión Europea publicaron un comunicado conjunto en el que avalan las últimas iniciativas del IASB, incluyendo la modificación por vía de urgencia de la NIC 39 para permitir reclasificaciones

---

10 Este informe, puesto a consulta pública el 10 de julio de 2008, hasta el 12 de septiembre, se publicó tras haber mantenido diversas consultas con emisores financieros a nivel europeo y sus auditores. Fue tenido en cuenta por el ECOFIN en su reunión de septiembre.

11 CESR publicó su informe definitivo con fecha 3 de octubre de 2008. El documento de CESR fue utilizado además por el Panel como un *input* al trabajo que estaba llevando a cabo.

12 21 de octubre.

entre carteras de instrumentos financieros, alcanzando la convergencia con los US GAAP y evitando posibles desventajas competitivas<sup>13</sup>.

Como ya se ha expuesto en este trabajo, esta modificación permitió a las entidades financieras reclasificar, con efectos desde el 1 de julio de 2008, activos financieros desde las carteras de negociación y de activos disponibles para la venta, bajo ciertas condiciones, a la cartera de préstamos o de activos mantenidos a vencimiento, que son medidas ambas a coste amortizado. Esto ha permitido a algunas entidades financieras en la UE evitar reconocer en el tercer trimestre de 2008 parte de las pérdidas derivadas del descenso en la cotización en el periodo relativas a activos de renta fija que mantuviesen en la cartera de negociación, o el decremento patrimonial de los que se hallasen clasificados como disponibles para la venta.

Los comités 3L3 animaban en su comunicado a los emisores y auditores a tener en cuenta estas nuevas indicaciones del *staff* del IASB (acerca de la compatibilidad de la clarificación de la SEC y el FASB con las NIIF), de manera inmediata, en la medida que facilitan y flexibilizan la determinación del valor razonable ante el endurecimiento de la situación de crisis.

Finalmente, manifiestan su disposición a colaborar y continuar trabajando con la Comisión Europea y el IASB en cualquier otro aspecto de la NIC 39 y la NIIF 7 que se considere relevante. En este sentido, CESR ha iniciado el análisis de algunos temas abiertos como la problemática de los derivados de crédito implícitos en ciertas titulaciones sintéticas y la cuestión de si deben ser objeto de separación o no del contrato principal; y la necesidad de evaluar si es adecuado extender la reclasificación a instrumentos designados inicialmente a valor razonable con cambios en resultados. Un último tema es la posibilidad de revisión del tratamiento actual del deterioro de los activos financieros disponibles para la venta, en relación con la reversión de los instrumentos de capital vía patrimonio, así como respecto a la obligación que hoy existe de reclasificar el importe total de las minusvalías, previamente registradas en patrimonio, en la cuenta de resultados si un activo de renta fija pasa a considerarse como deteriorado, sin que quepa desdoblar el efecto del deterioro en flujos de efectivo futuros, del que resulta de un incremento en el tipo de descuento respecto de la tasa efectiva inicial del instrumento.

## 6 Conclusiones

La situación actual ha sometido a una tensión sin precedentes a todo el marco conceptual relativo a los instrumentos financieros y la determinación de su valor razonable. Este hecho ha tenido también consecuencias positivas, pues ha servido para poner de manifiesto ciertas deficiencias y la necesidad de guías adicionales que permitan a los emisores una aplicación consistente de las NIIF en unas condiciones extremas de mercado, que han causado una falta casi absoluta de referencias de

---

13 Esta iniciativa había sido señalada como urgente y necesaria en el ECOFIN del 7 de octubre, donde se urgía al IASB a resolverla antes del fin del propio mes de octubre. El documento conjunto aplaude también la celeridad de la Comisión Europea en adoptar la modificación en tan sólo dos días, tras haberse publicado la modificación de la NIC 39 el 13 de octubre. Una respuesta tan rápida evitó además que se tomaran medidas unilaterales en la UE, con la aprobación de un nuevo *carve-out* o separación de la NIC 39, que hubiera disminuido el grado de convergencia con las NIIF tal y como son aprobadas por el IASB.

mercados activos para muchos de los instrumentos financieros mantenidos en los balances de las entidades financieras.

Otro factor positivo ha sido evidenciar que los reguladores contables necesitan contar con procedimientos robustos, pero lo suficientemente flexibles y ágiles para dar respuesta a demandas urgentes en situaciones de especial emergencia como las actuales.

Algunos reclaman la suspensión temporal e incluso abolición permanente del valor razonable y su sustitución por el coste histórico o medidas tan artificiales como utilizar medias semestrales de cotizaciones.

En el fondo, muchas de esas demandas sólo conseguirían reducir el nivel de transparencia de la verdadera situación financiera de las entidades y podrían llegar a ser contraproducentes, al aumentar la desconfianza en las empresas y el mercado en general, retrayendo aún más la liquidez del sistema. En este contexto, la contención de la dinámica desestabilizadora que ocasiona la caída de los precios de los activos debe probablemente recaer más en la regulación prudencial que en la normativa contable.

Dicho lo anterior, se debe reconocer que sería bueno que los reguladores contables internacionales estableciesen un marco conceptual robusto acerca de la medición de activos y pasivos, y señalasen cuáles son las finalidades perseguidas, las ventajas y desventajas de cada criterio de valoración, y la razón para determinar cuál es el criterio más adecuado para cada categoría de activos y pasivos.

Respecto del valor razonable, quedan todavía muchos puntos abiertos pendientes de clara fundamentación teórica, por ejemplo, si se debe utilizar un precio de entrada o salida, la unidad adecuada de medida (problemática de los bloques) o la distinción con el valor fundamental. Dado que el valor razonable aspira a reflejar transacciones entre participantes del mercado, cuando este en la práctica no existe se precisan criterios y guías adicionales. En este sentido, sería necesario profundizar en ciertos detalles cuando se trata con mercados inactivos, como, por ejemplo, sentar unos principios robustos respecto de en qué casos se puede someter un precio obtenido en una transacción corriente en un mercado inactivo a ajustes significativos.

Asimismo, resulta preciso respetar en la medida de lo posible los procedimientos establecidos (*due process*) para la elaboración y modificación de las normas. En concreto, siempre debe existir un periodo mínimo de consulta con el fin de permitir que se reciban las reacciones de las diversas partes interesadas y no incurrir en modificaciones apresuradas en las que no se haya podido evaluar con un mínimo de cuidado los impactos transversales sobre el resto de las normas. Ello, por su parte, resulta compatible con la necesidad de modular la longitud de los periodos de consulta pública en función del grado de urgencia de la reforma prevista.

En todo caso, debe hacerse lo posible para que cualquier cambio en las normas vigentes resulte compatible con el objetivo de alcanzar un solo conjunto de principios de información financiera aplicable a las empresas cotizadas en todos los mercados internacionales. Ello implica evitar que las normas europeas se distancien mediante los correspondientes apartamientos o *carve-outs* de los principios internacionales y acelerar la convergencia de todas las normas nacionales, incluidas las norteamericanas, con las emitidas por el IASB. La estructura de gobierno y la legitimidad de esta institución deben reforzarse mediante el establecimiento —ya previsto— de un

comité de seguimiento de su trabajo en el que participen los supervisores de valores relevantes.

## 7 Bibliografía

CESR (2008): "CESR Statement: Fair value measurement and related disclosures of financial instruments in illiquid markets". CESR Website. Paris. Ref. CESR/08-713b.

CESR (2008): "CESR welcomes IASB's guidance on measuring and disclosing the fair value of financial instruments in non-active markets". CESR Website. Paris. Ref. CESR/08-888.

CESR, CEBS y CEIOPS (2008): "Joint Statement from CESR, CEBS and CEIOPS regarding the latest developments in accounting". CESR Website. Paris. Ref. CESR/08-839.

EU Commission (2008): "Accounting Standards: Commission welcomes IASB guidance on the application of fair value measurements when markets become inactive". Brussels. IP/08/1636.

EU Commission (2008): "Further issues related to IAS 39". Brussels. MARKT.F3/AD D (2008) 47947.

EU Commission (2008): "Commission Regulation (EC) N° 1004/2008 of 15 October 2008". Brussels.

Financial Stability Forum (2008): "Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience". Financial Stability Forum Website. Basilea.

Financial Stability Forum (2008): "Update on the Implementation of the FSF's Recommendations". Financial Stability Forum Website. Basilea.

Financial Stability Forum (2008): "Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience. Follow-up on Implementation". Financial Stability Forum Website. Basilea.

FMI (2008): "Global Financial Stability Report. Financial Stress and Deleveraging. Macrofinancial Implications and Policy, Oct 08". FMI Website. Washington DC.

IASB (2008): "Expert Advisory Panel: Meeting Summaries". IASB Website. London.

IASB (2008): "Amendment to IAS 39 & IFRS 7: Reclassification of Financial Assets". London.

IASB (2008): "Exposure Draft Improving Disclosures about Financial Instruments". IASB Website. London.

IASB (2008): "IASB response to the credit crisis". IASB Website. London.

IASB (2008): "IASB announces next steps in response to credit crisis". IASB Website. London.

IASB (2008): "IASB staff position on SEC-FASB clarification on fair value accounting". IASB Website. London.



IASB (2008): "IASB provides update on applying fair value in inactive markets". IASB Website. London.

IASB (2008): "IASB Expert Advisory Panel: Measuring and disclosing the fair value of financial instruments in markets that are no longer active". IASB Website. London.

IOSCO (2008): "Report on the Subprime Crisis". IOSCO Website. Madrid.

IOSCO (2008): "The role of credit rating agencies in structured finance markets". IOSCO Website. Madrid.

IOSCO (2008): "IOSCO Technical Committee Statement on Accounting Standards Development and Enforcement". IOSCO Website. Madrid.

SEC and FASB (2008): "SEC Office of the Chief Accountant and FASB Staff Clarifications on Fair value Accounting". SEC Website. Washington.

Senior Supervisors Group (2008): "Observations on Risk Management Practices during the Recent Market Turbulence". Financial Stability Forum Website. Basilea.

Senior Supervisors Group (2008): "Leading-Practice Disclosures for Selected Exposures". Financial Stability Forum Website. Basilea.



# Los mercados de renta fija privada en Europa

Elías López Blanco (\*)

\* Elías López Blanco pertenece a la Dirección de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.



# 1 Introducción

Las emisiones de renta fija privada han experimentado un fuerte crecimiento en todo el mundo durante los últimos años como consecuencia, fundamentalmente, de los bajos tipos de interés existentes. Las instituciones financieras, de modo especial, han jugado un papel decisivo en la dinamización de los mercados de renta fija, como consecuencia de sus crecientes necesidades de financiación. Las empresas no financieras también han incrementado notablemente sus emisiones, aunque de forma más moderada. El aumento de la emisión ha ido acompañado de una presencia cada vez mayor de instrumentos complejos, entre los que destacan diversos tipos de bonos respaldados por activos.

La crisis financiera iniciada en agosto de 2007 ha suscitado la necesidad de revisar diversos aspectos del proceso de calificación, valoración y distribución de los instrumentos más complejos. Asimismo, la iliquidez observada en algunos mercados secundarios mayoristas, esenciales en la generación de precios de referencia para la valoración de las carteras de los inversores y para la propia financiación de las entidades de crédito, ha concentrado una mayor atención de la comunidad financiera y los reguladores en el funcionamiento de los mercados de renta fija privada. El interés en estos mercados se ve acrecentado, además, por un viejo debate, el de los requisitos de transparencia de la negociación exigibles en los mercados secundarios de renta fija, que ha cobrado de nuevo actualidad tras la aprobación de la Directiva de Mercados en Instrumentos Financieros (MiFID).

El presente artículo tiene como objetivo ofrecer una visión panorámica, aunque necesariamente esquemática, de los mercados de deuda privada europeos. Este ejercicio descriptivo pretende contribuir a un mejor conocimiento de la regulación y los sistemas de funcionamiento de estos mercados. En particular, se pretende ofrecer una descripción de los sistemas de colocación más frecuentes en los mercados primarios, así como de los tipos de mercados y sistemas de negociación en los mercados secundarios. Atendiendo a estos objetivos, el artículo se estructura como sigue: el apartado 2 ofrece datos relevantes de la evolución de las emisiones en Europa y las compara con otras áreas geográficas, el apartado 3 se dedica a la regulación y los procedimientos de colocación en los mercados primarios, el apartado 4 aborda la regulación y los distintos tipos de infraestructuras de negociación ofertados en los mercados secundarios y, finalmente, el apartado 5 presenta las conclusiones.

## 2 Datos básicos

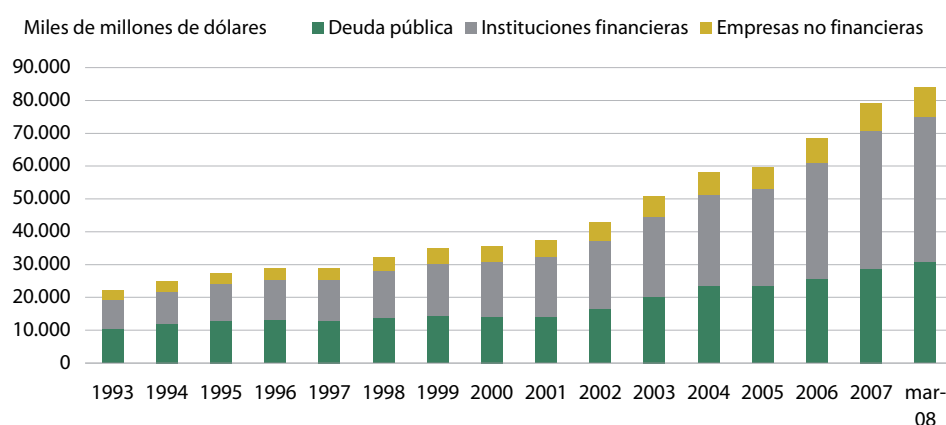
Las emisiones de renta fija experimentaron un fuerte crecimiento en todo el mundo a partir de 2002. Así, mientras que los saldos vivos globales crecieron a una tasa anual promedio cercana al 7% entre 1992 y 2001, dicho promedio fue del 13,5%

entre 2002 y 2007. El aumento se vio favorecido por un contexto de bajos tipos de interés, que tuvo su inicio en el breve periodo recesivo experimentado por la economía norteamericana en 2001 y que se mantuvo desde entonces. Como se aprecia en el gráfico 1, la actividad emisora de las instituciones financieras constituyó el principal motor del crecimiento global de los saldos vivos, mientras que las emisiones de las administraciones públicas crecieron a un ritmo considerablemente menor. También aumentaron, aunque en mucha menor medida, las emisiones de las empresas no financieras.

De acuerdo con los datos del Banco Internacional de Pagos, e incluyendo tanto las emisiones destinadas a los mercados internacionales como las destinadas exclusivamente a los mercados domésticos, el saldo vivo total de las emisiones de renta se situaba en marzo de 2008 en torno a 84 billones de dólares. Las emisiones de las instituciones financieras suponían el 52% del total y las de las empresas no financieras se aproximaban al 11%.

**Saldo vivo global de las emisiones de renta fija**

GRÁFICO 1



Fuente: Banco Internacional de Pagos y elaboración propia.

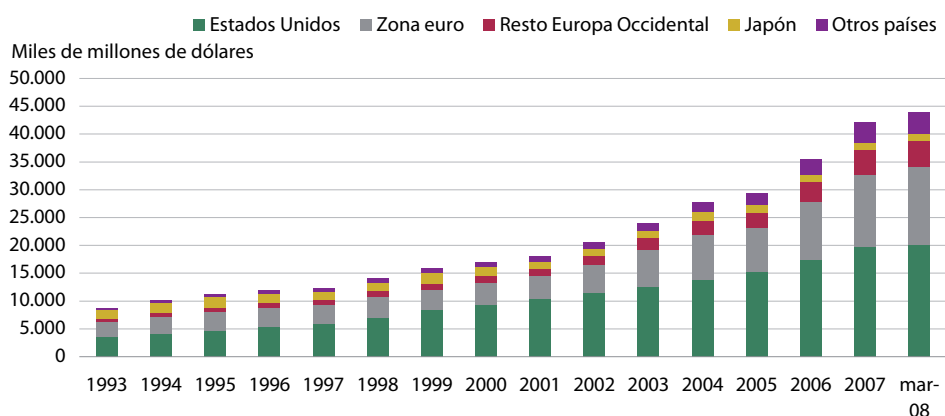
El sector de instituciones financieras incluye a las entidades de crédito, las agencias hipotecarias (en el caso norteamericano), los vehículos de titulización, las compañías de seguros y otras entidades financieras. La actividad emisora se concentra fundamentalmente en torno a los tres primeros tipos de instituciones. Una parte sustancial del aumento de la actividad de las entidades de crédito se explica por el aumento de la demanda de financiación de las actividades de consumo y de la adquisición de activos en el mercado inmobiliario. El apalancamiento empresarial motivado por la fuerte expansión de las operaciones de fusión y adquisición también ha constituido un factor significativo en el crecimiento de las emisiones.

Como se aprecia en el gráfico 2, las instituciones financieras europeas y norteamericanas concentran el grueso de los saldos vivos de este sector. En marzo de 2008, el saldo vivo correspondiente a las emisiones norteamericanas suponía el 46% del total frente al 42% de las instituciones financieras europeas, incluyendo la zona euro y otros países de Europa Occidental. El peso de la zona euro se situaba en el 32% del total.

Las emisiones de las instituciones financieras europeas han crecido durante los últimos años más que las norteamericanas. Así, entre 2002 y 2007, las primeras aumentaron a una tasa anual promedio del 22%, tanto si se considera la zona euro por separado como Europa Occidental en su conjunto, mientras que las norteamericanas se expandieron a una tasa del 11%.

### Saldo vivo global de las emisiones de renta fija de las instituciones financieras

GRÁFICO 2



Fuente: Banco Internacional de Pagos y elaboración propia.

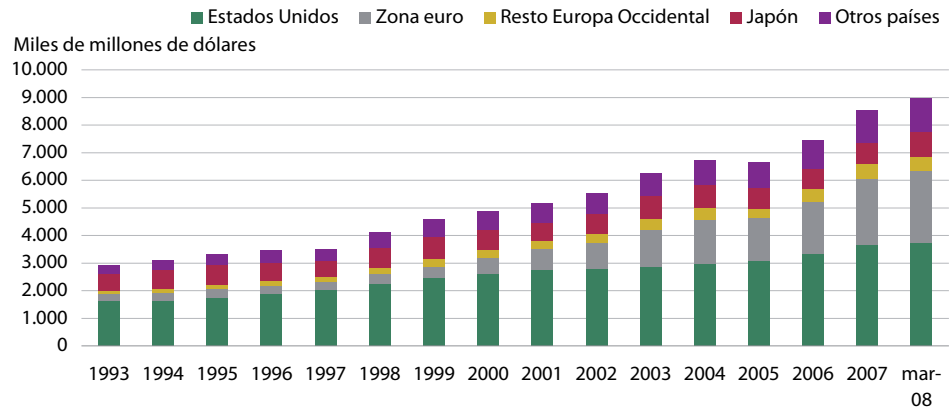
Las emisiones de deuda corporativa en sentido estricto, esto es, las realizadas por las empresas no financieras, han sido siempre considerablemente menores que las del sector financiero. El grueso de las emisiones corporativas se ha concentrado históricamente en torno a emisores de elevada calificación, aunque el desarrollo del mercado y la favorable evolución de la economía han posibilitado un significativo crecimiento de las emisiones con calificación inferior al grado inversión. El gráfico 3 pone de manifiesto que los emisores europeos también ocupan una posición destacada en este sector. En efecto, tomadas en conjunto, las emisiones de la zona euro más las de otros países de Europa Occidental concentraban en marzo de 2008 el 35% (29% para la zona euro) de los saldos vivos totales. La cuota norteamericana sigue siendo, no obstante, mayor, acumulando en torno al 42% del total.

En términos de crecimiento de las emisiones, también en este caso las europeas han crecido más que las norteamericanas durante el periodo 2002-2007. Así, mientras que las primeras han crecido a una tasa anual promedio del 20% (23% para las emisiones de la zona euro) durante dicho periodo, dicha tasa ha sido del 5% para las segundas.

A pesar del crecimiento relativamente más intenso de las emisiones de renta fija privada en Europa, la renta fija norteamericana sigue teniendo, con notable diferencia, un mayor peso que la europea en la financiación del sector privado. El gráfico 4 compara la relación entre el saldo vivo de la renta fija privada y el PIB para varios países y para la zona euro en su conjunto. Como puede apreciarse, esta medida del tamaño del mercado de renta fija privada respecto al tamaño de la economía muestra, claramente, la mayor importancia del mercado norteamericano respecto al europeo, aunque también se pone de relieve el crecimiento de la renta fija privada europea. Se advierte, asimismo, en dicho gráfico el extraordinario crecimiento relativo de las emisiones españolas en comparación con otros países europeos e, incluso,

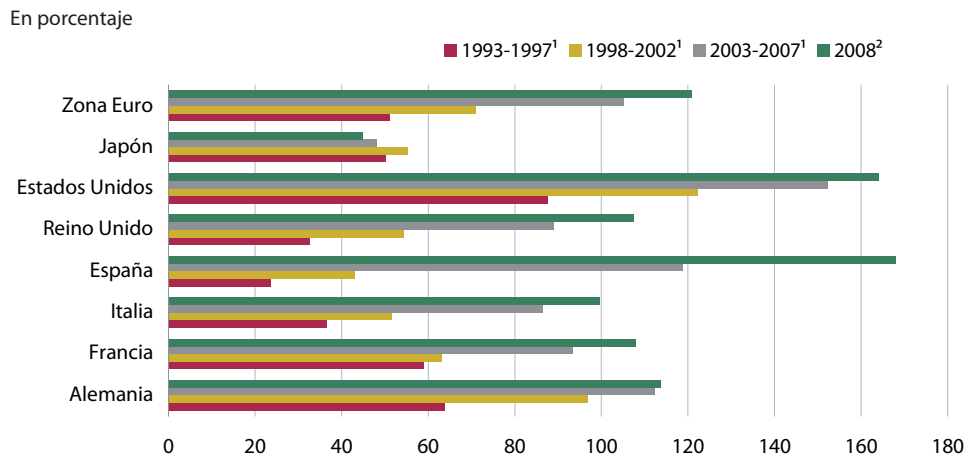
con Estados Unidos. Como es bien conocido, el fuerte crecimiento de las emisiones españolas se ha apoyado, básicamente, en dos tipos de instrumentos: el papel comercial (pagarés de empresa) y las emisiones respaldadas por activos (emisiones de titulización y bonos garantizados).

**Saldo vivo de las emisiones de renta fija de las empresas no financieras** GRÁFICO 3



Fuente: Banco Internacional de Pagos y elaboración propia.

**Saldo vivo de la renta fija privada sobre PIB** GRÁFICO 4



Fuente: Banco Internacional de Pagos, Datastream y elaboración propia.

1. Promedio.
2. Saldos vivos a marzo de 2008.

### 3 Mercados primarios

#### 3.1 Regulación

La emisión de valores en los mercados primarios de la Unión Europea está regulada por la Directiva de Folletos (Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo). El requisito más importante para los emisores es la publicación de un folleto informativo que detalle las características de los valores a emitir y los datos relevantes de la entidad emisora, incluidos sus estados financieros auditados y un



informe sobre sus perspectivas. Asimismo, en el caso de que los valores estén garantizados por un tercero, el folleto deberá incluir información sobre el garante idéntica a la requerida al emisor. El folleto debe ser registrado en la autoridad competente de un Estado miembro, que lo examinará para verificar si su contenido y formato se ajustan a las condiciones establecidas en la regulación de nivel 2 que desarrolla la Directiva. Puntos de atención clave en dicho examen son la precisión de la información, su completitud y su fácil comprensión. En caso de disconformidad en alguno de estos y/u otros aspectos, el supervisor puede solicitar del emisor correcciones o la inclusión de aclaraciones o información adicional, pudiendo llegar a denegar el registro del folleto si estima que no se ajusta a los requisitos de la regulación. En cualquier caso, el registro no supone un aval del supervisor sobre el contenido del folleto, cuya responsabilidad recae exclusivamente sobre el emisor y, en la parte que les corresponde, sobre los auditores.

La regulación comunitaria contempla importantes excepciones respecto a la aplicación de la Directiva en su conjunto o, de manera más específica, a la obligación de publicar un folleto informativo. Así, la Directiva no es aplicable a las emisiones de renta fija en los siguientes casos:

- Emisiones de las administraciones e instituciones públicas, cuando se trate de:
  - Estados miembros de la Unión Europea o autoridades locales o regionales de dichos estados.
  - Organismos públicos internacionales de los que formen parte uno o más estados miembros.
  - Banco central europeo o bancos centrales de los estados miembros.
  - Valores incondicional e irrevocablemente garantizados por un Estado miembro o por autoridades locales o regionales del mismo.
- Emisiones de asociaciones con personalidad jurídica u organizaciones sin ánimo de lucro reconocidas por un Estado miembro, cuando se dirijan a financiar sus objetivos no lucrativos.
- Emisiones de las entidades de crédito, cuando se trate de:
  - Valores no participativos emitidos de manera continua o reiterada por las entidades de crédito, siempre que estos valores (i) no sean subordinados, convertibles ni canjeables, (ii) no den derecho a suscribir o a adquirir otros tipos de valores ni estén ligados a un instrumento derivado, (iii) materialicen la recepción de depósitos reembolsables y (iv) estén cubiertos por un sistema de garantía de depósitos ajustado a la normativa comunitaria.
  - Valores no participativos emitidos de manera continua o reiterada por las entidades de crédito cuya oferta total sea inferior a 50 millones de euros, a calcular en un periodo de 12 meses, siempre que cumplan las condiciones (i) y (ii) del punto anterior.
  - *Bostadsobligationer* emitidas por entidades de crédito suecas, destinadas a la concesión de préstamos hipotecarios, siempre que (i) los valores integrantes de la emisión pertenezcan a la misma serie, (ii) se emitan de forma continua durante un periodo determinado, (iii) las condiciones de la emisión no sufran cambios durante el periodo de emisión y (iv) las cantidades captadas

por la emisión se coloquen en activos que proporcionen cobertura suficiente al pasivo generado por los valores.

- Emisiones u ofertas cuyo importe total sea inferior a 2.500.000 euros, límite que se calcula respecto a un periodo de 12 meses.

Los casos que se refieren a continuación no comportan una exención total de las obligaciones derivadas de la Directiva pero sí de la principal, esto es, de la obligación de publicar un folleto informativo:

- Emisiones exclusivamente dirigidas a inversores cualificados, entendiéndose por tales tanto personas jurídicas autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros (entidades de crédito, empresas de inversión, empresas de seguros, instituciones de inversión colectiva, fondos de pensiones, etc.) como entidades no autorizadas ni reguladas cuya única actividad corporativa sea invertir en valores.
- Emisiones limitadas en términos:
  - Del número de inversores a los que se dirige: 100 inversores, sin contar los inversores cualificados.
  - Del importe mínimo adquirido por inversores: 50.000 euros.
  - Del importe mínimo de cada uno de los valores incluidos en la oferta: 50.000 euros.
  - Del importe mínimo total de la oferta: 100.000 euros, a calcular en un periodo de doce meses.

Conviene señalar que la transmisión posterior de valores a los que se haya aplicado la excepción de presentar folleto basada en la naturaleza de los inversores o en los límites cuantitativos mencionados en la relación anterior no tiene garantizada necesariamente una nueva excepción. La operación de venta será considerada como una oferta separada de la inicial y, en consecuencia, será analizada por el supervisor para verificar si resulta procedente la aplicación de la excepción. Esta misma salvedad resulta aplicable a las colocaciones de valores realizadas por los intermediarios financieros, que estarán sujetas a la publicación de un folleto informativo si no se cumplen las condiciones mencionadas anteriormente. Asimismo, será necesaria la difusión pública de un folleto informativo en el que caso de que se solicite admisión a cotización en un mercado regulado para valores cuya colocación en el mercado primario haya contado con la exención de dicha obligación.

La regulación comunitaria contempla también otras excepciones a la obligación de publicar el folleto que tienen como principal objetivo evitar duplicidades y reducir el coste de cumplimiento de la regulación para el emisor, siempre y cuando el mercado disponga ya de un documento público de valor informativo equivalente. Dadas las situaciones consideradas en la Directiva de Folletos para la aplicación de estas excepciones (valores ofertados en el contexto de adquisiciones o fusiones de empresas, colocaciones exclusivamente dirigidas a directivos o empleados, valores resultantes de la conversión o canje de otros valores y admisión a cotización en mercados regulados de valores que ya cotizan en otro mercado regulado) su impacto potencial es considerablemente mayor en la renta variable que en la renta fija.

La Directiva de Folletos contempla determinadas opciones en la presentación y registro del folleto informativo especialmente interesantes para los emisores de renta fija. Así, cabe la posibilidad de que el folleto se divida en tres documentos separados: un documento de registro, con la información referida al emisor, una nota con la información referida a los valores y una nota de síntesis. El documento con la información sobre el emisor puede registrarse de forma anticipada a la emisión, pues tiene una validez de doce meses y, si es necesario, puede ser actualizada mediante la presentación de un documento suplementario, mientras que la nota informativa sobre los valores y la nota de síntesis pueden ser presentadas para su difusión cuando los valores se ofertan al público. Mediante esta opción, los emisores pueden adaptar su calendario de colocaciones a las condiciones del mercado. La Directiva ofrece, asimismo, un procedimiento de registro flexible para los emisores que acuden al mercado con cierta frecuencia. En estos casos, la práctica habitual consiste en el registro de programas de emisión que establecen el importe máximo a captar durante los siguientes doce meses, mediante emisiones de fecha indeterminada (*shelf registration*). Respecto a este tipo de estrategias, muy común, por otra parte, entre los mayores emisores de renta fija, la Directiva de Folletos permite el registro de un folleto base, con una validez de un año, que se completará, en su caso, con información actualizada del emisor y los valores que vayan a ofertarse mediante un documento suplementario.

Los folletos registrados en cualquier Estado miembro de la Unión Europea son válidos en el resto de los estados miembros a efectos de la oferta pública de venta correspondiente, incluso si el registro se produce en un Estado distinto de aquel en el que el emisor tiene su sede. Así pues, los emisores que deseen colocar sus valores en más de un país de la Unión Europea tan sólo necesitan cumplimentar los trámites de registro en un Estado miembro de su elección. El folleto, que se registrará generalmente en inglés, no necesita ser traducido a las diferentes lenguas de los estados miembros donde se vaya a distribuir la oferta, aunque las autoridades competentes de estos estados pueden requerir una traducción de la nota de síntesis.

### 3.2 Procedimientos de colocación

Las colocaciones de renta fija de mayor volumen y calificación crediticia se suelen realizar mediante un procedimiento de oferta pública de venta de valores y suelen contar con la participación de entidades financieras que ejercen simultáneamente una triple función: el asesoramiento del emisor, el aseguramiento de los valores (*underwriting*) y la venta de los mismos entre el público. La función de asesoramiento suele incluir tanto el diseño de la operación como el cumplimiento de los requisitos establecidos en la regulación, especialmente la elaboración del folleto. El aseguramiento comporta la compra en firme de los valores, asumiendo por lo tanto el riesgo de la colocación. En este caso, la retribución del asegurador depende de la diferencia entre el precio satisfecho en la compra de los valores y el precio obtenido en su reventa a los inversores finales (margen bruto o descuento del asegurador). Una alternativa al aseguramiento es la mera mediación, donde una entidad financiera o una empresa de servicios de inversión se limita a ofrecer su experiencia en la venta de los valores (*best-efforts arrangements*) a cambio de una comisión. La mediación pura tiene un cierto arraigo en los programas de emisión de instrumentos de corto y medio plazo, como papel comercial o notas a plazo medio (*medium term notes*

–MTN). También suele utilizarse en la colocación de emisiones de baja calificación o no calificadas.

Las operaciones de aseguramiento pueden entrañar un riesgo elevado, por lo que es frecuente la formación de un grupo de entidades financieras (sindicato) para compartirlo. El margen bruto de la operación es, entonces, dividido entre los miembros del sindicato. Uno de ellos, generalmente el que obtuvo el contrato de la operación con el emisor, ejerce como director de la colocación (*lead underwriter*) aunque puede haber co-directores. En cuanto a la venta de los valores, su éxito requiere una elevada capacidad de comercialización. Los bancos de inversión y las entidades financieras que actúan en este segmento de la industria financiera suelen disponer de una importante base de clientes, integrada tanto por inversores institucionales como minoristas. Para incrementar su capacidad comercial, la entidad directora de la colocación puede promover la formación de un grupo de comercializadores (*selling group*), integrado por los miembros del sindicato y por otras entidades financieras. La relación de la entidad directora con la operación no suele terminar con la venta de los valores. Frecuentemente, estas entidades asumen también una posición destacada como creadores de mercado para el valor en el mercado secundario. El compromiso de dar liquidez al valor refuerza la reputación de la entidad y ayuda a mantener su base de inversores potenciales en futuras operaciones.

El esquema tradicional de colocación descrito hasta ahora, basado en el sindicato de aseguradores, puede presentar diversas variaciones. Una de ellas consiste en la compra al emisor de una cierta cantidad de los valores a colocar (*bought deal*) mediante una oferta en firme de una o varias entidades. Típicamente, la oferta tiene un plazo de validez muy corto, de un día o, incluso, de unas pocas horas, pues se pretende ofrecer inmediatez al emisor en operaciones en las que, dadas las características de los valores y de los mercados, la rapidez de la colocación resulta crucial para su éxito (por ejemplo, en el mercado de Eurobonos). El elevado riesgo potencial de estas operaciones queda mitigado por el hecho de que los oferentes suelen contar con una importante cartera de clientes institucionales con los que, incluso, pueden haber convenido previamente la venta de una parte sustancial de la emisión. Asimismo, las entidades oferentes pueden utilizar estrategias de cobertura mediante derivados de tipos de interés.

Una variación sobre el esquema tradicional de mayor calado que la anteriormente expuesta es la colocación mediante subastas promovidas por el emisor. Este procedimiento, que admite diversas variantes según el tipo de subasta empleada, es el habitual actualmente en los mercados de deuda pública. Dentro de las emisiones del sector privado, las subastas tuvieron cierta popularidad en el pasado, especialmente entre las compañías de servicios públicos (*utilities*), cuyas emisiones de renta fija gozaban de un considerable predicamento entre los pequeños inversores. Hoy en día, la utilización de estos sistemas es muy poco frecuente entre los emisores del sector privado como consecuencia, probablemente, del peso creciente de los inversores institucionales en la demanda de valores de renta fija privada.

## 4 Mercado secundario

### 4.1 Regulación

A diferencia de las acciones, donde la negociación se concentra fundamentalmente en las bolsas de valores, la mayor parte de la negociación en instrumentos de renta fija europea discurre a través de mercados *over-the-counter* (OTC). Un mercado OTC está constituido, en esencia, por una red de negociantes (*dealers*), cada uno de los cuales ofrece cotizaciones de compra (*bids*) o venta (*asks*) para ciertos valores. Cuando estas cotizaciones se ofrecen sobre una base firme y de modo regular, suele utilizarse el término creador de mercado (*market maker*) para caracterizar a la entidad negociante. El carácter descentralizado de los mercados OTC supone que los inversores que deseen negociar valores en los mismos deben hacerlo a través de *dealers* o creadores de mercado concretos y que las cotizaciones de compra o venta no emanan de una organización centralizada, por ejemplo una bolsa. Así pues, el mercado de renta fija privada es, esencialmente, un mercado de búsqueda. De hecho esta característica clave ha incentivado, desde mediados de los años noventa, el diseño de sistemas de difusión de información de precios con el objetivo de reducir el coste de búsqueda para los participantes en el mercado. También ha incentivado el desarrollo de infraestructuras de negociación alternativas a la relación bilateral tradicional, a través de plataformas de negociación electrónica que ofrecen un cierto número de contrapartes potenciales y que, en algunos casos, garantizan el anonimato de los participantes. Estos sistemas son esencialmente mayoristas, pues ofrecen negociación entre *dealers* o entre estos e inversores institucionales.

La MiFID regula las infraestructuras de negociación en la Unión Europea. La directiva distingue entre mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación (SMN) e internalizadores sistemáticos, estableciendo un tratamiento regulator específico en cada caso. Tanto los mercados regulados como los SMN ofrecen la posibilidad de negociar a través de sistemas multilaterales (múltiples participantes en ambos lados de la negociación) cuyo funcionamiento debe estar sujeto a normas no discrecionales. Los valores admitidos a negociación en los mercados regulados deben cumplir determinados requisitos establecidos en diversas directivas europeas, como la Directiva Consolidada de Admisión e Información (Directiva 2001/34/CE del Parlamento Europeo y del Consejo), la Directiva de Folletos, la Directiva de Transparencia (Directiva 2004/104/CE del Parlamento Europeo y del Consejo) y la propia MiFID. Los gestores de los SMN deben establecer normas transparentes respecto a los criterios para determinar los instrumentos financieros que pueden negociarse en su sistema. En la práctica, los SMN suelen concentrarse en la negociación de valores admitidos a cotización en los mercados regulados. Por su parte, los internalizadores sistemáticos son empresas de servicios de inversión que, de forma organizada, sistemática y frecuente, negocian órdenes de sus clientes contra su cuenta propia, al margen de los mercados y de los SMN.

Una de las cuestiones más debatidas en la regulación de los mercados secundarios de renta fija es la transparencia del proceso de negociación, entendiéndose por tal tanto la difusión de información de precios y cantidades de oferta y demanda con carácter previo al cruce de operaciones (pre-transparencia) como la difusión de información sobre precios y volúmenes efectivamente negociados (post-transparencia). La MiFID exige requisitos de pre y post-transparencia con un cierto detalle para las acciones en los tres tipos de sistemas de negociación contemplados (mercados regulados, SMN

e internalizadores), pero no así para la renta fija. El nivel de transparencia de la negociación en los mercados de renta fija europeos depende, por tanto, de la regulación nacional o de las normas propias de cada mercado o sistema de negociación. En general, puede decirse que, en la actualidad, los inversores institucionales tienen acceso a un razonable nivel de información sobre precios pre y post-negociación respecto a la deuda pública y a determinados tipos de bonos emitidos por el sector privado de alta calificación, gracias a la existencia de plataformas de negociación electrónica en las que pueden negociar directamente y a los sistemas comerciales de difusión de precios (*market data vendors*). En cambio, las restricciones de acceso a estos sistemas de negociación y el coste de los servicios profesionales de difusión de información limitan la información a disposición de los inversores minoristas. Estos, generalmente, sólo tienen acceso a información post-negociación en algunos instrumentos, difundida con un retraso que la convierte en escasamente útil.

Dado el carácter descentralizado de los mercados de renta fija, una mejora en el nivel de transparencia antes y después de la negociación comportaría ventajas indudables para los inversores, especialmente en el ámbito de la renta fija privada, donde la visibilidad del mercado es considerablemente menor que en los mercados de deuda pública. Sin embargo, la mejora de la transparencia ha contado siempre con una notable oposición fundada en el papel central de los creadores de mercado y, en general, de los *dealers*, en la provisión de liquidez a estos mercados. En esencia, se argumenta que el aumento de la transparencia incrementa la visibilidad de la posición financiera de estos intermediarios y, por tanto, su vulnerabilidad frente a estrategias agresivas de sus competidores o de otros participantes en el mercado. Los defensores de esta posición suelen concluir que un aumento de la información difundida al mercado podría comportar un aumento de los márgenes de compra-venta (*bid-ask spreads*) ofrecidos por los creadores de mercados e, incluso, una reducción del número de estos intermediarios.

Tras la aprobación de la MiFID, el aumento de la transparencia en los mercados de renta fija es una cuestión sujeta a debate en la Unión Europea que, con los acontecimientos de los últimos meses, cobra, si cabe, una mayor importancia. En efecto, la crisis financiera iniciada en agosto de 2007 ha afectado de manera notable a determinados mercados de renta fija privada, como los mercados de bonos respaldados por activos (ABS y bonos garantizados) y los mercados de pagarés de empresa, provocando un sustancial descenso de las colocaciones y de las transacciones en mercado secundario. El virtual cese de las operaciones en estos mercados no sólo ha supuesto un grave perjuicio para sus participantes en términos de iliquidez y acceso a la financiación, sino que ha privado a los tenedores de los activos de renta fija privada afectados de precios de referencia de gran utilidad para la valoración de sus carteras. En ausencia de tales precios, el proceso de valoración ha adquirido una dificultad considerable y se ha resentido la confianza en sus resultados, con el consiguiente impacto negativo sobre la demanda de los activos afectados. Es muy probable que esta experiencia negativa se traduzca en un mayor escrutinio sobre la calidad de los precios de referencia en el futuro, por lo que una mejora a corto plazo de la transparencia podría ayudar a una recuperación más rápida y firme de la actividad en los mercados de renta fija privada.

## 4.2 Infraestructuras de negociación

### 4.2.1 Bolsas de valores

La mayoría de las bolsas de valores europeas o, de forma más amplia, el grupo societario al que pertenecen cuentan con mercados o plataformas de negociación de valores de renta fija, en algunos casos con la consideración de mercados regulados en sentido MiFID. Aunque algunas bolsas ponen a disposición de los inversores sistemas electrónicos de negociación, la mayor parte de las transacciones de renta fija registradas en el ámbito de los mercados organizados de renta fija se realizan mediante negociación bilateral entre las partes, siendo comunicadas posteriormente al mercado. Dado que no existe un mecanismo centralizado de formación de precios, puede decirse que el principal elemento vertebrador de estos mercados viene dado por la infraestructura de compensación y liquidación de valores de referencia, establecida por el gestor del mercado, aunque la MiFID reconoce el derecho de los participantes a elegir el proveedor de dicho servicio. Los valores domésticos cotizados en las bolsas suelen liquidarse a través de depositario central de valores nacional, mientras que los valores internacionales se liquidan mayoritariamente a través de Euroclear y Clearstream.

#### Saldo vivo de los bonos negociados en algunas bolsas europeas en diciembre de 2007

CUADRO 1

Miles de millones de euros

	Sector privado doméstico	Sector público doméstico	Emisores extranjeros	Total
BME (España)*	775,4	8,9	0,0	784,2
Bolsa Italiana	53,8	1.235,5	1.036,8	2.326,1
Bolsa de Londres	1.084,4	588,8	985,2	2.658,4
Bolsa de Luxemburgo	0,0	0,0	5.432,9	5.432,9
OMX Bolsa Nórdica	398,8	174,4	ND	573,2
Bolsa Suiza	70,3	75,5	155,8	301,5
Bolsa de Viena	80,1	141,3	13,5	235,0

Fuente: Federación Mundial de Bolsas de Valores, BME y elaboración propia.

\* CNMV: *Informe anual de los mercados de valores 2007*.

Como se aprecia en el cuadro 1, en los mercados organizados bursátiles de renta fija suelen negociarse tanto valores privados como valores públicos. Resulta especialmente llamativo el elevado peso de los valores extranjeros. En particular, este tipo de valores sitúan a la Bolsa de Luxemburgo en una posición destacada en cuanto al saldo vivo de los bonos cotizados. Ello se debe a que la Bolsa de Luxemburgo se ha convertido en el principal mercado de referencia para la cotización de Eurobonos. La admisión a cotización en mercados regulados de estos valores es, en el fondo, una mera formalidad, inducida por el hecho de que inversores en renta fija tan importantes como las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones soportan restricciones impuestas por la regulación respecto al peso de los valores no cotizados en sus carteras.

Miles de millones de euros

	Sector privado doméstico	Sector público doméstico	Emisores extranjeros	Total
BME (España)*	1.134,3	83,9	0,0	1.218,2
Bolsa Italiana	6,2	140,2	3,4	149,8
Bolsa Alemana	52,8	153,4	23,3	229,5
Euronext	ND	86,9	54,7	141,6
Bolsa de Londres	40,5	2.554,3	24,6	2.619,4
Bolsa de Luxemburgo	0,0	0,0	0,4	0,4
OMX Bolsa Nórdica	838,7	1.193,8	1,7	2.034,2
Bolsa Suiza	23,9	21,2	59,7	104,8
Bolsa de Viena	0,5	0,0	0,0	0,6

Fuente: Federación Mundial de Bolsas de Valores, BME y elaboración propia.

\* CNMV: Informe anual de los mercados de valores 2007.

En cualquier caso, los volúmenes de negociación de la renta fija privada a través de las bolsas de valores tradicionales son, en su mayor parte, reducidos, como se pone de manifiesto en el cuadro 2. Dos excepciones destacadas son BME y OMX. El primero es el *holding* español de mercados, en el que se incluyen las cuatro bolsas nacionales y AIAF, un mercado regulado en sentido MiFID, donde la contratación ha experimentado un considerable crecimiento durante los últimos años. OMX es un *holding* que agrupa a las bolsas de Suecia, Finlandia, Dinamarca, Islandia y las repúblicas bálticas. La Bolsa de Londres reporta un importe relativamente elevado en la contratación total de renta fija (aproximadamente un tercio del importe negociado en renta variable durante el mismo año); nótese, sin embargo, que el grueso de la contratación procede de los valores emitidos por el sector público, no por el sector privado (la Bolsa de Londres es el mercado regulado de referencia para la cotización de los valores emitidos por el Tesoro británico). En cuanto a la Bolsa de Luxemburgo, la contratación de 2007 no superó los 450 millones de euros, a pesar del considerable saldo vivo admitido a cotización. El carácter esencialmente OTC del mercado de renta fija privada explica, por lo menos en parte, el nivel reducido de la contratación bursátil de este tipo de instrumentos.

#### 4.2.2 Plataformas de negociación electrónica

Como se ha indicado, a partir de mediados de la última década del siglo anterior han aparecido sistemas electrónicos de negociación para las transacciones *inter-dealer* y *dealer*-inversor institucional. En general, estos sistemas han sido promovidos por bancos que tradicionalmente ya desempeñaban un papel muy activo como creadores de mercado en diversos segmentos de los mercados de renta fija. Algunas bolsas tradicionales, como la Bolsa Alemana, la italiana o Euronext, se han convertido también en promotores de algunos de los sistemas de negociación electrónica más importantes. Destaca, asimismo, la participación en este negocio, como promotores, de los grandes difusores profesionales de información, especialmente Thomson-Reuters y Bloomberg.

Las razones que han favorecido el desarrollo de estos sistemas son variadas. Entre ellas suelen destacarse, de modo especial, las siguientes:



- El fuerte aumento de la volatilidad de los bonos durante la primera mitad de los años noventa que, combinado con el aumento en el tamaño de las órdenes asociado al crecimiento de la inversión institucional, supuso un incremento del riesgo para los creadores de mercado, obligados a asignar más capital a estas actividades.
- El descenso de los márgenes para los creadores de mercado, inducido por el aumento de la competencia en esta actividad, en parte gracias a la mejora de los sistemas profesionales de difusión de precios.
- La presión de los grandes inversores institucionales para operar en condiciones más competitivas, reduciendo el poder de mercado de los *dealers*. En particular, cabe destacar la preferencia por los sistemas que garantizan el anonimato de los participantes.
- La rápida difusión de los sistemas de negociación electrónica en la negociación de renta variable.

Las plataformas electrónicas de negociación pueden tener distintas características respecto al método utilizado en la negociación. Entre las características posibles se cuentan los siguientes, que a su vez pueden combinarse de diversa forma:

- Sistemas de subastas. de escasa utilización, permiten la venta de valores tanto en mercado primario (nuevas emisiones) como secundario mediante procesos de subasta que pueden garantizar o no el anonimato de los participantes.
- Sistemas de cruce de órdenes (*cross-matching systems*): permiten la negociación entre *dealers* e inversores institucionales mediante el cruce de órdenes en sesiones continuas o periódicas. Las órdenes se ejecutan automáticamente cuando el precio coincide con órdenes del lado contrario.
- Sistemas *inter-dealer* anónimos: permiten ejecutar transacciones entre *dealers* a través de un servicio de mediación que preserva el anonimato (*brokers ciegos*).
- Sistemas *multidealer*: permiten que un inversor institucional visualice simultáneamente precios de oferta y demanda de varios *dealers*, o el mejor precio de entre ellos, y pueda ejecutar la transacción más conveniente.
- Sistemas basados en un único *dealer* (*single-dealer systems*): permiten que el inversor final, generalmente institucional, realice la transacción con un *dealer* específico. Este sistema se limita, generalmente, a sustituir la relación tradicional telefónica entre el *dealer* y su cliente por un acceso a través de Internet.

Una característica crecientemente extendida entre las plataformas electrónicas de negociación es que, además del servicio de negociación en sentido estricto, ofrecen servicios *pre* y *posttrading*. Su objetivo es cubrir de manera ágil el ciclo completo de servicios necesarios para el inversor que se deriva de las transacciones en mercado secundario, entre los que se incluyen la búsqueda de precios, la transacción propiamente dicha, su confirmación al sistema de compensación y liquidación, la compensación de valores con o sin servicio de contrapartida central y, finalmente, la liquidación. La cobertura completa del ciclo de servicios de forma eficiente recibe la denominación *straight-through processing* (STP).

En el cuadro 3 se detallan las principales infraestructuras de negociación electrónica que operan a escala europea. En la mayoría de ellas, el grueso de la actividad nego-

ciadora está centrado en la deuda pública y en algunos de los valores más líquidos de renta fija privada (bonos simples emitidos por entidades financieras, deuda corporativa de grado inversión, bonos garantizados y bonos de titulización respaldados por hipotecas residenciales –RMBS). Los sistemas de negociación *interdealer* son los que concentran un mayor volumen de negociación, destacando entre ellos el Grupo MTS. Dentro de este grupo, todos los sistemas utilizan un método de negociación basado en el cruce de órdenes, salvo MTS, que utiliza un sistema de precios en firme. Dentro de los sistemas electrónicos que cubren la negociación *dealer*-inversor institucional, los sistemas de cruce de órdenes tienen más adeptos en las plataformas promovidas por bolsas, MOT (Bolsa Italiana) y la plataforma promovida por la bolsa suiza. El sistema mayoritario es, sin embargo, el de solicitud de precios (el inversor institucional puede pedir precios simultáneamente a diversos *dealers* a través del sistema), combinado, en varios casos, con un sistema de precios en firme.

### Plataformas electrónicas de negociación de renta fija en Europa: principales características

CUADRO 3

Plataforma	Tipo de sistema	Multi-dealer	Método de negociación	Cobertura <sup>4</sup>
eSpeed	Interdealer	Sí	Cruce de órdenes	G, IG, HY, A, S, O
Eurex Bonds	Interdealer	Sí	Cruce de órdenes	G, IG, A, S, O
ICAP <sup>1</sup>	Interdealer	Sí	Cruce de órdenes	G, A, S, IG, O
Grupo MTS	Interdealer	Sí	Precios en firme Precios en firme y solicitud de	G, A, S, O
Bloomberg <sup>2</sup>	Dealer-cliente <sup>3</sup>	Sí	precios	G, IG, HY, A, S, EM, O
Bondscape	Dealer-cliente <sup>3</sup>	Sí	Precios en firme	G, IG, A, O
BondVision	Dealer-cliente <sup>3</sup>	Sí	Solicitud de precios	G, IG, A, S, O
MOT	Dealer-cliente <sup>3</sup>	Sí	Cruce de órdenes	G, IG
Market Axess	Dealer-cliente <sup>3</sup>	Sí	Solicitud de precios Precios en firme y solicitud de	IG, A, S, O
Reuters Trading	Dealer-cliente <sup>3</sup>	Sí	precios	G, IG, HY, A, S, EM, O
SWX Bolsa Suiza	Dealer-cliente <sup>3</sup>	Sí	Cruce de órdenes	G, IG, HY, A, S, EM
TLX Euro	Dealer-cliente <sup>3</sup>	Sí	Cruce de órdenes	G, IG, HY, A, S, EM
TradeWeb	Dealer-cliente <sup>3</sup>	Sí	Solicitud de precios	G, A, S

Fuente: Bond Market Association y European Primary Dealers Association.

1. Brockertec y ETC.
2. Bloomberg Bond Trader y ALLQ.
3. Cliente: inversores institucionales.
4. G: gobierno, IG: corporativo grado inversión, HY: corporativo alto rendimiento, A: agencia (bonos garantizados, RMBS), S: supranacional, EM: mercado emergente, O: otros.

## 5 Conclusiones

Las emisiones de renta fija privada europeas han crecido fuertemente durante los últimos años, incluso de manera más intensa que en Estados Unidos, gracias a los bajos tipos de interés, fundamentalmente. Las instituciones financieras han sido protagonistas básicas del crecimiento de estas emisiones, aunque también se ha observado un aumento de la actividad emisora por parte de las empresas no financieras. En comparación con otros países europeos e, incluso, con Estados Unidos, el tamaño del mercado de renta fija privada en España, medido por los saldos vivos en porcentaje sobre el PIB, ha alcanzado un nivel extraordinariamente elevado, reflejando el fortísimo aumento de las emisiones en nuestro país.

Las actividad emisora y, en general, las ofertas públicas de valores, están reguladas en la Unión Europea por la Directiva de Folletos. Esta importante norma, que simplifica los procedimientos de registro para las emisiones transnacionales dentro de la Unión Europea (pasaporte europeo de los emisores), contempla diversas excepciones a la obligación de registrar un folleto, siendo una de las más importantes la que se refiere a las emisiones exclusivamente destinadas a su colocación entre inversores cualificados, esencialmente inversores institucionales. Asimismo, la Directiva de Folletos consagra procedimientos de registro flexibles para evitar cargas innecesarias a los emisores y facilitar el acomodo de su calendario de emisiones a las condiciones del mercado. En el ámbito de los procedimientos de colocación, el sistema de referencia es el de aseguramiento, aplicado especialmente a las emisiones de mayor calificación del mercado. En cualquier caso, los bancos de inversión y otras entidades financieras juegan un papel esencial en los procedimientos de colocación debido a la importancia de contar con una amplia cartera de inversores potenciales para garantizar el buen fin de la operación. Los inversores institucionales son los principales destinatarios de las colocaciones.

En los mercados secundarios, la regulación europea básica procede de la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros. Un rasgo destacado de esta directiva es el hecho de que exige, con cierto detalle, requisitos de *pre* y *post* transparencia para las acciones en los distintos tipos de infraestructuras contemplados (mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación e internalizadores), pero no en el caso de la renta fija. La conveniencia de fijar estos requisitos en los mercados de deuda es, actualmente, una cuestión abierta en el ámbito comunitario que cobra, si cabe, una mayor importancia en el contexto de la actual crisis financiera, puesto que una mejora de la transparencia puede facilitar una recuperación más rápida y firme de la actividad en los mercados de renta fija privada más afectados por la crisis. En cuanto a los sistemas de negociación, resulta patente que el mercado de renta fija privada es, como el de deuda pública, un mercado esencialmente OTC, donde las transacciones se realizan de modo bilateral, tanto en el ámbito mayorista (segmentos *interdealer* y segmento *dealers* -inversores institucionales) como en el minorista. Las transacciones registradas en los mercados regulados de deuda, vinculados a las bolsas tradicionales, son, en la mayoría de los casos, operaciones bilaterales reportadas al mercado. Desde mediados de los años noventa han cobrado una notable importancia los sistemas de negociación electrónica promovidos por bancos de inversión y otras entidades financieras. Estos sistemas se dirigen, de forma casi exclusiva, al segmento mayorista y proporcionan diversas alternativas de negociación (sistemas anónimos, cruce de órdenes, solicitud de precios, negociación a precio firme anunciado, etc.). En general, estos sistemas concentran su actividad en la deuda pública, pero ya cubren un amplio abanico de valores emitidos por el sector privado.



# La revisión del proceso Lamfalussy. Hacia una mayor convergencia en la supervisión financiera

José Manuel Portero (\*)

\* José Manuel Portero pertenece a la Dirección de Relaciones Internacionales de la CNMV.



# 1 Introducción

El proceso Lamfalussy, ideado por la Comisión Europea en 2001 como forma de agilizar la elaboración de la regulación de los mercados de valores, fue extendido en 2004 a los sectores de banca y de seguros. En la actualidad la creación de normas financieras en el territorio de la Unión Europea, así como su seguimiento y supervisión, descansa en este procedimiento.

En efecto, desde la implantación de este proceso, la creación, desarrollo y seguimiento de la regulación financiera se dividen en cuatro niveles: el primero de ellos consiste en la elaboración de directivas de carácter marco o general mediante el proceso de codecisión entre el Consejo y el Parlamento Europeo; el segundo nivel corresponde a normas de desarrollo elaboradas por la Comisión Europea con el asesoramiento de los comités sectoriales, CESR en valores, CEBS en banca y CEIOPS en seguros. Un tercer nivel afecta a la convergencia en la aplicación de la normativa a través de estándares, guías o recomendaciones, actividad que está reservada a los comités sectoriales. Un cuarto y último nivel está reservado a la propia Comisión Europea en el seguimiento y vigilancia de la aplicación de la normativa comunitaria por los estados miembros.

Si bien las instituciones comunitarias —Parlamento, Consejo y Comisión— han reconocido el avance que, en términos de legislación y supervisión financiera, ha supuesto la implantación de este proceso, casi desde su inicio se detectaron ciertas deficiencias en su funcionamiento. Ejemplo de lo anterior ha sido, por ejemplo, la ausencia de un reconocimiento legal de los comités en el marco de la regulación comunitaria que ha tenido como consecuencia que sus decisiones no fuesen vinculantes o, por otro lado, el hecho de que sus decisiones tuviesen que ser tomadas por unanimidad, lo que ha debilitado igualmente su normal funcionamiento.

Es por ello que transcurridos apenas tres años desde que el proceso Lamfalussy se extendiera a todo el sector financiero de la Unión Europea, se ha observado la necesidad de plantear una reforma que atenúe algunas de las debilidades puestas de manifiesto anteriormente y, al mismo tiempo, refuerce otras áreas de actuación con el objetivo de adaptar la legislación y la supervisión financiera a un entorno financiero cambiante.

A continuación se describen brevemente las actuaciones más relevantes que han conducido a la revisión del proceso de Lamfalussy. Asimismo se describen las principales líneas de reforma —y tareas llevadas a cabo hasta la fecha— tal como han sido delineadas por el ECOFIN en diciembre de 2007. Finalmente, y a modo de epílogo, se hace referencia al reciente grupo de Larosière al que le ha sido encomendado —por el Presidente de la Comisión Europea— la definición de un nuevo modelo de supervisión que tenga en cuenta las consecuencias de la crisis financiera.

## 2 El proceso de revisión

A continuación – y siguiendo un orden cronológico– se señalan las actividades más relevantes llevadas a cabo por las instituciones europeas – Comisión y Consejo principalmente – que han conducido al inicio formal de la revisión del proceso Lamfalussy que puede establecerse en la decisión del ECOFIN de 4 de diciembre de 2007 en el que se establecía una *hoja de ruta* para su realización.

### 2.1 El Informe Francq

En las conclusiones del ECOFIN de 7 de diciembre de 2004 se invitaba al Comité de Servicios Financieros —FSC en su acrónimo inglés— a realizar un estudio estratégico sobre cómo debería desarrollarse el marco vigente de la regulación y supervisión financiera en los próximos años. El FSC constituyó un grupo de trabajo *ad-hoc* liderado por Terry Francq —del departamento del Tesoro de Francia— que elaboró el informe que sería posteriormente asumido por el ECOFIN en mayo de 2006. El informe, más que poner de manifiesto la situación del momento, destacaba los desafíos a los que se enfrentaba la supervisión financiera en la Unión Europea, así como las actuaciones que deberían llevarse a cabo para hacer frente a los mismos.

El informe optó por ir más allá del tradicional concepto de la “cooperación en la supervisión” —fundamentado en el intercambio de información entre reguladores o supervisores— desarrollando el concepto de “convergencia en la supervisión” —basado en las prácticas supervisoras comunes— derivada de la aplicación uniforme de la regulación financiera comunitaria.

Las principales conclusiones o recomendaciones, así como líneas de actuación propuestas, eran las siguientes:

- a) Desafíos identificados: Refuerzo de la supervisión y la cooperación, fortalecimiento de la relación coste–eficiencia en la supervisión y, finalmente, mejorar la supervisión transfronteriza.
- b) Necesidad de un ímpetu político en el establecimiento de la convergencia en la supervisión.
- c) Establecimiento de una cultura supervisora común en el ámbito territorial de la Unión Europea. Algunas medidas que, en este sentido, podrían tomarse, serían el intercambio de *staff* y la realización de cursos intersectoriales para los supervisores.
- d) Establecimiento de un mecanismo de mediación no vinculante para la resolución de disputas entre los supervisores de banca, valores y seguros.
- e) Establecimiento de mecanismos de delegación de tareas y, en su caso, también de responsabilidades.
- f) Establecimiento de formatos comunes en la comunicación e intercambio de información con los reguladores.



## 2.2 La Directiva 2005/1/EC

Esta regulación del Parlamento y del Consejo Europeo estableció una nueva estructura organizativa de los comités en el ámbito de la regulación financiera europea. La misma directiva ya disponía que para finales de 2007 se debería llevar a cabo la primera revisión completa del funcionamiento del proceso Lamfalussy.

## 2.3 El Grupo Interinstitucional de Supervisión (*Inter Institutional Monitoring Group– IIMG*)

Siguiendo lo enunciado por la Directiva, la Comisión encomendó al IIMG la evaluación de la implementación del proceso Lamfalussy, identificando, en su caso, posibles cuellos de botella en su funcionamiento. En su informe, el IIMG señaló que el proceso Lamfalussy había contribuido significativamente a la integración de los mercados financieros europeos. Sin embargo, también se señalaba que este hecho había dado lugar a nuevos desafíos y tareas, en particular para los comités de nivel 3, cuyo papel como plataformas para la coordinación de la supervisión y regulación financiera sugería reforzar.

Para ello se consideraba necesario dotar a los comités de nivel 3 de una base legal apropiada, así como de un claro mandato de la Unión Europea asumido por el resto de instituciones europeas. Asimismo, el informe del IIMG invitaba a los comités de nivel 3 a revisar sus reglas de toma de decisiones con el objetivo de alcanzar una mayor efectividad operativa. Por último, se destacaba la necesidad de que los comités dispusiesen de suficientes recursos financieros y de otro tipo para el desempeño de un creciente número de tareas.

## 2.4 Comunicación de la Comisión Europea

Con el respaldo del informe del IIMG y de los informes *ad hoc* realizados por CESR, CEBS y CEIOPS, el 20 de noviembre de 2007 la Comisión Europea publicó una Comunicación sobre la revisión del proceso Lamfalussy. Reconociendo que el proceso había cumplido ampliamente los objetivos planteados, la Comisión admitía el consenso generalizado sobre la necesidad de abordar importantes cambios en el funcionamiento de los comités de nivel 3 para reforzar la cooperación y, sobre todo, avanzar hacia la convergencia en la supervisión.

Aunque la comunicación de la Comisión presentaba propuestas prácticas para los cuatro niveles del proceso, centraba sus recomendaciones en el funcionamiento de los comités bancarios, valores y seguros de nivel 3, señalando la importancia crítica de su trabajo en la consecución de la convergencia supervisora. Para ello, propone que la responsabilidad política (*accountability*) de estos comités en relación con las instituciones europeas debería ser reforzada. De igual modo se debería garantizar el cumplimiento de las medidas (estándares, guías o recomendaciones) de nivel 3 a pesar de no ser legalmente vinculantes.

Adicionalmente proponía revisar la normativa de funcionamiento de los comités de nivel 3 —basada en decisiones de la Comisión Europea— para que quedasen mejor reflejadas las funciones y tareas que realizan estos comités. Finalmente, y como punto crítico, el proceso interno de toma de decisiones debería ser mejorado y sujeto a

las salvaguardas necesarias, y permitir el voto por mayoría cualificada —en contraposición a la regla de la unanimidad vigente— en el proceso de toma de decisiones.

### 3 Las conclusiones y hoja de ruta del ECOFIN

Como se ha venido comentado, diversos grupos de trabajo e instituciones europeas habían estado trabajando en la revisión del proceso Lamfalussy. Sin embargo son los ministros de Finanzas de los estados miembros —a través del ECOFIN— los que delimitan las tareas a llevar a cabo y los que establecen una hoja de ruta para su consecución en la reunión que mantienen el 4 de noviembre de 2007. Aunque la revisión que propone el ECOFIN abarca los cuatro niveles de funcionamiento del proceso Lamfalussy, en consonancia con los informes de otras instituciones (IIMG o Comisión Europea) las recomendaciones se centran en el funcionamiento de los comités de nivel 3.

A continuación se describen las conclusiones de los niveles 1, 2 y 4 del proceso Lamfalussy para desarrollar posteriormente las recomendaciones del nivel 3.

#### 3.1 Niveles 1 y 2 (legislación marco y de desarrollo)

- a) Los plazos para la transposición e implementación de medidas de nivel técnico deben ser más realistas tomando en consideración las medidas de nivel 2.
- b) La Comisión Europea debe explicar las desviaciones substanciales de sus decisiones con respecto al asesoramiento técnico recibido, en su caso, por los comités de nivel 3.
- c) Tanto la Comisión Europea como los comités sectoriales de banca, valores y seguros deberán, además de consultar regularmente con la industria, conocer —y evaluar— la opinión de los consumidores y usuarios de los servicios financieros.
- d) Realización regular de estudios económicos de impacto en todas las partes del proceso Lamfalussy.
- e) Reducción al mínimo de las opciones y discrecionalidades nacionales permitidas en las directivas, esfuerzo este que hace extensivo al Parlamento Europeo.
- f) Igualmente se propone que los estados miembros realicen una revisión de las opciones y discrecionalidades aplicadas en la transposición de las directivas, introduciendo, en su caso, cláusulas de revisión.
- g) La Comisión Europea deberá realizar estudios periódicos de consistencia intersectorial para fortalecer la coherencia terminológica en las legislaciones financieras de las jurisdicciones de la Unión Europea.

### 3.2 Nivel 4 (inspección del cumplimiento y aplicación de la normativa comunitaria)

- a) Se recuerda a los estados miembros el obligado cumplimiento de los plazos recogidos en el Plan de Acción de Servicios Financieros y medidas complementarias.
- b) Los estados miembros deberán adoptar formatos comunes para informar a las instituciones comunitarias sobre la transposición e implementación de la normativa financiera.
- c) La Comisión Europea deberá destinar los medios suficientes para realizar un adecuado seguimiento de la transposición e implementación de la normativa, así como para plantear potenciales infracciones.

### 3.3 Nivel 3 (convergencia en el proceso de supervisión)

Tal como se ha señalado anteriormente, es el nivel 3 del proceso de Lamfalussy el que concentra el mayor número de recomendaciones y sobre el que se establece una hoja de ruta específica. Se señalan a continuación las principales líneas de actuación:

- a) La Comisión Europea, en coordinación con los comités de nivel 3, deberá estudiar las diferencias existentes en las facultades de supervisión y de los supervisores financieros nacionales. Igualmente deberán llevarse a cabo estudios intersectoriales con objeto de conocer la equivalencia y coherencia de los distintos regímenes sancionadores vigentes en los estados miembros, así como si estos regímenes tienen un suficiente efecto disuasorio.
- b) La Comisión Europea deberá aclarar el papel que juegan los comités de nivel 3 y considerar distintas opciones para reforzar su trabajo sin reducir su responsabilidad o modificar la actual estructura institucional.
- c) Los comités de nivel 3 deberán remitir sus programas de trabajo tanto a la Comisión como al Consejo y el Parlamento Europeo, en los que señalen las prioridades y faciliten asesoramiento en materia de cooperación y convergencia en la supervisión.
- d) Se considera necesario que se incluya en los mandatos legales de los supervisores nacionales la obligación de cooperar en el ámbito territorial de la Unión Europea; avanzar hacia la convergencia en la supervisión y tener en cuenta la estabilidad financiera en los estados miembros.
- e) Los comités de nivel 3 deberán fortalecer la aplicación de sus estándares, guías o recomendaciones sin cambiar su naturaleza no vinculante.
- f) Aún reconociendo la importancia de la toma de decisiones mediante consenso, para garantizar la eficiencia y efectividad del proceso de decisiones, los comités de nivel 3 deberán introducir en sus estatutos de funcionamiento (*charters*) la posibilidad de aplicar el voto por mayoría cualificada. Reconociendo también la naturaleza no vinculante de las decisiones de los comités, aquellos supervisores que cumplan con la decisiones adoptadas deberán explicar públicamente sus razones.

- g) Dada la creciente carga de trabajo —y nuevas tareas asumidas— de los comités de nivel 3, estos podrán beneficiarse del apoyo presupuestario de la Comisión Europea a proyectos específicos.
- h) Relacionado con el punto anterior, aquellos productos que contribuyan a desarrollar una cultura de supervisión común, por ejemplo en materia de formación intersectorial o intercambios de personal, podrán recibir una aportación económica de la Comisión Europea.

Igualmente en el apartado de las recomendaciones se incluye a los grupos transfronterizos, que se resume en:

- a) La Comisión deberá revisar las directivas de servicios financieros para incluir disposiciones que, en la medida de lo posible, permitan el uso voluntario de la delegación de tareas, y la propia Comisión y los comités sectoriales deberán analizar las opciones para una delegación voluntaria de competencias supervisoras.
- b) Deben introducirse un número de guías operacionales que refuercen el funcionamiento de los colegios de supervisores. Dichas guías deberían contener los derechos y responsabilidades de los integrantes de dichos colegios.
- c) La Comisión Europea, con la asistencia técnica de los tres comités, deberá revisar las directivas de servicios financieros para verificar los procedimientos que aseguran la cooperación en la supervisión y el intercambio de información entre supervisores.
- d) Los comités de nivel 3 deberán desarrollar formatos comunes para los informes que las instituciones eleven a los supervisores con el objeto de evitar duplicaciones y costes innecesarios.

Hay que señalar que la mayor parte de las tareas recomendadas han sido llevadas a cabo bien por la Comisión Europea o por los propios comités sectoriales a lo largo de 2008. Conviene destacar en este sentido la modificación de los *charters* de CEBS, CEIOPS y CESR para establecer procedimientos de toma de decisión por mayoría cualificada en lugar de por unanimidad y la multiplicación de los cursos de formación para supervisores que, con una perspectiva intersectorial y transfronteriza, están contribuyendo al desarrollo, si no al establecimiento, de una cultura supervisora común.

Adicionalmente, la Comisión Europea ha iniciado la revisión de las decisiones por las que se crearon los comités de nivel 3. En el siguiente epígrafe se describe brevemente esta cuestión.

## **4 La revisión de las decisiones de la Comisión Europea en las que se establecían los comités sectoriales de supervisores**

Una de las recomendaciones recurrentes de las instituciones que han trabajado en la revisión del proceso Lamfalussy ha sido la necesidad de revisar el funcionamiento de los comités de nivel 3. Como quiera que estos comités habían sido creados por meras decisiones de la Comisión Europea, esta institución sometió a consulta públi-

ca —finalizada el 18 de julio de 2008— las posibles modificaciones de las decisiones por las que habían sido creados el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR), el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS) y el Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Pensiones de Jubilación (CEIOPS).

El objetivo de esta consulta era alinear, clarificar y reforzar las responsabilidades de los tres comités de supervisores y asegurar su contribución a la cooperación y convergencia en la supervisión, así como salvaguardar la estabilidad financiera. Según lo manifestado por la Comisión, su intención es establecer un marco común de actuación de los tres comités en el área de la cooperación y convergencia en la supervisión, señalando, en este sentido, las principales actividades que los comités deberían realizar. De igual modo, las decisiones revisadas deberían contener la responsabilidad de los comités en la vigilancia de la estabilidad financiera y en la información periódica a los supervisores.

Los puntos o aspectos más relevantes objeto de consulta por parte de la Comisión eran los relativos al mecanismo de mediación, intercambio de información, delegación de tareas y responsabilidades, colegios de supervisores, desarrollo de una cultura de supervisión común, cooperación intersectorial, proceso de votación por mayoría cualificada y salvaguarda de la estabilidad financiera.

Aunque a la hora de redactar estas líneas todavía no hay una decisión formal de la Comisión Europea sobre esta materia, el gran número de respuestas recibidas —entre ellas una que refleja los puntos de vista de los tres comités sectoriales integrados en el denominado grupo 3L3— a la consulta pública indica el interés que el trabajo y funcionamiento de estos comités tienen entre los participantes de la industria financiera.

## **5 La creación de un grupo de expertos de alto nivel sobre supervisión financiera en la UE**

Adicionalmente a todo lo señalado hasta ahora —y como una de las consecuencias directas de la crisis financiera que comenzó en agosto de 2007— el Presidente de la Comisión Europea ha creado en octubre de 2008 un grupo de expertos de alto nivel liderado por Jacques de Larosière. La tarea de este grupo consistirá en facilitar recomendaciones a la Comisión Europea para el refuerzo de los acuerdos de supervisión en el ámbito de la Unión Europea. El grupo cubrirá todos los sectores financieros con el objetivo de establecer un sistema de supervisión más eficiente e integrado en Europa, reforzando, igualmente, la cooperación entre los supervisores europeos y sus contrapartes internacionales. El grupo finalizará sus recomendaciones en febrero de 2009 con objeto de que sean analizadas en marzo por los jefes de Estado y de Gobierno.

El mandato recibido por el grupo pone de manifiesto la debilidad del sistema de supervisión de la Unión Europea que continúa fragmentado en compartimentos estancos nacionales a pesar del progreso substancial en la integración financiera y la creciente importancia de las entidades con ámbito de actuación transfronterizo. Se reconoce igualmente que la reforma de la supervisión financiera ha seguido un enfoque evolutivo del que el proceso Lamfalussy, y en particular los comités de nivel 3, son el máximo exponente. A pesar de un cierto progreso en la convergencia de

la supervisión, este no ha permitido a la Unión Europea identificar y gestionar las causas de la actual crisis financiera. La organización, básicamente nacional, de la supervisión financiera limita enormemente el acceso a una verdadera convergencia supervisora.

En consecuencia, el grupo de expertos debería considerar los siguientes aspectos:

- a) Cómo debería organizarse la supervisión de las instituciones y mercados financieros europeos para asegurar la adecuada solidez de las instituciones, el funcionamiento ordenado de los mercados y, en consecuencia, la protección de los depositantes, tenedores de pólizas e inversores.
- b) Cómo reforzar la cooperación europea en materia de vigilancia de la estabilidad financiera, mecanismo de alerta temprana y gestión de crisis, incluyendo la gestión de riesgos intersectoriales y transfronterizos.
- c) Cómo deben cooperar los supervisores de las autoridades competentes de la Unión Europea con otros supervisores de terceros países para salvaguardar la estabilidad financiera a nivel global.

Por último, el grupo de expertos examinará igualmente la asignación de tareas y responsabilidades en los niveles nacionales y europeos.

## 6 Conclusión

El inicio formal de la revisión del proceso Lamfalussy ha ido en paralelo a la explosión de la crisis financiera iniciada en agosto de 2007 y a sus virulentas consecuencias puestas de manifiesto en particular en el otoño de 2008.

Una de las lecciones que pueden derivarse de la crisis es la necesidad de adaptar la supervisión financiera —de marcado carácter nacional— a unos objetivos globales que sea consistente y consecuente con unos actores —instituciones financieras y mercados— que llevan siendo globales mucho tiempo.

Tal como se desprende de lo comentado en este artículo, la revisión del proceso Lamfalussy no pretendía constituir una herramienta para hacer frente a una crisis financiera. Sin embargo, el objetivo, quizás último, de la revisión —avanzar en la convergencia en la supervisión financiera— sí enlaza con alguna de las herramientas que se están utilizando para combatir la crisis.

Aunque muchas de las actuaciones previstas están finalizadas, la revisión del proceso Lamfalussy no ha concluido, por lo que es arriesgado predecir su éxito o fracaso. En cualquier caso la revisión de la regulación y supervisión de las instituciones y mercados financieros no es una variable fija, sino flujo. A unas instituciones y mercados permanentemente en evolución debe responder un esquema de regulación y supervisión también en evolución permanente.

La propias reflexiones del Presidente de la Comisión Europea sobre las limitaciones de la revisión del proceso Lamfalussy —reflejadas en la creación y mandato de un grupo de expertos para diseñar un nuevo esquema de supervisión financiera— no hacen sino constatar que la revisión de la supervisión financiera en la Unión Europea se encuentra sólo en el final del principio.

### III Novedades regulatorias





# La nueva circular contable de instituciones de inversión colectiva

Jorge Vergara (\*)

\* Jorge Vergara pertenece a la Dirección de Supervisión de la CNMV.



# 1 Introducción

Las instituciones de inversión colectiva constituyen un vehículo de participación en los mercados de capitales para un gran número de inversores, tanto minoristas como institucionales.

En el caso español, las sucesivas reformas legislativas han creado un marco legal sobre el que se ha sustentado el desarrollo de estas figuras de inversión. Dentro de estas normas legales debemos citar la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, y el Reglamento de esta Ley, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, que han liberalizado el régimen inversor de las IIC, ampliando el espectro de activos en los que estas instituciones pueden invertir.

Estas normas han sido desarrolladas por otras normas de rango inferior entre las que destacan las dirigidas a establecer el régimen contable por el que se han de regir estas instituciones. Este régimen contable estaba representado por las circulares 7/1990 y 4/1994, sobre normas contables de IIC financieras e inmobiliarias respectivamente, que constituían el desarrollo del Plan General de Contabilidad de 1990 en lo referente a las IIC. A tal efecto, ambas circulares adaptaban y precisaban el régimen contable general a las instituciones de inversión colectiva, que están constituidas esencialmente por una cartera de inversiones, ya sean financieras o inmobiliarias, y que tienen una naturaleza abierta que se evidencia en la posibilidad de entradas y salidas regladas de los inversores a un determinado precio, que es el valor liquidativo de la institución.

Ahora bien, el 4 de noviembre de 2007 se aprobó, en virtud del Real Decreto 1514/2007, el nuevo Plan General de Contabilidad, que entró en vigor el 1 de enero de 2008. Este nuevo plan contable implica la decisión de mantener la elaboración contable individual de las empresas españolas incardinada en los principios contables del Derecho Mercantil Contable Español pero, al mismo tiempo, reconocer como referente obligado las Normas Internacionales de Contabilidad o Normas Internacionales de Información Financiera (NIC-NIIF).

En consecuencia, la aprobación de un nuevo marco contable obliga a adaptar las normas contables de las IIC al nuevo régimen. Esta adaptación es importante porque las nuevas normas otorgan una gran relevancia a los instrumentos financieros. La aprobación de la Circular 3/2008, de 11 de septiembre, de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las IIC, recoge el ejercicio de adaptación al Plan General de Contabilidad de 2007. El presente artículo se dedica a su análisis y se estructura de la siguiente manera.

La sección segunda del artículo trata del ámbito de aplicación de la Circular y de las cuestiones formales y de procedimiento inherentes a la contabilidad de las IIC. La sección tercera abarca el marco conceptual contable en la forma de principios contables, criterios de valoración y definiciones. Por su parte, la sección cuarta detalla las normas específicas de las IIC y especifica la forma de contabilizar determinadas

operaciones. La sección quinta expone los modelos de cuentas anuales y estados públicos y reservados que deben rendir las IIC y, por último, la sección sexta recoge las conclusiones del artículo.

## 2 **Ámbito de aplicación de la Circular contable de IIC y cuestiones de procedimiento**

La Circular 3/2008, de 11 de septiembre, de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las IIC, o Circular contable de IIC, constituye el desarrollo y adaptación para el sector de la inversión colectiva de las normas contables contenidas en el Código de Comercio, Ley de Sociedades Anónimas y Plan General de Contabilidad. El carácter singular de estas instituciones aconseja que existan unas normas específicas que regulen su régimen contable. El propio Plan General de Contabilidad que reconoce la heterogeneidad y complejidad que en los últimos tiempos manifiestan los mercados financieros y las entidades que operan en los mismos.

El ámbito de aplicación de la Circular 3/2008 hace referencia a las instituciones de inversión colectiva reguladas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre. Por tanto, la Circular contable se va a aplicar a las IIC de carácter financiero (fondos de inversión o FI, y sociedades de inversión de capital variableo SICAV) y a las IIC inmobiliarias (fondos de inversión inmobiliaria o FII, y sociedades de inversión inmobiliaria o SII). Si bien ambos tipos de IIC, las financieras y las inmobiliarias, se registrarán contablemente por unos principios y normas comunes, la diferente tipología de activos en los que invierten obliga a dedicar en la Circular secciones separadas a cada categoría. Asimismo, dentro de las IIC financieras, la mayor capacidad operativa y flexibilidad de inversión de las IIC de Inversión Libreo IICIL (*hedge funds*<sup>1</sup>) requiere el desarrollo de determinadas normas contables, en especial en lo relativo a las operaciones de financiación.

Si bien el marco contable que va a regir en las IIC abarca una casuística muy amplia de operaciones, la realización de operaciones por parte de estas debe respetar las limitaciones inversoras y operativas que establece el marco legal de las IIC, así como las limitaciones que las IIC establecen voluntariamente en sus folletos explicativos. Por tanto, la existencia de normas contables no significa su autorización si existen disposiciones que las prohíben.

En estos términos, se considera que los compartimentos que puedan existir en el seno de una IIC<sup>2</sup> tienen una cierta autonomía contable. De este modo, si bien existen

---

1 Las IIC de Inversión Libre (IICIL) son una tipología específica de IIC financieras que se caracteriza por poder invertir en todo tipo de activos financieros e instrumentos financieros derivados, con independencia de su subyacente, y por no estar sometidas a los coeficientes de diversificación, endeudamiento y límites de comisiones de las IIC ordinarias. Por tanto, constituyen lo que en terminología anglosajona sería descrito como *Spanish onshore hedge funds*.

2 La figura del compartimento de IIC fue introducida en la última reforma legal del régimen jurídico de las IIC y permite, bajo un único contrato constitutivo o escritura de constitución, estructurar fondos o sociedades de inversión en compartimentos o subfondos que se van a diferenciar por su distinta política de inversión. En definitiva, se está trasladando a la normativa española una figura típica de la inversión colectiva, como es el fondo "paraguas" o fondo que abarca distintos subfondos, que se encuentra presente en numerosos países de nuestro entorno.

unos únicos modelos de cuentas anuales para una IIC aunque esta abarque varios compartimentos, se permite una contabilidad separada que distinga entre los activos y pasivos y los ingresos y gastos de un compartimento respecto a otros. Lo anterior es importante ya que no se establece, en líneas generales, una responsabilidad solidaria entre los compartimentos y, además, los inversores lo son respecto a un determinado compartimento y no respecto a otros.

Otro punto que merece ser señalado a los efectos de perfilar el ámbito de aplicación de las normas contables a las IIC es la exención relativa a las normas sobre combinaciones de negocios. Estas normas regulan la forma en que se deben contabilizar las operaciones en las que una empresa adquiere el control de uno o varios negocios. En el ámbito de las IIC, la combinación de negocios se origina, en general, por la adquisición de acciones o participaciones en el capital de otras empresas en proporción suficiente para garantizar su control; por tanto, deberían valorarse a su coste con reconocimiento del deterioro en su caso. Ahora bien, se debe tener en cuenta que la normativa propia de IIC les prohíbe ejercer una influencia notable en las empresas en las que invierten.

Esta exención de las normas sobre combinaciones de negocios también abarca a las estructuras principal–subordinadoo *master–feeder*<sup>3</sup>, por lo que un fondo subordinado no deberá valorar las inversiones en el fondo principal a su coste. La única excepción a todo lo anterior serían las combinaciones de negocio por fusiones entre IIC, que implica la contabilización por la IIC absorbente de los activos adquiridos y pasivos asumidos de las IIC absorbidas.

En relación a las cuestiones formales y de procedimiento de la contabilidad de las IIC, es necesario distinguir entre cuentas anuales, estados públicos y estados de información reservada.

Las cuentas anuales de la IIC son el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, el estado de cambios en el patrimonio neto y la memoria<sup>4</sup>, que deberán recoger la estructura y contenidos del Plan General de Contabilidad, con determinadas adaptaciones a la naturaleza de las IIC. Estas adaptaciones son particularmente significativas en el caso del balance y la cuenta de pérdidas y ganancias, cuyos epígrafes y cuentas son adaptados a la realidad concreta de las IIC, recibiendo en la Circular la denominación de estados contables públicos. Estos estados públicos integrantes de las cuentas anuales son complementados por los estados contables reservados, sin difusión pública, que se remiten a la CNMV a los efectos del ejercicio de las funciones supervisoras que tiene encomendadas en relación a las IIC. Una explicación más detallada de estos estados contables se encuentra en la sección quinta del presente artículo.

---

3 Un fondo subordinado o *feeder* es un fondo que se caracteriza por invertir la mayor parte de su patrimonio (el 80% en la normativa española) en otro fondo, que será el fondo principal o *master*, y que es el que realiza las inversiones últimas en los activos. De este modo, los inversores finales invierten en los fondos subordinados, que se configuran por tanto como meros vehículos de inversión en los fondos principales.

4 El estado de flujos de efectivo, que puede no ser exigido si así lo establece una disposición legal, no es requerido de las IIC por su escasa representatividad.

### 3 Principios contables, criterios y definiciones

La finalidad fundamental de la Circular 3/2008 es mostrar la imagen fiel del patrimonio, situación financiera y resultados de las instituciones de inversión colectiva, para lo cual se aplican los principios contables generales. Ahora bien, como se ha comentado, las IIC, con la excepción de las SII, son entidades financieras abiertas, en las cuales los individuos pueden realizar sus inversiones y desinversiones a un precio, que es el valor liquidativo de la institución. El valor liquidativo representa, por tanto, el precio de las partes alícuotas en que se encuentra dividido el patrimonio de las IIC, que serán las participaciones de los fondos y las acciones de las sociedades.

La contabilidad de las IIC debe tener en cuenta la necesidad de determinar el patrimonio que es el que permite el cálculo del valor liquidativo de las instituciones. Por lo tanto, el valor liquidativo es una consecuencia directa de la contabilidad.

La necesidad de determinar el valor liquidativo de las IIC se pone de manifiesto cuando se analiza la aplicación del principio de empresa en funcionamiento en el ámbito de las IIC. Este principio supone que, salvo prueba en contrario, la gestión de la IIC continuará en un futuro previsible, por lo que la aplicación de los principios y criterios contables no tiene el propósito de determinar el valor del patrimonio neto a efectos de su transmisión global o parcial, ni el importe resultante en caso de liquidación. Sin embargo, se debe distinguir entre lo que es una liquidación total o final, que significa la disolución y extinción del fondo, y lo que constituye una liquidación a los efectos de permitir las entradas y salidas de inversores. En este caso, es fundamental el valor liquidativo.

Otro principio que reviste gran importancia en las IIC es el de prudencia, en virtud del cual únicamente se contabilizarán los beneficios obtenidos hasta la fecha de cierre del ejercicio, debiéndose tener en cuenta todos los riesgos, con origen en el ejercicio o en otro anterior, tan pronto sean conocidos. Pues bien, la necesidad de valorar el patrimonio de las IIC a efectos de determinar el precio de las partes alícuotas de los inversores obliga a la consideración de las plusvalías latentes no realizadas de los activos de la cartera de las IIC lo que, por otra parte, está permitido tanto a nivel de disposiciones normativas europeas como a nivel del propio Código de Comercio<sup>5</sup>.

Respecto a los criterios de valoración, la Circular contable recoge los criterios de valor razonable, coste amortizado y coste histórico. La Circular hace una traslación de los conceptos legales de valor efectivo o valor estimado de realización que aparecen en la normativa específica de IIC, al hacer referencia al valor del patrimonio, y los asimila a los criterios de valoración contable. Por consiguiente, dependiendo del tipo de activo, su valor efectivo o valor estimado de realización será su valor razonable,

---

5 El artículo 30 bis del Código de Comercio permite en su apartado 1 la valoración a valor razonable de los activos financieros que formen parte de una cartera de negociación, se califiquen como disponibles para la venta, o sean instrumentos financieros derivados, así como de los pasivos financieros que formen parte de una cartera de negociación, o sean instrumentos financieros derivados. Asimismo, en su apartado 5 contempla la aplicación del valor razonable a otros instrumentos financieros, en los términos que reglamentariamente se determinen, dentro de los límites que establezcan las normas internacionales de información financiera adoptadas por los reglamentos de la Unión Europea, y que reglamentariamente podrá establecerse la obligación de valorar por su valor razonable otros elementos patrimoniales distintos de los instrumentos financieros, siempre que dichos elementos se valoren con carácter único de acuerdo con este criterio en los citados reglamentos de la Unión Europea.

coste amortizado o coste histórico. En la siguiente sección se analiza qué valor se aplica a cada activo.

En cuanto al concepto de valor razonable, que es el que más relevancia tiene en las carteras de las IIC, en el caso de activos financieros existe una jerarquía de valoración, de modo que en presencia de un mercado activo<sup>6</sup> el valor razonable se determina a partir de los precios de las transacciones que se ejecutan en él. En ausencia de mercado activo, se utilizan otros métodos y técnicas de valoración, que también se especifican en la sección siguiente.

En el caso de las IIC inmobiliarias, la propia normativa establece un criterio de valoración que responde al concepto de valor razonable, que es el valor de tasación de los inmuebles determinado de acuerdo con las disposiciones normativas que existen al efecto<sup>7</sup>.

## 4 Normas contables y contabilización de operaciones

### 4.1 Clasificación de activos y periodificación

El nuevo Plan General de Contabilidad establece distintas categorías de activos financieros en función de las diferentes gestiones que se puedan realizar sobre estos<sup>8</sup>.

Por su parte, las IIC se configuran como instrumentos de inversión colectiva que reciben aportaciones del público para su inversión en bienes, derechos y valores, bajo unos criterios detallados en el folleto explicativo. Es decir, la cartera de una IIC está constituida por un grupo de activos que se gestiona por sociedades gestoras con capacidad para ello y con procedimientos adecuados de control del riesgo, y cuyo rendimiento se evalúa sobre la base de su valor razonable de acuerdo con una estrategia de gestión del riesgo o de inversión documentada. Esta es precisamente la definición que establece el Plan General de Contabilidad de la categoría de “Otros activos financieros a valor razonable con cambios en la cuenta de pérdidas y ganancias”, y que es la que se aplica, por tanto, a la cartera de inversiones financieras de las IIC.

Por consiguiente, los activos financieros que integran la cartera de una IIC se valorarán a su valor razonable, y las variaciones de este valor, aunque no sean realizadas, se imputarán a resultados. Todo ello es coherente con la necesidad de determinar el valor estimado de realización de los activos de la IIC a efectos de calcular el valor liquidativo de la institución.

Respecto al resto de activos financieros de la IIC, como la tesorería, saldos pendientes por comisiones, y otros conceptos similares, dada su naturaleza auxiliar u opera-

---

6 Un mercado se considera activo si los precios de cotización en firme están fácil y regularmente disponibles a través de una bolsa, un número significativo de intermediarios financieros, servicios de fijación de precios o mecanismos similares, y estos precios reflejan transacciones reales de mercado que se producen regularmente entre partes que actúan en condiciones de independencia mutua.

7 Las reglas para el cálculo del valor de tasación de los inmuebles están recogidas en la Orden ECO/805/2003, de 27 de marzo, modificada por las ordenes EHA/3011/2007 y EHA/564/2008.

8 La categorías de clasificación del Plan General de Contabilidad son: préstamos y partidas a cobrar, inversiones mantenidas hasta el vencimiento, activos disponibles para la venta, activos mantenidos para negociar, otros activos a valor razonable con cambios en la cuenta de pérdidas y ganancias.

tiva, y por tanto ajena a la política de inversión de la IIC, no corresponde aplicar la anterior clasificación, sino la de préstamos y partidas a cobrar. Por tanto, todos estos activos se valorarán a su coste amortizado, esto es, actualizando los flujos de efectivo a la tasa de rendimiento inicial de la operación. Por supuesto, en el caso de deterioro por reducciones o retrasos en los flujos esperados, deberá realizarse la oportuna corrección. Ahora bien, será posible realizar una valoración a valor nominal si se trata de partidas a corto plazo en las que el efecto financiero de la actualización de los flujos no sea significativo.

Un razonamiento paralelo cabe realizarse respecto a los pasivos financieros de las IIC. Aquellos que formen parte de la cartera, como los instrumentos financieros derivados con saldo acreedor, y aquellos otros pasivos que surgen por la obligación de recomprar activos vendidos (por haberse vendido valores tomados en préstamo, o aportados en garantía, o cedidos temporalmente), siempre que la operación esté permitida para el tipo de IIC de que se trate, se valorarán a valor razonable con cambios en la cuenta de pérdidas y ganancias. Por otro lado, los pasivos ajenos a la cartera y de naturaleza operativa o auxiliar, como son los descubiertos en cuenta corriente para atender reembolsos dentro de los límites que permite la norma, se considerarán como débitos y partidas a pagar y se valorarán por su coste amortizado.

Mención aparte merecen los bienes inmuebles integrantes de las IIC inmobiliarias. En estas instituciones, al igual que en las IIC de carácter financiero, es preciso valorar su patrimonio para calcular el valor liquidativo. Por tanto, se establece la obligación de valorar los inmuebles a su valor razonable o valor de tasación, de acuerdo a lo indicado anteriormente. No obstante, teniendo en cuenta el carácter más permanente de las inversiones, se otorga un tratamiento similar al de los activos financieros disponibles para la venta y, por tanto, las variaciones del valor razonable de los inmuebles se imputan a patrimonio, en epígrafes especiales. Es de destacar que esta forma de valoración da lugar a que no se tributa en el ejercicio en el que la variación se ha imputado a patrimonio sino que se tributará en el ejercicio en el que el inmueble se venda<sup>9</sup>.

Otra cuestión que debe especificarse es la periodicidad en la valoración de los activos integrantes de la cartera de la IIC. Esta deberá estar en concordancia con la frecuencia de cálculo del valor liquidativo de la IIC, o deberá ser menor si existen otras disposiciones que así lo determinen. En la práctica, en el ámbito de las IIC financieras ello significa que la frecuencia de valoración será diaria en la mayor parte de los casos.

## 4.2 Criterios de valoración de activos financieros

Una vez clarificados los criterios de clasificación contable, la Circular se ocupa de concretar qué debe entenderse por valor razonable para las diferentes categorías de activo, partiendo de la definición del Plan. A este respecto, debe tenerse en cuenta que, por un lado, el Plan tiene una vocación, como no podía ser de otra manera, generalista y que, por otra, la normativa de IIC ha alcanzado un notable grado de especificación en lo referente al espectro de activos aptos para la inversión de las IIC.

---

<sup>9</sup> Es decir, en relación a las plusvalías latentes no se reconocerá un pasivo por impuesto corriente, sino un pasivo por impuesto diferido.



Por tanto, la Circular concreta cómo se determina el valor razonable de las distintas familias de activos elegibles.

En el caso de los instrumentos de patrimonio, esto es, las acciones, el valor razonable es un concepto casi inmediato, puesto que se considera como tal el precio de cierre del mercado que por volúmenes sea el más representativo (esto es, el más líquido). Ahora bien, con el propósito de recoger en la Circular una casuística lo más extensa posible, se permite para los fondos índice<sup>10</sup> no utilizar el precio de cierre del mercado, sino el precio a la hora de fijación del índice de cierre del día, de modo que se garantice la correspondencia, dentro de las desviaciones permitidas, entre la evolución del valor liquidativo del fondo y la del índice.

Sin embargo, la valoración de los valores representativos de deuda reviste mayor dificultad, ya que no cabe hablar de precios de cierre y, adicionalmente, de acuerdo con lo que se ha comentado en el apartado anterior, no es frecuente disponer de mercados activos con precios de los que se pueda extraer el valor razonable. De este modo, deberán utilizarse métodos alternativos de valoración que maximicen la utilización de datos observables de mercado. Entre ellos se pueden citar las valoraciones basadas en precios difundidos por fuentes externas, como son los precios de contribuidores o difusores de información, siempre y cuando la fuente que se utilice sea representativa de la situación actual de los mercados, en especial en términos de tipos de interés y de diferenciales de crédito y liquidez. En caso de utilizarse modelos de valoración internos, estos deberán recoger los diferenciales de mercado de la manera más ajustada posible a la situación actual del emisoro del tipo de activo.

Las técnicas de valoración de los valores representativos de deuda mencionadas deberán integrarse en procedimientos de control que garanticen su robustez, fiabilidad y consistencia. Esta consistencia deberá asegurarse respecto a la situación de los mercados, de la propia IIC inversora y de la potencial evolución de suscripciones y reembolsos, de manera que se eviten conflictos de interés entre los inversores que salen frente a los que permanecen en la institución.

Una dificultad similar de valoración a la de los instrumentos representativos de deuda se encuentra en los instrumentos financieros derivados no negociados en mercados organizados, o derivados OTC. Efectivamente, en estos derivados OTC la gestora deberá calcular un valor teórico del instrumento que maximice los datos observables de mercado en cada momento, especialmente la volatilidad, y que se comparará con los precios proporcionados por la contraparte del derivado OTC a efectos de determinar su valor razonable.

Resulta interesante destacar el criterio de valoración de un determinado tipo de activo, como son los depósitos. En este sentido, la Circular recoge la obligación de calcular el valor razonable de los depósitos mediante la actualización de sus flujos. La diferencia de esta forma de valoración con la del coste amortizado radica en que los flujos serán actualizados, no a la tasa original de la operación, sino a una tasa que refleje la situación de tipos de interés de mercado y del riesgo de crédito del emisor en cada momento. En definitiva, se está aplicando el criterio recogido en el marco conceptual del Plan General de Contabilidad, en virtud del cual la contabilización de las operaciones (y, por ende, su valoración), se debe realizar atendiendo a su realidad

---

10 Los fondos que replican o reproducen un índice, y que se encuentran regulados en el artículo 38.2.d) del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva, reciben comúnmente el nombre de fondos índice. Estos fondos deben tener un *tracking error*, o desviación máxima respecto al índice de referencia, del 5%.

económica y no sólo a su forma jurídica. A este respecto, debe tenerse presente que, si bien un depósito no se transmite o vende, sus flujos financieros son equivalentes a, por ejemplo, un pagaré, si se trata de un depósito con liquidación de intereses al vencimiento.

Por último, conviene mencionar la valoración de las inversiones de las IIC en otras IIC. Esta se realizará al correspondiente valor liquidativo de la institución, a menos que la IIC esté admitida a cotización en un mercado y existan precios obtenidos a partir de las operaciones de compraventa de terceros. Es decir, en el ámbito de las IIC cotizadas se está trasladando en la norma la misma filosofía de mercado activo que anteriormente se ha analizado en el caso de los valores representativos de deuda. Para el caso particular de inversiones de las IIC en *hedge funds* o fondos de *hedge funds*<sup>11</sup>, dado que la práctica habitual en estas instituciones es utilizar valores liquidativos estimados, se permite la utilización de estos, bien se trate de estimaciones preliminares del valor liquidativo definitivo, bien se trate de valores correspondientes a fechas intermedias entre valores definitivos. En el caso de las IIC de Inversión Libre, únicamente podrán aplicar estos valores estimados a un 10% de su patrimonio<sup>12</sup>.

### 4.3 Criterios de valoración de las inversiones inmobiliarias

En relación a las inversiones de las IIC inmobiliarias, la valoración inicial de los inmuebles se realizará al precio de adquisición, que incluirá los gastos necesarios para la compra, entre ellos los impuestos no deducibles. En caso de que se trate de inmuebles en fase de construcción, la valoración inicial se realizará por el importe desembolsado correspondiente a la obra ejecutada.

Esta valoración inicial se mantendrá hasta la realización de la primera tasación que, como se ha afirmado anteriormente, constituye el valor razonable de los bienes inmuebles en cartera de las IIC inmobiliarias<sup>13</sup>.

En caso de que la tasación arrojará plusvalías, estas se imputarán a patrimonio en una cuenta de ajustes por cambios de valor, a no ser que se trate de la reversión de una pérdida reconocida en resultados. En caso de minusvalías, se imputarán a la cuenta de pérdidas y ganancias, siempre y cuando en la cuenta de ajustes de valor anteriormente mencionada no haya saldo suficiente que la compense.

Hay casos particulares de valoración de bienes inmuebles, como pueden ser los inmuebles terminados en proceso de rehabilitación, cuyo valor razonable será su valor de tasación deducido el coste final previsto que corresponda a la obra no ejecutada. En caso de inmuebles en fase de proyecto o construcción, su valor razonable serán los importes desembolsados por obra ejecutada más las revalorizaciones generadas según el último valor de tasación, ponderadas por el porcentaje de obra ejecutada

---

11 El artículo 36.1.j) del Reglamento de IIC permite las inversiones de las IIC en IIC de Inversión Libre, IIC de IIC de Inversión Libre e IIC extranjeras similares, hasta un máximo del 10% del patrimonio y siempre que el folleto explicativo de la institución que pretenda realizar estas inversiones haga mención expresa y claramente destacada de ello, incluyendo información detallada sobre la inversión, los riesgos que comporta y los criterios de selección a los que se ajustará.

12 El artículo 44 del Reglamento de IIC obliga a las IIC de IIC de Inversión Libre a invertir un mínimo del 60% de su patrimonio en IIC de Inversión Libre o IIC extranjeras similares (*hedge funds*).

13 Las IIC inmobiliarias están obligadas a tasar al menos anualmente sus inversiones en bienes inmuebles, y también en el momento de la venta, a no ser que haya mediado tasación en los seis meses anteriores.

del inmueble. Las inversiones en sociedades tenedoras de inmuebles y entidades de arrendamiento se valorarán a su valor teórico contable, siempre que los inmuebles subyacentes se valoren de acuerdo a las reglas establecidas para las IIC inmobiliarias.

El valor razonable de los inmuebles en fase de construcción podrá modificarse durante el periodo de validez del informe de tasación con el fin de incorporar el cambio de valor derivado del grado de avance de la obra. Para ello, se deberá contar con la certificación del porcentaje de obra ejecutada por parte de la dirección facultativa, o tasador, a la fecha en la que se pretende recoger el nuevo valor razonable.

Asimismo, en caso de tasaciones condicionadas, en tanto no se haya emitido por el tasador una declaración expresa y razonada sobre el levantamiento de los condicionantes, se tomará como valor razonable de la inversión inmobiliaria el menor entre el valor de la última tasación sin condicionantes y el valor de tasación condicionado.

Por último, hay que tener en cuenta que pueden existir otras IIC que inviertan en inmuebles al margen de las IIC inmobiliarias, como es el caso de las SICAV que invierten en inmuebles de uso propio para el desarrollo de su actividad. A estos inmuebles también se les aplicarán las normas de valoración anteriormente mencionadas, debiéndose realizar una tasación al menos anual. Mediante la aplicación de esta forma de valoración a unos bienes que no forman parte de la cartera de la SICAV se están evitando los impactos significativos que se podrían producir en el valor liquidativo de la SICAV en caso de venta de bienes inmuebles valorados al coste, lo que resultaría contrario al interés de los partícipes que hubiesen reembolsado. En definitiva, se trata de otro ejemplo de adaptación de las normas contables a la idiosincrasia de las IIC en cuanto estructuras abiertas.

#### **4.4 Contabilización de determinadas operaciones**

En esta sección se analizan determinadas normas contables específicas en el ámbito de las IIC, como son las relativas a los instrumentos de patrimonio propios, a las operaciones en moneda extranjera y al impuesto sobre beneficios.

Los instrumentos de patrimonio propios son las participaciones en el caso de los fondos de inversión, y las acciones en el caso de las sociedades de inversión.

Sobre las participaciones y acciones conviene mencionar que, en una primera aproximación, podrían considerarse como pasivos, dada su naturaleza reembolsable emanada del carácter abierto de las IIC. Ahora bien, esta no es la interpretación que debe prevalecer, pues las acciones y participaciones de IIC presentan rasgos definitorios característicos de los instrumentos de patrimonio y no de los de pasivo, como es que son aportaciones de los socios y partícipes, que representan la propiedad de estos sobre la IIC y que, en la liquidación de esta, se sitúan por detrás de los acreedores. Asimismo, hay que tener en cuenta la catalogación como instrumentos de patrimonio que, de las acciones y participaciones de las IIC, realiza el propio Plan General de Contabilidad.

En definitiva, las participaciones y acciones de las IIC son consideradas y tratadas a efectos contables en la Circular como instrumentos de patrimonio propio, si bien no son plenamente equiparables a los instrumentos de patrimonio propio de las

sociedades mercantiles ordinarias. Esta especial idiosincrasia se ha recogido en la denominación de las cuentas y epígrafes específicos del Balance referentes a estos instrumentos. De este modo, se incorporan los epígrafes de “Patrimonio atribuido a socios y partícipes” y de “Fondos reembolsables”, en lugar de las rúbricas “Patrimonio neto” y “Fondos propios”, respectivamente.

Considerando las operaciones sobre moneda extranjera, la Circular recoge el concepto contable de moneda funcional que, dada la naturaleza y el régimen legal de las IIC, es asimilado a la divisa de denominación de las IIC. Es decir, si bien en términos generales la moneda funcional se define como la moneda del entorno principal en que opera una empresa, se considera que lo verdaderamente determinante en el caso de las IIC es la moneda en la que está denominada y en la que deben registrarse todas sus operaciones, y ello con independencia de que la IIC invierta en activos denominados en distintas divisas. En definitiva, se está otorgando preeminencia a la dimensión operativa de la IIC frente a sus capacidades inversoras en distintos mercados.

La Circular también incorpora las categorías de partidas monetarias y no monetarias que recoge el Plan General de Contabilidad, considerándose, en general, que la tesorería y los valores representativos de deuda son partidas monetarias, y los instrumentos de patrimonio y bienes inmuebles partidas no monetarias. Ahora bien, en el caso de las carteras de las IIC, esta distinción entre monetario y no monetario no tiene trascendencia, ya que las variaciones originadas por la conversión a la moneda funcional de la IIC de las operaciones cifradas en una divisa distinta, sean partidas monetarias o no monetarias, se aglutinan en las variaciones de valor razonable, y se imputan de este modo a la cuenta de pérdidas y ganancias. Por el contrario, las diferencias de cambio de las partidas de tesorería y débitos y créditos en general, que como se recordará se valoran a su coste amortizado, se reconocen en un epígrafe específico. Finalmente, en el caso residual de partidas no monetarias ajenas a la cartera, como el mobiliario y enseres, no dan lugar a diferencias de cambio al considerarse su coste histórico y el tipo de cambio en la fecha de originación de la operación.

Por último, en lo que se refiere a la contabilización del impuesto sobre beneficios de la IIC, se adopta el criterio del Plan General de Contabilidad que otorga preferencia al enfoque de activos y pasivos, frente al de ingresos y gastos. En este caso se incorpora la distinción entre gasto/ingreso por impuesto corriente y gasto/ingreso por impuesto diferido, consecuencia de las diferencias temporarias derivadas de la diferente valoración, contable y fiscal, atribuida a los elementos integrantes de las cuentas anuales, en la medida en que tengan incidencia en la carga fiscal futura. Estas diferencias temporarias son las que, en definitiva, dan lugar a los activos y pasivos por impuesto diferido.

A este respecto, el criterio general es, de acuerdo con el principio de prudencia, reconocer siempre los pasivos por impuesto diferido y, respecto a los activos por impuesto diferido, reconocerlos sólo en la medida en que resulte probable que la empresa disponga de ganancias fiscales futuras que permitan la aplicación de estos activos. Ahora bien, en el caso de las IIC, la estimación de esta probabilidad de beneficios futuros es particularmente incierta, puesto que equivale a predecir el futuro comportamiento de los mercados financieros. Por esta razón, en caso de que una IIC disponga de pérdidas fiscales para compensar, el reconocimiento de estas únicamente podrá realizarse cuando la IIC tenga beneficios y se esté contabilizando un gasto corriente

por impuesto sobre beneficios, el cual será compensado a medida que se devengue. En definitiva, con esta norma se pretende evitar que surjan en los balances de la IIC activos por créditos fiscales cuya realización puede ser notablemente incierta.

Hay una excepción a la norma contable anterior cuando existen IIC con compartimentos en los que algunos tienen beneficios y otros pérdidas. En este caso, hay que tener en cuenta que el sujeto pasivo de la IIC es esta en su totalidad, no los compartimentos, de modo que para que el conjunto de la IIC pueda beneficiarse de una menor tributación, la norma permite aplicar las pérdidas fiscales a compensar de uno o varios compartimentos, con los beneficios presentes que tengan uno u otros compartimentos. Evidentemente, el límite de compensación será el conjunto de beneficios que los distintos compartimentos tengan.

## **5 Modelos de cuentas anuales y estados de información reservada de las IIC**

La Circular introduce dos conjuntos de modelos de estados públicos y reservados de las IIC, uno para las IIC de carácter financiero y otro para las IIC inmobiliarias. Los modelos públicos son el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias, que están acompañados por los estados de información reservada. Todos ellos deben remitirse por vía telemática a la CNMV, y deberán estar suscritos conjuntamente por la sociedad gestora o sociedad autogestionada y por el depositario.

En relación a los modelos públicos, conviene destacar que existirá un balance y una cuenta de pérdidas y ganancias por cada compartimento, y un balance y una cuenta de pérdidas y ganancias por la totalidad de la IIC, que reciben el nombre de balance agregado y cuenta de pérdidas y ganancias agregada. Estas cuentas agregadas se confeccionarán mediante la simple suma de los saldos contables de las cuentas individuales de los compartimentos, con eliminación de las operaciones comunes.

Respecto a los estados de información reservada, su periodicidad podrá ser trimestral y más frecuentemente mensual, y recogen una serie de datos necesarios para la supervisión de las IIC. Dentro de estos datos, deben destacarse los de patrimonio y valor liquidativo diarios en su caso y, sobre todo, los relativos al detalle de posiciones individuales de las carteras de la IIC o de sus compartimentos, tanto de las inversiones de contado como la de los instrumentos financieros derivados, y la cartera de bienes inmuebles de las IIC inmobiliarias.

Asimismo, respecto a los estados de información reservada, merece ser destacado que existen distintos niveles de desglose en función de la estructura de la IIC, esto es, si esta dispone de distintos compartimentos y/o clases de participaciones o series de acciones. De este modo, todos los estados que hagan referencia a las carteras se harán a nivel de compartimento, o a nivel de la IIC si esta no tiene compartimentos, mientras que los estados que recojan datos como el valor liquidativo y las comisiones se harán a nivel de clase o de serie.

Antes de terminar la consideración de los modelos de información, conviene realizar una puntualización respecto a las IIC de IL e IIC de IIC de IL. A las primeras sólo se

les exige los modelos públicos y unos estados reservados más simplificados<sup>14</sup>, dado que el perfil de sus inversores da lugar a una menor exigencia en el esfuerzo de supervisión. Por el contrario, las IIC de IIC de IL, al constituir el vehículo de acceso del inversor minorista a los *hedge funds*, deben rendir los mismos estados que las IIC ordinarias de carácter financiero. Ahora bien, en uno u otro caso, ambas IIC gozan de unos plazos más dilatados de remisión de la información.

En relación a las cuentas anuales de las IIC, estarán constituidas por los modelos públicos de balance y cuenta de pérdidas y ganancias, a los que se acompañará el estado de cambios en el patrimonio neto y la memoria.

Respecto a la memoria, que completa, amplía y comenta las cuentas anuales, la Circular se remite al modelo del Plan General de Contabilidad, si bien introduce ciertas precisiones. Así, en el caso de las IIC financieras se debe dar información detallada sobre los compartimentos, como sobre su situación fiscal, parte proporcional de gastos comunes que soporten e inversiones que realizan en otros compartimentos. Respecto a las IIC inmobiliarias, se debe incluir en la memoria información sobre las opciones, contratos de garantía o de rentabilidad mínima que puedan afectar al valor razonable de los inmuebles y de las obligaciones frente a terceros que surjan de los inmuebles.

## 6 Conclusiones

Las instituciones de inversión colectiva son unos instrumentos de inversión presentes en todos los sistemas financieros desarrollados y unen ventajas inherentes a las economías de escala y sinergias de una gestión colectiva con la protección del inversor, la diversificación de riesgos, la transparencia y la liquidez.

Esta especificidad de las IIC ha provocado que en numerosos países la contabilidad de las IIC se rija por normas contables propias, al margen de las normas de contabilidad internacionales, así como que se diferencie completamente la contabilidad de la determinación del patrimonio y el cálculo del valor liquidativo de las IIC.

Este no ha sido el enfoque adoptado por la normativa específica de IIC españolas, que establece que el derecho contable representado por el Código de Comercio, la Ley de Sociedades Anónimas y el Plan General de Contabilidad debe aplicarse a las IIC, con las especificaciones que resulten necesarias. De este modo, lo que ha hecho la Circular 3/2008 de la CNMV ha sido adaptar el cuerpo doctrinario contable general a la naturaleza concreta de las IIC. Es decir, se ha pretendido dictar un conjunto de normas contables respetuosas con el tronco doctrinario general representado principalmente por el Plan General de Contabilidad pero, que al mismo tiempo, contemplen las particularidades de la inversión colectiva y, por tanto, minimicen las incertidumbres que unas normas contables generales podría crear en los generadores y usuarios de la información.

Estas normas contables específicas de las IIC permitirán, en última instancia, determinar y valorar su patrimonio y, por tanto, calcular el valor liquidativo de la institución, que es el parámetro en virtud del cual se van a realizar las inversiones y

---

14 Los modelos de estados reservados de las IICIL son los modelos IL y están recogidos en la Circular 1/2006, de 3 mayo, de Institución de Inversión Colectiva de Inversión Libre.

desinversiones en las IIC, y que se utiliza como referente para la determinación de la rentabilidad de esta.

Ahora bien, de acuerdo a lo anterior, debe apuntarse que no todo el trabajo concluye en la Circular 3/2008. De forma complementaria, la CNMV ha aprobado también la Circular 6/2008, de 26 de noviembre, sobre determinación del valor liquidativo y aspectos operativos de las IIC, la cual, a partir de las cuentas contables definidas en la Circular 3/2008, detalla la forma de cálculo del valor liquidativo de las IIC desde un punto de vista operacional.

En definitiva, ambas circulares constituyen un conjunto que busca la máxima eficiencia y transparencia en el proceso de fijación de precios de las IIC, así como en la claridad y fiabilidad de la información financiera, lo que redonda en uno de los objetivos de la CNMV, que es el de la protección de los inversores.





# La nueva normativa sobre los informes públicos periódicos de las IIC y del estado de posición

Gonzalo Palencia Garrido – Lestache (\*)

\* Gonzalo Palencia Garrido – Lestache pertenece a la Dirección de Supervisión de la CNMV.



# 1 Introducción

La nueva Circular 4/2008, de 11 de septiembre, de la CNMV, sobre el contenido de los informes trimestrales, semestral y anual de instituciones de inversión colectiva (IIC) y del estado de posición (en adelante la Circular), desarrolla los artículos 17 y 18 de la LIIC y 24 y siguientes del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la LIIC (en adelante RIIC).

Por lo que se refiere al estado de posición, la Circular 4/2008 establece como novedad un modelo normalizado que ha de ser enviado al partícipe o accionista. La normativa anterior sobre precisión de las funciones de los depositarios (Orden de julio de 1992), habilitaba a la CNMV para desarrollar un modelo normalizado del estado de posición, pero dicho modelo no llegó a desarrollarse. La actual normativa sobre las funciones de los depositarios, Orden EHA/596/2008, de 5 de marzo, habilita también a la CNMV para desarrollar dicho modelo y es ahora, con la aprobación de la Circular 4/2008 cuando se ha desarrollado el modelo normalizado del estado de posición.

Fundamentalmente, esta Circular recoge el contenido del esquema B del anexo de la Directiva 85/611/CEE (modificada por la Directiva 2004/39/CE). Como se verá, la Circular amplía la información que se ha de suministrar, siendo esta más comprensible, lo que facilitará a los inversores el conocimiento de los resultados y expectativas de sus inversiones.

Asimismo, la Circular deroga la normativa anterior sobre informes trimestrales, en particular las Circulares 1/1991, de 23 de enero, de la CNMV, sobre el contenido de los informes trimestrales de las IIC a sus socios y partícipes, y la Circular 1/1999, de 14 de enero, de la CNMV, sobre folletos e informes trimestrales de fondos de inversión. Por lo tanto, consigue una uniformidad en un doble sentido: por un lado refunde todo lo anterior y termina con la dispersión normativa existente hasta el momento y, por otro, precisa cómo se ha de confeccionar la información a cumplimentar, lo que permitirá que esta sea homogénea y comparable entre IIC. En el presente artículo se tratará con detalle la importancia que tiene esta característica de comparabilidad.

El artículo se estructura en seis secciones. En la sección segunda se describen las principales novedades que aporta la Circular y se hace una breve comparación con la normativa anterior. En la sección tercera se comentan los cálculos y fórmulas contenidos en la Circular. Por último, se analizará con más detalle el contenido de los anexos (sección cuarta) y el estado de posición (sección quinta). El artículo finaliza con unas conclusiones que se exponen en la sección sexta.

La Circular entra en vigor el 31 de marzo de 2009. Cuanta información se suministre a la CNMV con referencia a los periodos que culminen en fechas posteriores, se ajustará a la nueva normativa. Es decir, en relación a los informes la fecha de referencia será el 30 de junio de 2009, y en relación al estado de posición, la fecha de referencia será el 30 de abril de 2009 en el caso de que se hayan realizado operaciones en ese

mes; si no, la fecha de referencia se trasladará al siguiente periodo que corresponda.

## 2 Novedades de la nueva Circular. Aspectos Generales

El desarrollo de los artículos 17 y 18 de la LIIC y 24 y siguientes del RIIC por la Circular implica de facto la regulación del contenido del informe trimestral, semestral y primera parte del informe anual (segundos seis meses del ejercicio).

El informe anual se divide en dos partes, una primera parte que se corresponde con el informe público periódico del segundo semestre del ejercicio, y una segunda parte que se compone, según el artículo 27 del RIIC, de las cuentas anuales, del informe de gestión y del informe de auditoría. La Circular no entra a regular el contenido de la segunda parte del informe anual.

Los informes trimestrales son dos, que se corresponden con el primer y tercer trimestre del ejercicio (fechas de referencia, 31 de marzo y 30 de septiembre respectivamente). En la normativa anterior los informes podían ser completos o reducidos. La diferencia entre ambos se encontraba en que en los reducidos (cuyos modelos contenía la Circular 1/1999) no se informaba de determinados aspectos, como el detalle de la composición de la cartera y posiciones abiertas en derivados, el riesgo de contraparte, el riesgo de mercado, etc.

Con la nueva Circular la diferencia entre los informes completos y simplificados consiste en que en el punto tercero de los modelos normalizados (inversiones financieras), los primeros incorporan el detalle total de la cartera (posición a posición) y los segundos lo hacen a nivel de subtotales o totales. El primer caso se corresponde con los informes completos y el segundo se reserva a los informes simplificados.

Por lo tanto, al partícipe o accionista se le debe proporcionar la siguiente información:

- a) Con anterioridad a la suscripción: se le ha de entregar el último informe semestral y, previa solicitud, la segunda parte del informe anual y trimestral publicados. Estos informes serán simplificados, salvo que el partícipe opte por los completos, posibilidad que establece el segundo párrafo de la Norma 3ª de la Circular.
- b) Información periódica: se le han de enviar los sucesivos informes semestral y anual. Los informes trimestrales sólo serán obligatorios en caso de solicitud. No obstante, el partícipe o accionista puede renunciar al envío de la información periódica. La renuncia al envío del informe anual y semestral implica la renuncia al trimestral. Dicha renuncia es revocable.

La Circular incorpora la novedad de que en el caso de contratación a distancia, habilita un procedimiento formal para solicitar la remisión de los informes por medios telemáticos. Aunque la Circular 1/91 de la CNMV ya preveía que la remisión de información pudiera hacerse por cualquier medio de transmisión electrónica o informática, ahora la regulación avanza en el empleo de términos de más actualidad,

como el hecho de poder indicar una dirección electrónica, realizar operaciones a través de una página web, etc.

Los plazos de remisión de la información no han variado (un mes para remitirla tanto al partícipe o accionista como a la CNMV). Sin embargo, se debe destacar que se establece un plazo de cinco meses desde el cierre del ejercicio para el envío al partícipe de la segunda parte del informe anual.

Por otro lado, en la normativa anterior se debían remitir a la CNMV tanto los informes completos como los reducidos (en el caso de haberse acogido al modelo de la Circular 1/99 de la CNMV). Ahora, con la nueva Circular, se deben remitir a la CNMV sólo los informes completos. Esta remisión de información requiere doble firma, del depositario y de la SGIIC o sociedad de inversión.

Como novedad, cabe mencionar que la remisión de los informes se realizará en lenguaje XBRL (Extensive Business Reporting Language ). Este lenguaje fue creado para simplificar el tratamiento de los informes financieros. El tratamiento de datos se simplifica enormemente debido a que se estructura la información mediante etiquetas, lo que permite homogeneizar la información.

Facilita la comparabilidad el hecho de que la información sea más homogénea y simple de tratar. Esta posibilidad de comparación implicará una mayor transparencia de la información que se suministra a los partícipes y accionistas. Sin duda, esto último redundará en una mejor toma de decisiones, ahorrará costes de tiempo y proporcionará a los inversores un mayor conocimiento de las expectativas y evolución de sus inversiones.

## 3 Magnitudes de información

En esta sección se comenta una serie de magnitudes recogidas en la Circular 4/2008. Estos datos simplificarán la información recibida por los inversores.

### 3.1 Ratio de gastos

Para que el inversor pueda conocer la estructura de costes de la IIC en la que invierte, la Circular ha dispuesto que la información de esos costes se plasme en ratios de gastos directos e indirectos.

La normativa anterior ya establecía, en el apartado de comportamiento del fondo, que era necesario informar de la totalidad de los gastos que soportaba la IIC (comisión de gestión, comisión de depositaría, gastos exteriores, etc.) sobre el patrimonio medio diario del periodo, expresado en porcentaje. En esta Circular se explica detalladamente el procedimiento de cálculo de las dos ratios (directa e indirecta o sintética).

#### 3.1.1 Ratio de gastos directos

La ratio de gastos directos o TER (Total Expenses Ratio ) expresa los gastos totales soportados por una IIC en un periodo, en relación a la cifra de su patrimonio medio.

De este modo, el inversor puede conocer el nivel de gastos que soporta una IIC y compararlo con otras similares.

En el numerador se deben incluir todos los gastos directos que soporte la IIC, entre los que se incluyen gastos como comisiones de gestión, depositaria, tasas, servicios de auditoría, etc., así como aquellos otros que sean directamente imputables al fondo. No se incluirán en el cálculo de la ratio de gastos directos las comisiones por compraventa de activos financieros, de acuerdo con el criterio adoptado por CESR.

### 3.1.2 Ratio de gastos indirectos o sintético

Debido a que la ratio de gastos directos, o TER, no expresa toda la estructura de costes en que incurre una IIC, por incorporar solamente en el numerador los costes directos, la Circular incorpora otra ratio: la de gastos indirectos o sintética. Por lo tanto, se habrá de informar de la ratio de gastos indirectos cuando la política de inversión de la IIC consista en invertir más de un 10% de su patrimonio en otras IIC.

Para calcular esta ratio se partirá de la TER, a la que se le añadirán en su caso las comisiones de suscripción y reembolso soportadas por la inversión en la IIC subyacente. Todo ello se ponderará por el porcentaje que representa la inversión en la IIC subyacente respecto al patrimonio de la IIC inversora.

En el caso de que la IIC objeto de inversión no calcule la TER, se deberá informar de la imposibilidad de su cálculo. No obstante, se deberá estimar la ratio de gastos indirectos en base a la comisión de gestión y depósito de la IIC subyacente. El cálculo, en este segundo caso, se realizaría de igual manera que lo visto anteriormente, con la salvedad de que habría que sustituir la TER por las comisiones de gestión y depósito que establezca la IIC objeto de inversión.

La comisión de gestión de la IIC subyacente se entenderá neta de retrocesiones o “rebates”. En el caso de que la Gestora de la IIC subyacente retroceda parte de la comisión de gestión, se tendrá en cuenta dicha retrocesión a la hora de calcular la ratio de gastos indirectos o sintético. A la comisión de gestión que establezca la IIC subyacente se le restará la retrocesión percibida.

## 3.2 Índice de rotación de la cartera

Constituye otra de las novedades que establece la Circular. Se ha de incluir en los informes un índice de rotación de la cartera, que será un indicador adicional de la importancia de los costes de intermediación, debido a que estos se excluyen para el cálculo de la ratio de gastos directos. De esta manera el inversor, aunque no conozca de una manera explícita el importe de los costes de transacción de la cartera, sí tendrá, a través del índice de rotación, un indicador aproximado de los costes de intermediación de activos financieros soportados por la IIC.

Su cálculo es muy sencillo. Del total de compras y ventas producidas en el periodo de referencia se descontará la suma de las suscripciones y reembolsos producidos también en el periodo de referencia; todo ello se dividirá entre el patrimonio medio de la IIC.

Por tanto, no se tienen en cuenta para el cálculo del índice de rotación de la cartera las compras y ventas de valores motivadas por la realización de suscripciones y re-

embolsos. Se ha considerado que dichas compras y ventas no forman parte de la gestión de una cartera y que, por tanto, no se han de incluir en el índice de rotación.

### 3.3 Rentabilidad

Su cálculo no presenta novedades. La Circular recoge que se debe informar del rendimiento obtenido por el inversor en los últimos cinco años. No obstante, se puede destacar la novedad de que, en el caso de que se haya cambiado la política inversora de la IIC en su folleto explicativo, no se tiene que informar de la rentabilidad histórica hasta que se disponga de los datos a incluir en los informes.

Adicionalmente, la Circular precisa que se debe informar de lo siguiente:

- a) En el caso de fondos referenciados, de la rentabilidad del índice de referencia y de la correlación.
- b) En el caso de fondos que reproduzcan o repliquen un índice, se deberá incluir la desviación respecto al índice a reproducir (tracking error). Este último indicador informa de lo que una IIC se separa, voluntaria o involuntariamente, de su índice de referencia.

### 3.4 Volatilidad

Ya se informaba anteriormente de la volatilidad histórica; en concreto, la Circular 1/1991 recogía su cálculo mediante la desviación típica de la rentabilidad diaria calculada para un periodo de 12 meses.

En la nueva Circular se precisan y aclaran algunos aspectos respecto al cálculo. Así, se señala que la volatilidad histórica será la desviación típica anualizada de la rentabilidad para el periodo que corresponda. Se anualizará en función de la frecuencia de cálculo del valor liquidativo. Por tanto, si una IIC calcula el valor liquidativo diariamente, se multiplicará el resultado por la raíz de 365. En el caso de calcularse mensualmente, se multiplicará por la raíz de 12.

Hay que tener en cuenta que la rentabilidad que servirá de base al cálculo de la desviación típica se determinará mediante logaritmos neperianos, de acuerdo con la siguiente expresión:  $\ln VL d / VL d-1$ .

Las IIC informarán en el apartado de “comportamiento” del informe de la volatilidad histórica del valor liquidativo. Si el folleto contempla un índice de referencia, se incluirá la volatilidad de dicho índice de referencia. En el caso de que el folleto no contemple un índice de referencia, se informará de la volatilidad histórica del Ibex 35 y de la letra del Tesoro a un año.

De esta forma se proporciona al inversor una medida de riesgo, como es la volatilidad, para que pueda ser comparada con la de su inversión. La volatilidad del Ibex 35 y de la Letra proporcionan también referencias al inversor. Se ha optado por el Ibex 35 por ser el índice de mayor referencia a nivel nacional. Y en el caso de la letra del Tesoro a un año, por representar a un activo libre de riesgo<sup>1</sup>.

---

1 El índice de la letra del Tesoro a un año, que servirá de base para estimar la volatilidad, se calcula de la siguiente manera:  $\text{Índice } t = \text{índice } (t-1) \times (\text{Precio } t / \text{Precio } (t-1))$ .

### 3.5 Value at Risk

La Circular incorpora una medida de riesgo como es el Value at Risk (VaR), para que el inversor pueda comparar la pérdida potencial en condiciones normales de su inversión con la de otras IIC.

Las explicaciones que contengan los informes sobre el VaR habrán de transmitir al partícipe que esta medida de riesgo trata de medir la pérdida máxima posible que se puede producir en una inversión, en base a los resultados producidos de esa inversión en el pasado.

Se define en la Circular el VaR como lo máximo que se puede perder en el plazo de un mes si se repitiese el comportamiento de la IIC en los últimos cinco años. El nivel de confianza que se establece es del 99%. Se efectuará con las sesenta últimas observaciones disponibles, aunque su cálculo se efectuará en el momento en que se disponga de doce observaciones.

## 4 Contenido de la Circular

Como se ha dicho al principio, la Circular regula los modelos normalizados de los informes semestral, trimestral y primera parte del informe anual. Los anexos de la Circular contienen los modelos normalizados que se envían a los partícipes y accionistas. Los modelos se han clasificado en función de las distintas tipologías de IIC que existen en nuestra normativa pero, sobre todo, recogen las nuevas categorías de IIC introducidas por el RIIC. De este modo, se adapta la información a suministrar al inversor en función de la naturaleza de la IIC, para que esta sea comparable.

Los modelos que recoge la Circular, y que se contienen en los distintos anexos, son:

Anexo 1: Modelo para los Fondos de inversión mobiliaria.

Anexo 2: Modelo para las SICAV.

Anexo 3: Modelo para los Fondos de inversión inmobiliaria.

Anexo 4: Modelo para las Sociedades de inversión inmobiliaria.

Anexo 5: Modelo para los Fondos de inversión cotizados.

Anexo 6: Modelo para los FIL y FI de IICIL.

Anexo 7: Modelo para las SIL y SICAV de IICIL.

Anexo 8: Modelo del Estado de posición.

La estructura de los informes consta ahora de nueve puntos, que son los siguientes:

1. Política de inversión y divisa de denominación.
2. Datos económicos.
3. Inversiones financieras.
4. Hechos relevantes.



5. Anexo explicativo de hechos relevantes.
6. Operaciones vinculadas y otras informaciones.
7. Anexo explicativo sobre operaciones vinculadas y otras informaciones.
8. Información y advertencias a instancia de la CNMV.
9. Anexo explicativo del informe periódico.

A continuación se señala lo más representativo en cada uno de los modelos relacionados, teniendo en cuenta que el modelo base o estándar será el primero, es decir, el de los fondos de inversión en valores mobiliarios. El resto de modelos mantienen la estructura que el primero, pero varía la información a suministrar en función de las distintas tipologías de IIC.

#### 4.1 Fondos de inversión mobiliaria

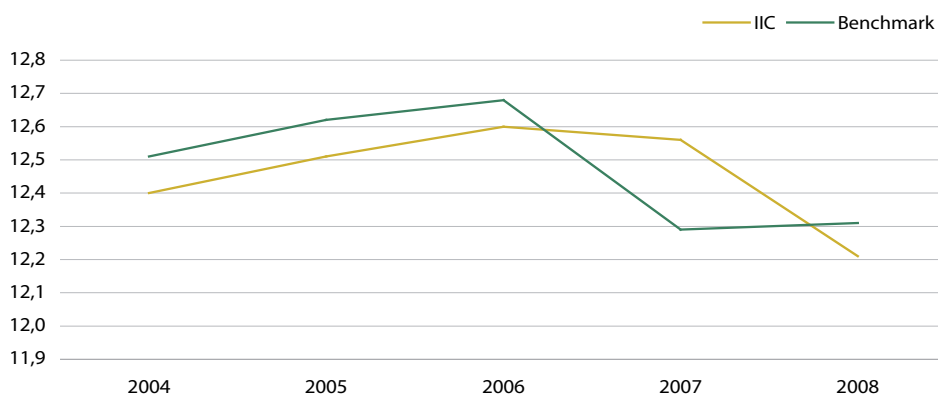
Una de las novedades que hay que incluir en el primer anexo, reservado para los fondos de inversión mobiliaria, es el rating del depositario<sup>2</sup>. Se debe informar, además, de la rentabilidad media obtenida por los saldos mantenidos en el depositario y repos a día.

En el caso de fondos referenciados se informará de la rentabilidad del índice y de la correlación y, en el caso de fondos que repliquen o reproduzcan un índice, se informará de la desviación respecto al índice (tracking error ).

Otra de las novedades que incluye la Circular es la información sobre lo que se ha denominado “rentabilidades extremas”; es decir, las rentabilidades mínima y máxima entre dos valores liquidativos consecutivos producidas dentro del último trimestre, de último año y de los últimos tres años. Además, se ha de incluir un gráfico de evolución del valor liquidativo de los últimos cinco años. Se deberá incluir en el gráfico la evolución del benchmark y, en el caso de que el fondo no lo tenga, se incluirá la evolución de la letra del Tesoro a 1 año, que consideraremos como activo libre de riesgo.

#### Ejemplo de gráfico de evolución del valor liquidativo

GRÁFICO 1



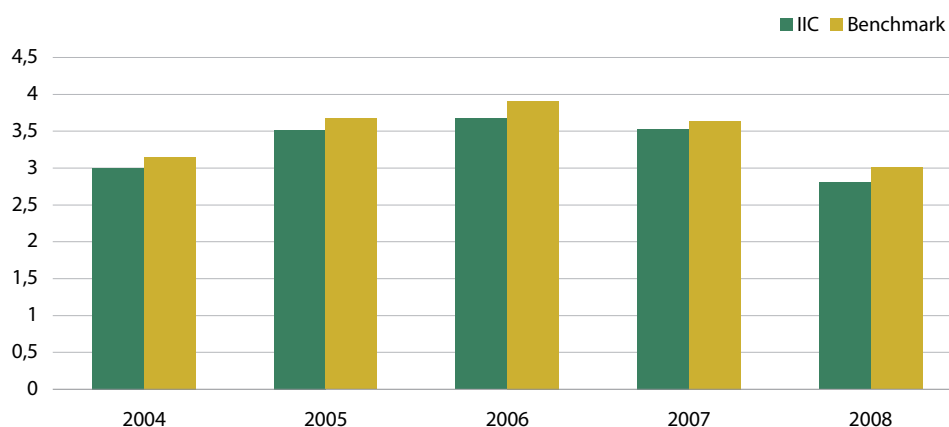
Fuente: elaboración propia.

<sup>2</sup> Cuando se haya concedido por una agencia de calificación reconocida por la CNMV.

Además, se debe incluir otro gráfico de rentabilidad trimestral–semestral en forma de columnas. En el caso de los informes trimestrales se incluirá en el gráfico la evolución de los tres últimos años, y en el caso de los semestrales, la evolución de los últimos cinco años. El gráfico en forma de columnas contendrá también la rentabilidad del benchmark. Al igual que en el caso anterior, en el caso de no tenerlo, se considerará que este es la letra del Tesoro a 1 año.

### Ejemplo de gráfico de evolución de la rentabilidad de un informe trimestral

GRÁFICO 2



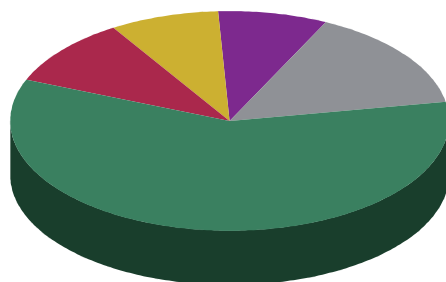
Fuente: elaboración propia.

Por otro lado, se ha de incluir una comparativa de la rentabilidad media en el periodo de referencia de los fondos gestionados por la gestora. Los fondos se agruparán según su vocación inversora definida en folleto (monetarios, renta fija euro, renta variable euro, etc.). La rentabilidad de cada grupo de fondos se calculará en función de su patrimonio medio en el periodo.

También se añaden nuevas categorías en la presentación de la composición de la cartera. En la normativa anterior se distinguía entre renta fija (adquisiciones temporales, monetarios y otros) y renta variable. Ahora se clasifica la cartera entre renta fija y renta variable (distinguiendo si es cotizada, no cotizada o pendiente de admisión a negociación, pública o privada), instituciones de inversión colectiva, depósitos y entidades de capital riesgo.

Además, se debe añadir un gráfico estilo tarta de las inversiones financieras, según los criterios más adecuados que estime la sociedad gestora, como rating, divisa, sector, etc. Se incluirán entre uno y cuatro gráficos por fondo o compartimento. El máximo de categorías en cada gráfico será de cinco. En su caso, se establecerá una categoría denominada “Otros” que comprenderá lo no incluido en las restantes.

■ Euro ■ USD ■ JPY ■ CHF ■ GBP



Fuente: elaboración propia.

En relación a las posiciones en derivados, la Circular recoge que se informará a partir de ahora a nivel de subyacente. La información se presentará en cuatro columnas, la primera incluirá el detalle del subyacente, la segunda el tipo de instrumento financiero (opción, futuro, warrant, etc), la tercera el nominal comprometido y la cuarta el objetivo de la inversión (cobertura, inversión u objetivo concreto de rentabilidad).

Otra de las novedades consiste en la inclusión de un punto específico (el octavo), en el modelo de informe, que se refiere a la información y advertencias a instancia de la CNMV. Aunque la normativa anterior contemplaba la posibilidad de que el regulador exigiese la inclusión en los informes de cuanta información adicional estimase necesaria, ahora se incluye un punto específico para, en su caso, cumplimentar tal información.

El punto noveno del modelo de informe concluye con un anexo explicativo del informe periódico. La finalidad de este anexo es explicar, aclarar y comentar el resto de puntos anteriores. En líneas generales sustituye al informe de gestión. Este anexo contiene una información mínima, aunque se podrán incluir cuantos comentarios adicionales explicativos se consideren convenientes.

## 4.2 Sociedades de inversión de capital variable

Del anexo segundo, que se refiere a las SICAV, se destacan las siguientes obligaciones:

- Se indicará si la sociedad cotiza en el mercado alternativo bursátil (MAB) o en una bolsa de valores.
- De cotizar en una bolsa de valores, se indicará la cotización máxima y mínima del periodo, así como la cotización al final del mismo. Se informará además del volumen medio diario de contratación y de la frecuencia de la misma (número de días cotizados / número de días que podría cotizar la acción).

- Se informará también del volumen y porcentaje de capital que posee cada uno de los accionistas significativos.

#### **4.3 Fondos de Inversión inmobiliaria**

Como novedad, se incluye que para el cálculo de la ratio de gastos directos, se han de incluir en el numerador los gastos específicos derivados de su naturaleza inmobiliaria, como tasación, seguros, administración de fincas, comunidad, reparaciones, rehabilitación y conservación, etc.

#### **4.4 Sociedad de inversión inmobiliaria**

En este caso la Circular recoge que se debe especificar si la sociedad de inversión inmobiliaria cotiza o no y que las rentabilidades se calcularán teniendo en cuenta los valores teóricos de la acción.

#### **4.5 Fondos de inversión cotizados**

Las novedades son:

- Se debe señalar en la política de inversión que se trata de un fondo que reproduce un índice.
- Se indicará la denominación del mismo.
- Se comentará la estrategia seguida con el objetivo de replicar o reproducir el índice.
- Las medidas de riesgo se informan de la misma manera que en un fondo de inversión mobiliaria, añadiendo la volatilidad del índice reproducido.

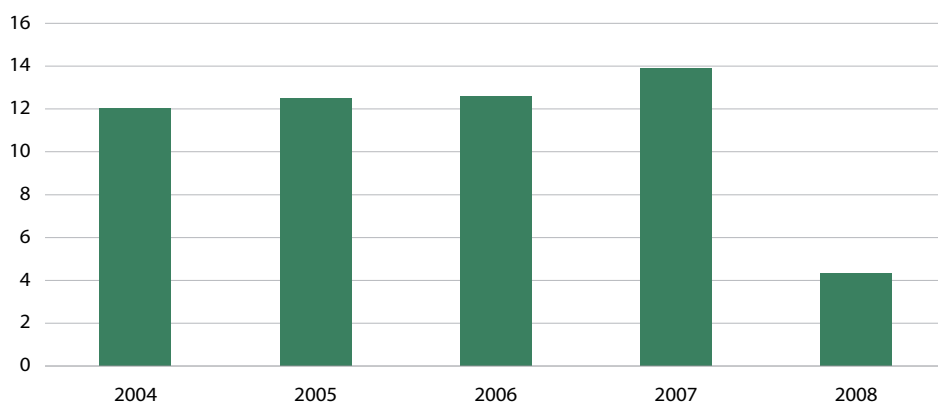
#### **4.6 Fondos de inversión libre (IL) y fondos de IIC de IL**

En este caso, la Circular señala las siguientes obligaciones:

- Se detallarán las estrategias de gestión alternativa utilizadas, ya sea por las IIC inversoras como por las subyacentes.
- Se informará sobre la política de inversión en activos líquidos y la gestión de la liquidez para atender a los reembolsos.
- En lo que se refiere al gráfico de rentabilidad, se debe incluir solamente la rentabilidad absoluta a batir<sup>3</sup>.

---

3 No se incluye un índice de referencia porque las Instituciones de Inversión Colectiva de inversión libre no tienen por objetivo batir a un índice, sino la obtención de rentabilidades absolutas, con independencia de la evolución del mercado.



Fuente: elaboración propia.

## 5 Estado de posición

La Orden de Depositarios de marzo de 2008 (en su artículo 10) habilita a la CNMV para desarrollar el contenido del estado de posición y establecer un modelo. Por su parte, el artículo 4.3 del RIIC establece que las SGIIC o los depositarios deben remitir al partícipe un estado de posición con una periodicidad no superior a un mes. En el caso de que no se hayan producido movimientos en ese periodo, se traslada la obligación de envío al periodo siguiente. En todo caso, será obligatoria su remisión una vez al año. Se precisa que serán la SGIIC o el depositario, cuando este último sea el comercializador, los obligados a remitir el estado de posición.

En el anexo 8 de la Circular 4/2008 se establecen tres apartados y una advertencia. El primer apartado corresponde a las operaciones realizadas en el mes del estado de posición. En este primer apartado se informará del número de acciones o participaciones suscritas o reembolsadas, del importe bruto y neto de la operación, así como de las comisiones de suscripción o reembolso que en su caso se hayan realizado.

El segundo apartado corresponde a la posición global del partícipe-accionista. Se informará del número de participaciones o acciones e importe suscrito de cada posición mantenida, así como del valor liquidativo y valor efectivo que se mantiene a la fecha de referencia.

Cuando toda o parte de la comisión de gestión se calcule en función de los resultados a través de un sistema de cargo individual, se incluirá la siguiente redacción: “El valor liquidativo del fondo y, por tanto, su rentabilidad, no recogen el efecto derivado del cargo individual al partícipe de la comisión de gestión sobre resultados”<sup>4</sup>. La advertencia que contendrá el estado de posición se refiere a que en el cálculo de la rentabilidad media no se incluyen las comisiones de suscripción o reembolso.

Otras dos novedades que contempla la Circular son la obligación de informar de la rentabilidad de la posición final del partícipe y del periodo medio de la posición final en cada IIC, que habrán de incluirse en el estado de posición. La normativa anterior exigía que al inversor se le informase del valor de su posición final y en esta nueva

4 Obligación de información que establece el artículo 5 del RIIC.

Circular al inversor se le informará, no sólo de su posición final, sino de la rentabilidad que ha obtenido en un determinado periodo.

Por último, se destacan otras novedades informativas que habrán de incluirse en el estado de posición: (1) se informará de si la operación proviene de un traspaso o se enmarca en un programa de suscripción periódica; (2) de la revalorización monetaria (plusvalía) y (3) de la fecha de solicitud de la operación en el caso de IIC que no publiquen valor liquidativo diario.

## 6 Conclusiones

La Circular deroga la normativa anterior sobre informes trimestrales, terminando con la dispersión normativa existente hasta el momento. Los modelos que recoge la Circular en los diferentes anexos se han clasificado teniendo en cuenta las nuevas categorías de IIC introducidas por el RIIC.

La aprobación de la Circular ha desarrollado un modelo normalizado del estado de posición. En este se informará al inversor no sólo de su posición final, sino de la rentabilidad obtenida en un determinado periodo.

La entrada en vigor de la Circular supondrá que la información que reciban los partícipes y accionistas sea más estructurada, simplificada, estandarizada y comprensible.

Los informes que incorpora la nueva Circular 4/2008, por la nueva forma de estructurarse y por el hecho de detallarse en la Circular la manera de cumplimentarse, permitirán que esta sea más comparable y homogénea. La remisión de los informes a la CNMV en lenguaje XBRL contribuirá sin duda a ese objetivo de comparabilidad y homogeneidad.

Todo ello implicará una mayor transparencia en el tratamiento y difusión de la información que se remite a los partícipes y accionistas.

## 7 Bibliografía

Jimeno Moreno, J. P. (2004): Los mercados financieros y sus matemáticas. Options & Futures Institute. Madrid.

Jorion P. (2001): Value At Risk. Mc Graw Hill. New York.

## **IV Anexo legislativo**





Las novedades legislativas de ámbito nacional aprobadas desde la publicación del boletín de la CNMV del tercer trimestre de 2008 han sido, por orden cronológico, las siguientes:

- **Real Decreto 1642/2008**, de 10 de octubre, por el que se fijan los importes garantizados a que se refiere el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, del Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito y el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores.

El Consejo Económico y Financiero de la Unión Europea de 7 de octubre de 2008 acordó la elevación del umbral mínimo de cobertura de los sistemas de garantía de depósitos hasta 50.000 euros por titular y entidad. En esta línea, este Real Decreto eleva hasta los 100.000 euros por titular y entidad la protección del Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito establecido en el RD 2606/1996, de 20 de diciembre, y del Fondo de Garantía de Inversiones establecido en el RD 948/2001, de 3 de agosto, para las sociedades y agencias de valores.

- **Real Decreto-Ley 6/2008**, de 10 de octubre, por el que se crea el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros.

Con objeto de impulsar la financiación de empresas y ciudadanos por parte de las entidades financieras, se crea por medio de este Real Decreto-Ley el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF), adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda que lo gestiona y dirige a través de un Consejo Rector y una Comisión Ejecutiva, y sujeto al control parlamentario y al control de la Intervención General de la Administración del Estado.

El FAAF, dotado con cargo a los Presupuestos Generales del Estado por importe de 30.000 millones de euros ampliables a 50.000 millones de euros, invertirá en instrumentos financieros emitidos por entidades de crédito y fondos de titulización, respaldados por créditos concedidos a particulares, empresas y entidades no financieras. Los instrumentos financieros en que invertirá el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros serán de máxima calidad y se determinarán atendiendo a los principios de objetividad, transparencia, eficiencia, rentabilidad y diversificación.

- **Real Decreto-Ley 7/2008**, de 13 de octubre, de Medidas Urgentes en Materia Económico-Financiera en relación con el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro.

En coordinación con los demás estados de la Zona Euro, este Real Decreto-Ley autoriza dos tipos de medidas: la concesión de avales del Estado a operaciones de financiación nuevas que realicen las entidades de crédito y la adquisición estatal de títulos aptos para el reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito.

En cuanto al otorgamiento de avales, y sin perjuicio de que posteriormente se haya dictado una Orden Ministerial en desarrollo de este Real Decreto-Ley, se fija un importe máximo de 100.000 millones de euros para la concesión de avales del Estado a emisiones de pagarés, bonos y obligaciones admitidas a negociación en mercados secundarios oficiales españoles que realicen las entidades de crédito residentes en España, así como las filiales de entidades extranjeras si desarrollan

una actividad significativa en España. Se prevé que el aval pueda extenderse a otros instrumentos bancarios, tales como los depósitos interbancarios.

En cuanto a la adquisición estatal de títulos para el reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito, esta medida, que se califica de excepcional, se adoptará a solicitud de la entidad, previo informe del Banco de España, y sin que sean aplicables las limitaciones que la Ley establece para la computabilidad de los recursos propios.

- **Orden EHA/3064/2008**, de 28 de octubre, por la que se modifican la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 26 de julio de 1989, por la que se desarrolla el artículo 86 de la Ley del Mercado de Valores, y la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 24 de septiembre de 1993, sobre fondos y sociedades de inversión inmobiliaria, al objeto de habilitar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para desarrollar determinados aspectos en el ámbito contable de entidades supervisadas y en el de cálculo de coeficientes y límites de las instituciones de inversión colectiva.

Esta Orden regula dos aspectos diferenciados de la legislación del mercado de valores. Por una parte, modifica la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 26 de julio de 1989, por la que se desarrolla el artículo 86 de la Ley del Mercado de Valores, con objeto de extender la habilitación para que la CNMV pueda desarrollar normas contables para todas las entidades señaladas en el artículo 84.1 de la Ley del Mercado de Valores: sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, Sociedad de Sistemas, entidades de contrapartida central, Sociedad de Bolsas, empresas de servicios de inversión y sus agentes, sociedad gestora del Fondo de Garantía de Inversiones y miembros de mercados secundarios oficiales, o de la entidad que compense y liquide sus operaciones.

Por otra parte, modifica la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 24 de septiembre de 1993, sobre fondos y sociedades de inversión inmobiliaria, habilitando a la CNMV para que concrete ciertos aspectos contables y de cálculo de coeficientes y límites relacionados con este tipo de instituciones de inversión colectiva.

- **Orden EHA/3118/2008**, de 31 de octubre, por la que se desarrolla el Real Decreto-Ley 6/2008, de 10 de octubre, por el que se crea el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros.

Esta norma desarrolla algunos aspectos relativos a la organización y funcionamiento del Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF). Se determina que la subasta será el procedimiento utilizado para seleccionar los activos que vayan a ser adquiridos por el FAAF. También se determina las ofertas que pueden realizar las entidades de crédito y fondos de titulización, que podrán ser competitivas —en las que las entidades indican el tipo de interés al que están dispuestas a ofrecer los activos— o no competitivas —que se adjudican al tipo de interés mínimo aceptado en la subasta—. Por otra parte, se establece la obligatoriedad de dar publicidad a los acuerdos del Consejo Rector del FAAF, así como el deber de publicar en el BOE, entre otros, los acuerdos sobre las directrices de inversión del Fondo. Finalmente, la norma crea, para asesorar al FAAF, un comité técnico con la participación de especialistas de diferentes instituciones.

- **Circular 5/2008**, de 5 de noviembre, de la CNMV, sobre requerimientos de información estadística sobre activos y pasivos de las instituciones de inversión colectiva de la Unión Europea, publicada en el BOE de 19 de noviembre de 2008.

La Circular 2/1998, de 27 de julio, de la CNMV, y sus posteriores modificaciones, establecieron los requerimientos de información estadística que las IIC monetarias debían remitir a la CNMV, con el fin de que dicha información pudiera ser utilizada por el BCE para el seguimiento de la política monetaria dentro de la Unión Económica y Monetaria. El Reglamento (CE) N.º 958/2007 del BCE extiende la exigencia de remisión periódica de información estadística a las IIC que no estaban obligadas por la Circular 1/2007 de la CNMV.

Esta Circular es de aplicación a todos los compartimentos o IIC, en el caso de que estas carezcan de compartimentos, inscritos en el Registro de la CNMV, cuya política de inversión o vocación no sea monetaria, ni cuya política de inversión o vocación sea la de invertir en compartimentos o IIC monetarios ni en los incluidos en la lista de IFM publicada por el BCE. La información se refiere a saldos de valores en su cartera y operaciones, valor a valor (con desglose de su cartera por valores individualizados) y con periodicidad mensual, en general, aunque se admite la posibilidad de remisión trimestral para aquellas entidades que supongan un porcentaje pequeño del sector.

- **Orden EHA/3291/2008**, de 7 de noviembre, por la que se establece el procedimiento de comunicación por las entidades financieras depositarias de bienes muebles y saldos abandonados.

El artículo 18 de la Ley 33/2003, de 3 de noviembre, del Patrimonio de las Administraciones Públicas, atribuye a la Administración General del Estado la titularidad de valores, dinero y demás bienes muebles depositados en entidades financieras y respecto de los cuales no se haya practicado gestión alguna por los interesados que implique el ejercicio de su derecho de propiedad en el plazo de veinte años. Esta Orden, que no resulta aplicable a la Caja General de Depósitos, regula las obligaciones que, a este respecto, incumben a las entidades financieras españolas y a las sucursales en España de entidades financieras de otro Estado Miembro de la Unión Europea. En este sentido, podrían destacarse las siguientes obligaciones: se fija el contenido de las comunicaciones sobre saldos abandonados que deben realizarse ante el Ministerio de Economía y Hacienda en el primer trimestre de cada año; se establece la obligación de que las entidades financieras contacten con el cliente en su última dirección conocida tres meses antes de que transcurra el plazo de prescripción de veinte años ya señalado; y, por último, se establece el derecho de los particulares a obtener de las entidades financieras una certificación que acredite la entrega de los bienes a la Administración General del Estado.

- **Orden EHA/3364/2008**, de 21 de noviembre, por la que se desarrolla el artículo 1 del Real Decreto-Ley 7/2008, de 13 de octubre, de Medidas Urgentes en Materia Económico-Financiera en relación con el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro.

Esta Orden, en desarrollo del Real Decreto-Ley 7/2008, de 13 de octubre, regula algunas cuestiones relativas al otorgamiento de avales del Estado a operaciones de financiación nuevas que realicen las entidades de crédito residentes en España.

En primer lugar, puede destacarse que se precisan las características de estos avales respecto a la regulación contenida en el Real Decreto-Ley: se otorgan con renuncia al beneficio de excusión, se entienden otorgados con carácter irrevocable e incondicional, y no cubren, en emisiones en divisa extranjera, el riesgo de tipo de cambio que, en todo caso, será por cuenta del emisor.

En segundo lugar, se precisan también las características de las operaciones que podrán ser garantizadas mediante este tipo de avales: serán emisiones de pagarés, bonos u obligaciones no subordinadas ni garantizadas; con un plazo de vencimiento comprendido entre tres meses y tres años; con amortización en un solo pago y sin incorporación de opciones, ni otros instrumentos derivados ni cualquier elemento que dificulte la valoración del riesgo; y con un importe mínimo en cada emisión no inferior a 10 millones de euros.

En tercer lugar, se regula el procedimiento de solicitud de los avales, pudiéndose destacar que los avales se otorgan a cada entidad de crédito en proporción a la participación de esta en el crédito a otros sectores residentes; por último, se establece que la Dirección General del Tesoro y Política Financiera deberá comunicar al Banco de España, en su caso, la ejecución de los avales concedidos, y se fijan los importes de las comisiones que los avales otorgados por el Estado devengan a favor del mismo.

- **Orden EHA/3465/2008**, de 26 de noviembre, por la que se modifica la Orden EHA/2688/2006, de 28 de julio, sobre convenios de colaboración relativos a Fondos de Inversión en Deuda del Estado.

Esta Orden Ministerial modifica algunos aspectos de la Orden EHA/2688/2006, de 28 de julio, sobre los convenios de colaboración relativos a Fondos de Inversión en Deuda del Estado, con objeto de que los fondos de inversión en Deuda del Estado (Fondtesoro) puedan considerar como Deuda del Estado, a los efectos del cumplimiento de los coeficientes de inversión establecidos, los bonos emitidos por los “FTPymes” avalados por el Estado.

- **Circular 6/2008**, de 26 de noviembre, de la CNMV sobre la determinación del valor liquidativo y aspectos operativos de las instituciones de inversión colectiva.

La Circular sobre el valor liquidativo de las IIC establece las reglas aplicables en el cálculo de esta magnitud, que representa el precio de las participaciones o acciones en que se encuentra dividido el patrimonio de una IIC. A estos efectos, la Circular determina el patrimonio de la IIC a partir de las magnitudes contables, para a continuación calcular el valor liquidativo de las mismas, con especial atención a los casos en los que existan en el seno de la IIC compartimentos y clases de participaciones o series de acciones. Asimismo, la Circular regula una serie de aspectos operativos de las IIC, como son las normas relativas a la imputación de la comisión de gestión sobre resultados, los coeficientes legales y los parámetros de actuación de las IIC que replican o reproducen índices y las IIC que toman un índice como referencia.

- **Circular 7/2008**, de 26 de noviembre, de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las empresas de servicios de inversión, sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y sociedades gestoras de entidades de capital riesgo.

La Circular modifica el régimen contable de las empresas de servicios de inversión (ESI), de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) y de las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo (SGEGR), para adaptarlo al nuevo marco contable establecido en el Plan General de Contabilidad aprobado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, teniendo en cuenta la singularidad legal y operativa de dichas entidades. Sin embargo, en algunos aspectos ha sido necesario y conveniente mantener criterios y enfoques contenidos en la normativa anterior, como la obligación de consolidación de los grupos horizontales.

Como novedad que introduce la Circular, se extiende la definición de valor razonable a los instrumentos financieros sin mercado o con mercado poco activo, para impulsar la utilización del valor razonable cuando facilita una correcta gestión del riesgo. También, se amplían las definiciones de otros conceptos novedosos tales como “tipo de interés efectivo” o “deterioro”. Además, la Circular establece condiciones rígidas para la reclasificación de activos entre las diferentes categorías definidas. Se establecen criterios muy estrictos para dar de baja los activos financieros y la contabilización de las plusvalías como ajustes en patrimonio neto por valoración de los activos financieros disponibles para la venta y se clarifica su definición en materia de solvencia. La Circular incorpora también una norma específica sobre ingresos por prestación de servicios y, en su caso, los gastos financieros y quebrantos de negociación, que incluye los criterios de imputación a la cuenta de pérdidas y ganancias.

Por otro lado, la Circular muestra un modelo de balance que clasifica los activos financieros de acuerdo a su naturaleza en función de los criterios de valoración. Por último, es esencial destacar la importancia de la transparencia que exige a los gestores de las entidades supervisadas que se responsabilicen de la política contable, de explicar la misma, de revelarla al mercado y complementarla con informaciones puntuales. En este sentido, el contenido de la memoria y del informe de gestión incluye una descripción de los riesgos financieros asumidos y de las políticas de gestión y coberturas de los mismos.

- **Circular 8/2008**, de 10 de diciembre, de la CNMV, por la que se aprueban los modelos a los que deberán ajustarse los anuncios y las solicitudes de autorización de las ofertas públicas de adquisición de valores.

En desarrollo del RD 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (OPA), se establece el modelo de anuncio de oferta pública de adquisición de valores de sociedades cotizadas, con el fin de garantizar que, desde el primer momento, todos los inversores puedan conocer las informaciones necesarias para apreciar adecuadamente la operación de que se trate. Se establece el principio básico de que el anuncio deberá ser veraz, claro, completo y, cuando así lo exija la información, cuantificado. Se ha optado por incluir un modelo único de anuncio para todas los tipos de OPA, considerándose también la posibilidad de que en lugar de realizar el anuncio de OPA, pueda el oferente presentar directamente el escrito de solicitud de autorización de la

oferta, el cual deberá contener prácticamente las mismas informaciones que la Circular fija para el anuncio de la oferta.

En primer lugar, la Circular establece que el anuncio debe advertir de que la oferta está sujeta a la preceptiva autorización de la CNMV. En segundo lugar, la Circular fija los contenidos del anuncio: se identificará al oferente y a la persona u órgano que ha adoptado el acuerdo de formulación de la oferta; se establecerá el plazo aproximado previsto para la presentación de la solicitud de la autorización de la oferta y el tipo de oferta; se informará sobre la participación del oferente en la sociedad afectada, sobre las características de la sociedad afectada por la oferta, sobre el número de valores y porcentaje a los que se extenderá la oferta, sobre la naturaleza de la contraprestación ofrecida, indicando en su caso si se ofrecen valores en canje y proporcionando cierta información sobre estos. También se informará sobre las condiciones a que se sujeta la oferta; sobre la necesidad de obtención de alguna autorización administrativa; sobre la existencia de acuerdos con otros accionistas de la sociedad afectada, con su consejo de administración o con alguno de sus miembros; sobre la intención del oferente respecto a la exclusión en bolsa de los valores de la sociedad afectada y respecto al ejercicio del derecho de venta forzosa. Toda esta información deberá adaptarse como resulte procedente en el caso de las ofertas competidoras, ofertas por exclusión o por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias. Finalmente, el anuncio deberá contener una advertencia sobre las obligaciones de comunicación de participaciones significativas y operaciones con acciones que son aplicables en caso de OPA, y también se debe advertir igualmente sobre la suspensión del contrato de liquidez de la sociedad afectada en caso de que exista.

- **Circular 9/2008**, de 10 de diciembre, de la CNMV, sobre normas contables, estados de información reservada y pública, cuentas anuales de las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, con la exclusión del Banco de España, de las entidades rectoras de los sistemas multilaterales de negociación, de la Sociedad de Sistemas, de las entidades de contrapartida central, de la Sociedad de Bolsas, de las sociedades que tengan la titularidad de todas las acciones de organismos rectores de mercados secundarios oficiales y de sistemas multilaterales de negociación, y de otros sistemas de compensación y liquidación de los mercados que se creen al amparo de lo previsto en la Ley del Mercado de Valores.

Esta Circular de ámbito contable alcanza a todas las infraestructuras de mercado de valores de negociación y de post-contratación residentes, con la excepción del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones. Tiene por objeto actualizar las normas y modelos de estados financieros reservados y públicos hasta ahora vigentes para su acomodación a los cambios normativos en materia contable que se han producido en España en el último año para lograr una armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea y, en concreto, al marco contable representado por el nuevo Plan General de Contabilidad (PGC).

Dicha adaptación normativa en materia contable se ha abordado considerando la idiosincrasia legal y operativa de las distintas infraestructuras de mercado de negociación y de post-contratación residentes teniendo en cuenta los principios y normas contables contenidos en el nuevo PGC. Por ello esta Circular no recoge desarrollos normativos contables relativos al tratamiento de las transacciones y

sucesos previstos por el nuevo PGC sino, únicamente, los tratamientos contables que esas infraestructuras de mercado deben aplicar a aquellas transacciones y sucesos que por su especificidad no se contemplan en los correspondientes desarrollos reglamentarios de la legislación mercantil.

En suma esta Circular, de aplicación a la información reservada y pública periódica, mensual, trimestral y anual que se elabore a partir del 1 de enero de 2009 y a la información de cierre anual de ejercicio 2008 de las sociedades o entidades bajo su ámbito, pretende homogeneizar y adaptar a los principios y criterios contables vigentes en la actualidad la información contable y de actividad que esas sociedades hayan de remitir a la Comisión Nacional del Mercado de Valores o deban hacer pública.

- **Real Decreto-Ley 10/2008**, de 12 de diciembre, por el que se adoptan medidas financieras para la mejora de la liquidez de las pequeñas y medianas empresas, y otras medidas económicas complementarias.

Ante las circunstancias de restricción de crédito y crisis financiera, se adoptan varias medidas por medio de este Real Decreto-Ley. Deben destacarse las importantes modificaciones de la legislación mercantil que se introducen en la disposición adicional única y en la disposición final primera de esta norma. En primer lugar, se establece, con una vigencia temporal de dos ejercicios sociales desde la entrada en vigor de la norma, que las pérdidas por deterioro del inmovilizado material, de las inversiones inmobiliarias y de las existencias no se computarán para la determinación de los supuestos de reducción de capital obligatoria de la Ley de Sociedades Anónimas ni para la determinación de los supuestos de disolución de la sociedad fijados en la Ley de Sociedades Anónimas y en la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada. En segundo lugar, se modifica el artículo 36 del Código de Comercio para no tener en cuenta en el cálculo del patrimonio neto las variaciones del valor de los instrumentos utilizados en las operaciones de cobertura de flujos de efectivo, de modo que no afecten a la distribución de beneficios ni a los supuestos de reducción de capital obligatoria o disolución de la sociedad.

Por otro lado, se dota mediante este Real Decreto-Ley una línea de mediación del Instituto de Crédito Oficial por importe de cinco mil millones de euros para atender las necesidades de financiación de capital circulante de las pequeñas y medianas empresas que, siendo solventes y viables, estén sometidas a una situación transitoria de restricción de crédito.

- **Orden EHA/3748/2008**, de 23 de diciembre, por la que se modifica la Orden EHA/3364/2008, de 21 de noviembre, por la que se desarrolla el artículo 1 del Real Decreto-ley 7/2008, de 13 de octubre, de Medidas Urgentes en materia Económico-Financiera en relación con el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro.

Esta Orden Ministerial modifica algunos aspectos de la Orden EHA/3364/2008, de 21 de noviembre, relativa al otorgamiento de avales del Estado a nuevas emisiones de pagarés, bonos y obligaciones que realicen las entidades de crédito. En primer lugar, la Orden establece que el aval del Estado podrá cubrir el riesgo de tipo de cambio en el caso de emisiones realizadas en divisas. En segundo

lugar, se corrige la anterior Orden en el sentido de que la obtención del aval del Estado no está condicionada a que las entidades de crédito hayan realizado anteriormente emisiones en España, siendo suficiente con que la entidad de crédito tenga su domicilio social en España. En tercer lugar, se amplía hasta el 15 de diciembre de 2009 el plazo concedido a las entidades de crédito para realizar las emisiones avaladas por el Estado.

Por último, esta Orden Ministerial también modifica, por medio de una disposición adicional, algunos aspectos de la Orden EHA/3118/2008, de 31 de octubre, por la que se desarrolla el Real Decreto-Ley 6/2008, de 10 de octubre, por el que se crea el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF). En particular, se permite que los servicios de registro, compensación y liquidación de ámbito autonómico puedan intervenir en la liquidación de las operaciones de adquisición por parte del FAAF de valores admitidos a negociación en una única Bolsa de Valores.

- **Circular 10/2008, de 30 de diciembre**, de la CNMV sobre empresas de asesoramiento financiero.

Esta Circular regula algunos aspectos relativos a los requisitos organizativos exigibles a las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) y a la documentación que ha de ser aportada a la CNMV para la autorización e inscripción como EAFI; también sistematiza la normativa sobre EAFI contenida en la Ley del Mercado de Valores y en el Real Decreto 217/2008, sobre las empresas de servicios de inversión y las demás entidades que prestan servicios de inversión.

Como cuestiones más novedosas, se establece, en primer lugar, que no será necesaria la constitución e inscripción de una EAFI para la prestación de asesoramiento realizado en el ámbito de otra actividad profesional no regulada por la LMV, siempre que la prestación de dicho asesoramiento no esté específicamente remunerada, ni para la prestación de servicios de asesoramiento de manera accesoria en el marco de una actividad profesional, siempre que esta última esté regulada por disposiciones legales o reglamentarias o por un código deontológico profesional que no excluya la prestación de dicho servicio.

Respecto a la solicitud de autorización de las EAFI, se establece que, en caso de que la EAFI opte por una combinación de los dos requisitos financieros que fija el Real Decreto (capital y seguro de responsabilidad civil), será necesaria la presentación de un informe de un experto independiente que acredite el cumplimiento de los requisitos financieros. Respecto a los conocimientos y experiencia exigibles a los administradores y directores generales de las EAFI y a las propias EAFI que son persona física, se detalla que la experiencia debe referirse a funciones de asesoramiento en materia de inversiones u otras relacionadas con el mercado de valores y que, a efectos de valorar los conocimientos, se podrá valorar la posesión de títulos y certificaciones acreditativas del conocimiento de estas materias.

- **Circular 11/2008, de 30 de diciembre**, de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las entidades de capital riesgo.



La Circular contable sobre entidades de capital-riesgo tiene como objetivo adaptar estas entidades al nuevo Plan General de Contabilidad, introduciendo asimismo normas contables específicas que tengan en cuenta la naturaleza de estas entidades. En esta adaptación, se tienen en cuenta las distintas clasificaciones de activos financieros que aplicarían a estas entidades, y se introducen criterios de determinación del valor razonable, en especial respecto a valores no cotizados en mercados secundarios organizados, que van a constituir las inversiones típicas del capital-riesgo. Adicionalmente, se introducen normas sobre la estructura y contenidos de las cuentas anuales y estados reservados de las entidades de capital-riesgo.

- **Circular 12/2008**, de 30 de diciembre, de la CNMV, sobre solvencia de las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables

La Circular persigue adaptar el marco regulatorio de solvencia de las entidades financieras en la Unión Europea a las empresas de servicios de inversión españolas y sus grupos consolidables. El Nuevo Acuerdo de Capital del Comité de Supervisión Bancaria del Banco de Pagos Internacional se recoge en las Directivas comunitarias, 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre adecuación del capital de las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito (refundición) y 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio.

Con el doble objetivo de, por una parte, evitar un arbitraje regulatorio y, por otra, facilitar la integración de los diferentes tipos de entidades en los grupos consolidables objeto de supervisión, se ha establecido un paralelismo entre las normas que regulan la solvencia de las entidades de crédito y las contenidas en el presente texto. No obstante, se han recogido las especificidades propias de las empresas de servicios de inversión.

Merece especial mención el uso de modelos de remisión de información de esta Circular comunes con los de las entidades de crédito, que facilitará la recogida y divulgación de información, no sólo por los supervisores nacionales sino también por todos los supervisores de solvencia europeos, haciendo posible por primera vez la comparación de datos de las entidades financieras a escala europea.



## V Anexo estadístico



# 1 Mercados

## 1.1 Renta variable

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

CUADRO 1.1

	2005	2006	2007	2007	2008	II	III	IV <sup>2</sup>
				IV	I			
<b>IMPORTES EFECTIVOS<sup>3</sup></b> (millones de euros)	2.960,5	5.021,7	23.757,9	7.398,7	9,5	356,6	40,8	7.397,1
Ampliaciones de capital	2.803,4	2.562,9	21.689,5	6.823,1	0,0	356,6	40,8	7.397,1
De ellas, mediante OPS	0,0	644,9	8.502,7	4.683,3	0,0	292,0	0,0	0,0
Tramo nacional	0,0	303,0	4.821,4	2.037,6	0,0	292,0	0,0	0,0
Tramo internacional	0,0	342,0	3.681,4	2.645,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	157,1	2.458,8	2.068,5	575,6	9,5	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	54,7	1.568,1	1.517,1	432,4	9,5	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	102,5	890,7	551,4	143,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>NÚMERO DE EXPEDIENTES<sup>4</sup></b>	27	30	35	12	1	4	2	3
Ampliaciones de capital	25	21	26	7	0	4	2	3
De ellas, mediante OPS	0	8	8	4	0	2	0	0
De ellas, liberadas	6	0	0	0	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	14	12	7	1	1	0	0
<b>NÚMERO DE EMISORES<sup>4</sup></b>	24	23	29	10	1	4	2	3
Ampliaciones de capital	23	18	24	7	0	4	2	3
De ellas, mediante OPS	0	6	6	4	0	2	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	10	8	5	1	1	0	0

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

2. Datos disponibles: noviembre 2008.

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

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

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

CUADRO 1.2

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

1. Datos disponibles: noviembre 2008.

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

CUADRO 1.3

	2005	2006	2007	2007	2008	II	III	IV <sup>1</sup>
				IV	I			
<b>IMPORTES NOMINALES</b> (millones de euros)								
Con folleto de emisión	498,0	963,4	5.894,3	5.562,1	13,3	25,5	127,4	8,4
Ampliaciones de capital	494,0	575,9	5.687,2	5.439,6	13,3	25,5	127,4	8,4
De las cuales OPS	0,0	145,3	5.424,4	5.419,8	0,0	0,0	100,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4,0	387,5	207,1	122,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Sin folleto de emisión	167,3	564,7	8.366,1	6.438,4	274,7	448,1	223,3	107,3
<b>NÚMERO DE EXPEDIENTES</b>								
Con folleto de emisión	26	18	22	8	2	1	4	1
Ampliaciones de capital	25	13	18	6	2	1	4	1
De las cuales OPS	0	5	6	4	0	0	1	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	9	7	4	0	0	0	0
Sin folleto de emisión	27	61	72	16	9	12	7	9

1. Datos disponibles: noviembre 2008.

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

CUADRO 1.4

	2005	2006	2007	2007		2008		
				IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	126	135	143	143	141	139	140	140
Sin Nuevo mercado	115	124	142	142	141	139	140	140
Nuevo mercado	11	11	1	1	0	0	0	0
Empresas extranjeras	5	6	5	5	5	5	5	5
Segundo Mercado	14	12	11	11	10	9	8	8
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	10	9	9	9	8	7	6	6
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	2	1	0	0	0	0	0	0
Corros ex SICAV	47	38	31	31	29	29	29	29
Madrid	22	16	13	13	13	13	13	13
Barcelona	28	24	20	20	19	19	19	19
Bilbao	14	10	9	9	8	8	8	8
Valencia	18	13	9	9	7	7	7	7
Corros SICAV	3.111	744	8	8	5	4	4	3
MAB	-	2.405	3.287	3.287	3.322	3.362	3.364	3.354
Latibex	32	34	34	34	34	35	35	35

1. Datos a final de período.

2. Datos disponibles: noviembre 2008.

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

## Capitalización<sup>1</sup>

CUADRO 1.5

Millones de euros	2005	2006	2007	2007		2008		
				IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	616.659,5	813.765,1	892.053,8	892.053,8	780.720,1	739.386,7	634.275,0	508.109,2
Sin Nuevo mercado	607.167,8	800.148,0	891.875,7	891.875,7	780.720,1	739.386,7	634.275,0	508.109,2
Nuevo mercado	9.491,8	13.617,1	178,1	178,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras <sup>4</sup>	64.312,7	105.600,9	134.768,6	134.768,6	120.418,7	133.614,0	94.553,7	61.694,9
Ibex 35	411.712,5	512.828,0	524.651,0	524.651,0	455.694,3	412.258,4	374.922,1	312.794,3
Segundo Mercado	444,2	392,7	286,8	286,8	217,1	167,1	112,5	110,3
Madrid	9,2	18,9	27,8	27,8	23,2	25,9	24,1	23,0
Barcelona	291,2	184,2	259,0	259,0	193,9	141,1	88,3	87,3
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	143,8	189,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	6.874,8	7.905,3	7.444,9	7.444,9	7.228,8	6.672,3	5.850,5	5.430,3
Madrid	3.486,7	2.698,1	1.840,6	1.840,6	1.810,9	1.562,0	1.475,4	1.472,4
Barcelona	3.129,2	4.966,3	4.627,8	4.627,8	4.963,8	4.698,4	3.966,4	3.642,5
Bilbao	405,9	59,5	108,2	108,2	107,3	27,0	27,0	44,2
Valencia	836,1	741,9	1.206,5	1.206,5	994,2	971,7	885,3	763,5
Corros SICAV	33.171,1	9.284,1	245,4	245,4	200,2	184,2	175,2	154,1
MAB	0,0	29.866,3	41.659,8	41.659,8	39.298,0	39.001,1	37.788,9	35.721,7
Latibex	216.111,3	271.641,8	427.773,6	427.773,6	389.629,9	712.179,3	529.494,2	430.465,9

1. Datos a final de período.

2. Datos disponibles: noviembre 2008.

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

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

## Contratación efectiva

CUADRO 1.6

Millones de euros	2005	2006	2007	2007		2008		
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>2</sup>	847.652,2	1.144.562,9	1.653.354,8	430.021,7	377.897,7	315.693,7	285.162,3	189.409,2
Sin Nuevo mercado	818.653,2	1.118.546,1	1.627.369,5	425.558,0	377.886,2	315.693,7	285.162,3	189.409,2
Nuevo mercado	28.999,0	26.016,8	25.985,3	4.463,7	11,4	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	15.115,1	11.550,3	7.499,3	1.018,2	552,1	382,4	206,9	184,9
Segundo Mercado	25,9	49,3	192,9	11,8	3,2	17,5	9,7	0,3
Madrid	1,8	7,2	8,9	0,8	0,5	1,7	0,1	0,2
Barcelona	22,9	41,6	182,3	11,0	2,7	15,9	9,6	0,1
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	1,3	0,5	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	887,1	737,6	792,7	258,6	38,5	22,5	58,1	7,4
Madrid	198,2	257,9	236,1	92,7	17,5	7,2	45,6	2,4
Barcelona	667,0	297,8	402,8	29,1	17,6	14,7	12,2	4,8
Bilbao	13,4	159,9	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Valencia	8,4	22,0	153,8	136,7	3,3	0,6	0,4	0,1
Corros SICAV	5.022,8	4.580,6	361,6	15,2	5,9	2,7	7,2	7,0
MAB	0,0	1.814,2	6.985,2	2.240,4	1.966,1	1.646,1	1.406,3	1.557,9
Latibex	556,7	723,3	868,2	215,6	305,9	199,3	136,2	77,3

1. Datos disponibles: noviembre 2008.

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

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

CUADRO 1.7

Millones de euros	2005	2006	2007	2007	2008			
				IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>
En sesión	798.934,5	1.080.117,5	1.577.249,5	389.841,9	354.712,5	304.979,6	279.188,2	186.070,3
Órdenes	488.416,3	658.839,2	985.087,6	246.015,5	245.239,9	185.997,3	183.639,9	125.003,7
Aplicaciones	82.403,1	105.910,7	155.085,1	38.761,4	34.574,7	29.644,2	22.654,9	14.359,6
Bloques	228.115,1	315.367,7	437.076,8	105.064,9	74.898,0	89.338,1	72.893,4	46.707,0
Fuera de hora	27.863,0	11.651,6	18.301,5	5.902,5	4.260,1	2.425,3	1.341,7	1.178,9
Autorizadas	4.773,4	4.052,0	4.189,6	640,3	374,6	533,1	974,9	933,5
Op. LMV art. 36.1	1,3	6.439,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opa	6.682,8	18.094,6	26.284,3	20.079,8	14.049,1	3.412,1	0,0	0,0
OPV	226,3	3.264,0	11.177,4	9.237,9	0,0	0,0	292,0	0,0
Toma de razón	2.298,9	10.347,9	2.954,4	233,6	836,3	20,2	33,0	24,0
Ejercicio de opciones	5.268,0	8.279,8	10.240,4	3.227,0	2.450,3	2.579,7	1.693,1	519,5
Operaciones de cobertura	1.615,4	2.315,7	2.957,8	858,8	1.214,7	1.743,7	1.639,5	683,1

1. No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2. Datos disponibles: noviembre 2008.

**Operaciones de crédito**

CUADRO 1.8

Millones de euros	2005	2006	2007	2007	2008			
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>CONTRATACIÓN</b>								
Préstamo de valores <sup>2</sup>	393.964,1	550.850,4	835.326,9	213.637,3	159.984,9	175.820,7	138.864,1	85.153,5
Crédito de valores para su venta <sup>3</sup>	152,2	379,9	555,4	136,3	189,5	135,2	149,4	107,4
Crédito para compra de valores <sup>3</sup>	465,0	511,9	411,3	84,5	52,7	35,1	33,6	25,4
<b>SALDO VIVO</b>								
Préstamo de valores <sup>2</sup>	66.737,5	62.058,2	79.532,9	79.532,9	69.068,6	66.326,8	58.394,2	45.708,3
Crédito de valores para su venta <sup>3</sup>	28,5	73,6	112,4	112,4	97,8	57,8	62,3	28,9
Crédito para compra de valores <sup>3</sup>	52,3	70,1	59,4	59,4	30,7	28,2	31,2	8,2

1. Datos disponibles: noviembre 2008.

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

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

## 1.2 Renta fija

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

CUADRO 1.9

	2005	2006	2007	2007	2008			
				IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>	155	159	173	75	59	65	48	45
Cédulas hipotecarias	9	11	10	4	7	13	5	4
Cedulas territoriales	2	5	4	1	7	0	0	1
Bonos y obligaciones no convertibles	49	46	41	3	5	13	16	7
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	4	1	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	53	61	77	34	16	26	18	17
Programas de pagarés	68	68	80	35	26	21	11	20
De titulación	3	3	3	0	0	1	0	1
Resto de pagarés	65	65	77	35	26	20	11	19
Otras emisiones de renta fija	1	0	2	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	6	9	5	0	4	1	2	0
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>	263	335	334	84	74	94	62	62
Cédulas hipotecarias	21	37	32	5	11	20	8	7
Cedulas territoriales	3	6	8	1	7	0	0	1
Bonos y obligaciones no convertibles	93	115	79	3	7	22	18	16
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	4	1	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	54	82	101	40	18	30	23	18
Programas de pagarés	80	83	106	35	27	21	11	20
De titulación	3	3	3	0	0	1	0	1
Resto de pagarés	77	80	103	35	27	20	11	19
Otras emisiones de renta fija	1	0	3	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	7	11	5	0	4	1	2	0
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	414.253,9	523.131,4	648.757,0	154.568,4	117.526,8	134.468,4	90.553,9	84.619,1
Cédulas hipotecarias	35.560,0	44.250,0	24.695,5	2.525,0	1.250,0	10.120,0	1.685,0	945,0
Cedulas territoriales	1.775,0	5.150,0	5.060,0	110,0	1.020,0	0,0	0,0	800,0
Bonos y obligaciones no convertibles	41.907,1	46.687,5	27.416,0	257,0	604,1	3.743,6	4.215,1	1.239,3
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	162,8	68,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	69.044,3	91.607,7	141.627,0	52.819,0	28.657,0	34.386,4	11.736,1	39.617,3
Tramo nacional	28.746,5	30.885,7	94.049,0	51.309,0	28.657,0	32.993,2	10.606,9	39.617,3
Tramo internacional	40.297,8	60.722,1	47.578,0	1.510,0	0,0	1.393,2	1.129,2	0,0
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	264.359,5	334.457,0	442.433,5	98.857,4	85.899,6	86.118,5	72.867,7	42.017,5
De titulación	2.767,5	1.992,7	464,8	85,0	133,0	48,0	94,0	43,0
Resto de pagarés	261.592,0	332.464,3	441.968,7	98.772,4	85.766,6	86.070,5	72.773,7	41.974,5
Otras emisiones de renta fija	89,3	0,0	7.300,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	1.356,0	911,0	225,0	0,0	96,0	100,0	50,0	0,0

#### Pro memoria:

Emisiones subordinadas	11.078,5	27.361,5	47.158,3	16.196,9	2.312,5	1.944,9	1.574,5	3.852,2
Emisiones aseguradas	94.368,0	92.213,5	121.608,5	32.701,5	6.533,5	7.573,4	2.114,5	4.215,2

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

2. Datos disponibles: noviembre 2008.

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

### Admisión al mercado AIAF

CUADRO 1.10

Importes nominales en millones de euros	2005	2006	2007	2007	2008			
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
Total	425.137,4	507.525,3	640.096,2	144.959,2	121.675,6	131.470,5	102.755,3	75.398,2
Pagarés	263.728,9	332.328,4	439.787,3	98.821,1	89.157,4	85.450,1	74.588,8	42.097,6
Bonos y obligaciones	56.771,5	45.155,4	30.006,9	2.704,9	507,0	3.164,6	4.878,2	753,3
Cédulas hipotecarias	31.600,0	43.720,0	27.195,5	2.575,0	1.225,0	8.145,0	3.300,0	980,0
Cédulas territoriales	1.775,0	2.650,0	7.450,0	0,0	930,0	200,0	0,0	800,0
Bonos de titulación	67.480,5	83.042,5	135.149,5	40.858,1	29.760,2	34.410,8	19.938,3	30.767,3
Participaciones preferentes	3.781,5	629,0	507,0	0,0	96,0	100,0	50,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1. Datos disponibles: noviembre 2008.



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

CUADRO 1.11

	2005	2006	2007		2008			
			2007	IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>	384	438	492	492	509	526	526	542
Pagarés	66	69	73	73	74	73	72	71
Bonos y obligaciones	82	80	92	92	91	91	93	93
Cédulas hipotecarias	12	14	14	14	17	22	22	22
Cédulas territoriales	3	5	7	7	11	11	11	11
Bonos de titulización	211	257	316	316	333	352	366	378
Participaciones preferentes	42	46	50	50	52	52	52	52
Bonos matador	20	20	15	15	15	14	14	13
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>	2.836	3.681	4.314	4.314	4.410	4.693	4.767	4.646
Pagarés	1.724	2.242	2.493	2.493	2.480	2.669	2.670	2.499
Bonos y obligaciones	329	398	445	445	442	452	457	458
Cédulas hipotecarias	54	83	111	111	121	140	144	148
Cédulas territoriales	8	11	19	19	25	26	26	27
Bonos de titulización	631	856	1.157	1.157	1.249	1.314	1.376	1.421
Participaciones preferentes	58	65	71	71	75	76	78	78
Bonos matador	32	26	18	18	18	16	16	15
<b>SALDO VIVO<sup>2</sup></b> (millones de euros)	448.679,3	588.942,3	758.559,8	758.559,8	772.385,6	809.241,1	812.631,3	813.211,1
Pagarés	57.719,4	70.778,6	98.467,6	98.467,6	96.152,7	101.545,3	90.658,5	78.208,7
Bonos y obligaciones	103.250,7	131.107,8	139.586,3	139.586,3	132.397,1	131.568,3	132.099,8	124.579,8
Cédulas hipotecarias	90.550,0	129.710,0	150.905,5	150.905,5	152.130,5	160.275,5	163.475,5	164.065,5
Cédulas territoriales	7.575,0	9.525,0	16.375,0	16.375,0	16.305,0	16.505,0	16.505,0	17.305,0
Bonos de titulización	164.810,0	222.866,1	328.924,6	328.924,6	351.003,4	374.939,4	385.434,9	404.624,5
Participaciones preferentes	22.486,6	23.115,6	23.062,6	23.062,6	23.158,6	23.258,6	23.308,6	23.308,6
Bonos matador	2.287,6	1.839,2	1.238,2	1.238,2	1.238,2	1.148,9	1.148,9	1.118,9

1. Datos disponibles: noviembre 2008.

2. Importes nominales.

**AIAF. Contratación**

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros	2005	2006	2007		2008			
			2007	IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>POR TIPO DE ACTIVO. Total</b>	877.812,1	910.493,9	1.127.477,7	291.041,6	338.568,2	594.085,2	612.731,3	637.152,5
Pagarés	408.185,0	489.069,5	568.009,6	124.955,9	130.792,9	134.918,8	158.880,3	115.906,4
Bonos y obligaciones	86.585,7	82.421,1	87.035,7	15.580,9	19.036,9	23.289,2	20.573,0	12.881,6
Cédulas hipotecarias	60.060,9	70.113,5	80.811,2	24.196,7	17.036,8	42.302,2	47.216,7	12.888,1
Cédulas territoriales	2.740,1	3.659,1	7.749,8	1.649,6	4.669,9	1.276,3	711,3	2.863,4
Bonos de titulización	313.778,5	257.628,9	378.005,2	123.504,1	166.049,8	391.436,8	384.574,7	491.577,7
Participaciones preferentes	4.046,2	4.647,8	4.492,4	1.153,4	976,0	860,0	774,5	1.033,5
Bonos matador	2.415,7	2.954,1	1.373,8	0,9	6,0	1,9	0,9	1,8
<b>POR TIPO DE OPERACIÓN. Total</b>	877.812,1	910.493,9	1.127.477,7	291.041,6	338.568,2	594.085,2	612.731,3	637.152,5
Simple	322.819,1	386.368,8	416.477,9	97.807,4	99.070,8	102.383,8	82.146,1	72.329,4
Repo	284.520,0	330.839,9	441.362,7	94.131,8	84.487,7	87.594,2	110.322,5	70.187,6
Simultánea	270.473,0	193.285,1	269.637,1	99.102,3	155.009,7	404.107,3	420.262,6	494.635,5

1. Datos disponibles: noviembre 2008.

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

CUADRO 1.13

Importes nominales en millones de euros	2005	2006	2007		2008			
			2007	IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>Total</b>	591.837,2	702.608,8	837.308,5	184.318,1	178.672,7	182.988,0	188.253,0	137.516,6
Sociedades no financieras	218.139,5	260.108,1	364.490,6	82.132,5	73.182,6	74.341,5	73.146,1	45.166,1
Instituciones financieras	218.381,1	247.876,4	282.816,9	69.024,8	71.161,5	76.965,1	89.107,6	69.761,0
Entidades de crédito	71.118,9	83.999,1	99.492,0	26.550,0	25.715,4	31.458,1	31.066,3	29.742,1
II, seguros y fondos de pensiones	138.580,4	145.911,5	152.429,2	34.195,3	39.714,3	40.498,2	38.242,5	26.432,2
Otras entidades financieras	8.681,8	17.965,8	30.895,6	8.279,5	5.731,7	5.008,8	19.798,7	13.586,7
Administraciones públicas	5.629,4	7.058,9	7.762,4	1.108,1	1.224,6	1.965,7	907,8	1.463,8
Hogares e ISFLSH <sup>2</sup>	14.433,3	23.675,9	28.534,8	3.749,2	3.656,6	3.609,7	2.951,3	2.166,4
Resto del mundo	135.253,9	163.889,4	153.703,8	28.303,5	29.447,4	26.106,1	22.140,3	18.959,2

1. Datos disponibles: noviembre 2008.

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

## Admisión a bolsa. Expedientes registrados en la CNMV

CUADRO 1.14

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

1. Datos disponibles: noviembre 2008.

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

CUADRO 1.15

	2005	2006	2007	2007		2008		
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>	56	57	53	53	53	52	56	57
Emisores privados	39	40	40	40	40	40	44	45
Sociedades no financieras	12	10	6	6	6	6	6	6
Instituciones financieras privadas	27	30	34	34	34	34	38	39
Administraciones públicas <sup>3</sup>	17	17	13	13	13	12	12	12
Comunidades autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>	267	264	249	249	245	248	262	267
Emisores privados	122	131	133	133	133	133	151	153
Sociedades no financieras	22	18	12	12	10	10	10	10
Instituciones financieras privadas	100	113	121	121	123	123	141	143
Administraciones públicas <sup>3</sup>	145	133	116	116	112	115	111	114
Comunidades autónomas	92	89	83	83	81	84	80	83
<b>SALDO VIVO<sup>2</sup></b> (millones de euros)	16.323,0	17.105,4	25.654,7	25.654,7	25.583,8	26.027,7	27.916,8	28.987,6
Emisores privados	5.507,3	6.784,3	14.958,1	14.958,1	14.800,1	14.609,4	16.764,9	17.160,4
Sociedades no financieras	835,4	492,1	452,5	452,5	381,2	381,2	381,2	381,1
Instituciones financieras privadas	4.671,9	6.292,2	14.505,6	14.505,6	14.418,9	14.228,2	16.383,7	16.779,4
Administraciones públicas <sup>3</sup>	10.816,1	10.321,1	10.696,6	10.696,6	10.783,7	11.418,3	11.151,9	11.827,2
Comunidades autónomas	8.457,2	8.319,8	8.862,6	8.862,6	9.100,3	9.535,4	9.269,6	9.944,9

1. Datos disponibles: noviembre 2008.

2. Importes nominales.

3. No incluye deuda anotada.

## Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.16

	2005	2006	2007	2007		2008		
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
Importes nominales en millones de euros								
Mercado electrónico	220,0	257,3	444,8	316,3	537,7	366,0	189,3	405,8
Corros	4.538,3	5.009,9	7.154,3	4.023,6	1.873,2	123,2	4.656,8	792,4
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	4.404,2	4.879,6	7.040,1	3.998,2	1.829,1	87,6	4.626,3	749,9
Bilbao	9,2	24,8	7,5	2,1	1,6	1,0	2,8	0,6
Valencia	124,8	105,5	106,7	23,2	42,6	34,7	27,6	41,9
Deuda anotada	36,1	35,6	33,6	8,7	8,8	11,7	6,7	14,3
Deuda comunidades autónomas	83.204,0	84.443,6	84.178,3	21.152,6	16.972,7	19.324,8	16.948,8	12.947,9

1. Datos disponibles: noviembre 2008.

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

CUADRO 1.17

	2005	2006	2007	2007		2008		
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
Importes nominales en millones de euros								
Total	219,6	175,1	95,8	32,8	27,3	21,2	20,2	7,4
Simple	71,0	94,3	58,6	15,2	19,5	6,1	8,5	3,1
Simultáneas	148,5	80,2	37,2	17,6	7,8	15,1	11,7	4,3
Otras operaciones	0,1	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1. Datos disponibles: noviembre 2008.

## 1.3 Derivados y otros productos

### 1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

#### Negociación en MEFF

CUADRO 1.18

	2005	2006	2007	2007		2008		
				IV	I	II	III	IV'
Número de contratos								
Sobre deuda	46	15	13	4	4	4	2	1
Futuro sobre bono nocional <sup>2</sup>	46	15	13	4	4	4	2	1
Sobre Ibex 35 <sup>3,4</sup>	5.490.958	7.119.853	9.288.909	2.176.326	2.346.726	1.894.015	2.256.855	1.499.645
Futuro sobre Ibex 35 plus	4.935.648	6.408.961	8.435.258	1.931.745	2.042.491	1.654.458	1.934.608	1.210.700
Futuro mini sobre Ibex 35	114.563	159.830	286.574	75.552	84.643	71.975	84.677	66.719
Opción call mini	232.825	288.542	227.535	82.293	76.766	60.052	106.673	114.500
Opción put mini	207.922	262.521	339.542	86.736	142.826	107.529	130.897	107.727
Sobre acciones <sup>5</sup>	29.728.916	33.655.790	34.887.808	13.011.176	12.300.311	19.168.497	15.788.553	8.855.979
Futuros	18.813.689	21.229.811	21.294.315	8.637.161	8.519.578	14.797.445	11.983.940	6.326.844
Opción call	6.803.863	7.664.125	6.775.525	2.097.371	1.585.176	1.571.132	1.673.144	1.316.183
Opción put	4.111.364	4.761.854	6.817.968	2.276.644	2.195.557	2.799.920	2.131.469	1.212.952

#### Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex

Sobre deuda <sup>6</sup>	1.440.370	1.117.956	1.059.113	219.959	342.976	220.077	132.608	62.401
Sobre índices <sup>7</sup>	1.080.801	1.423.441	1.371.250	265.783	348.341	268.663	275.658	145.999

1. Datos disponibles: noviembre 2008.

2. Nominal del contrato: 100 mil euros.

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

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

5. Nominal del contrato: 100 acciones.

6. Futuros sobre Bund, Bobl y Schatz.

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

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

#### Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.19

	2005	2006	2007	2007		2008		
				IV	I	II	III	IV'
<b>WARRANTS<sup>2</sup></b>								
Importe de las primas (millones de euros)	1.840,0	5.144,3	8.920,3	2.513,7	3.173,0	3.153,2	3.087,6	1.348,6
Sobre acciones	1.180,8	3.697,6	6.215,1	1.836,7	2.257,1	1.663,2	1.576,8	534,7
Sobre índices	559,9	1.064,9	2.311,2	529,1	726,8	1.270,1	1.385,3	685,9
Otros <sup>3</sup>	99,3	381,8	394,0	147,8	189,1	219,9	125,5	128,1
Número de emisiones	1.720	4.063	7.005	2.126	2.791	1.928	2.523	911
Número de emisores	6	8	7	7	7	7	6	5
<b>CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES</b>								
Importes nominales (millones de euros)	112,2	206,8	151,0	20,0	12,0	45,0	20,0	0,0
Sobre acciones	87,8	196,2	145,0	20,0	12,0	45,0	20,0	0,0
Sobre índices	16,4	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros <sup>3</sup>	8,0	10,0	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	13	12	9	2	1	2	1	0
Número de emisores	4	4	3	1	1	1	1	0

1. Datos disponibles: noviembre 2008.

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

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

## Bolsa de valores. Contratación de warrants y ETF

CUADRO 1.20

	2005	2006	2007	2007	2008	II	III	IV <sup>1</sup>
				IV	I			
<b>WARRANTS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	2.142,3	2.907,4	5.129,6	1.206,7	892,9	684,1	701,7	505,3
Sobre acciones nacionales	1.431,7	1.803,9	3.200,7	788,0	521,5	362,8	333,5	284,1
Sobre acciones extranjeras	155,8	294,7	474,2	104,6	47,0	50,4	30,9	12,9
Sobre índices	516,8	727,4	1.376,6	297,7	303,2	231,1	295,7	173,2
Otros <sup>2</sup>	38,0	81,4	78,1	16,5	21,2	39,8	41,6	35,0
Número de emisiones <sup>3</sup>	2.520	4.284	7.837	4.083	4.144	4.214	4.219	3.557
Número de emisores <sup>3</sup>	8	9	9	9	9	8	8	9
<b>CERTIFICADOS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	69,8	58,8	57,5	13,3	5,1	5,0	2,8	2,9
Número de emisiones <sup>3</sup>	15	14	18	17	17	21	17	19
Número de emisores <sup>3</sup>	5	5	4	4	4	4	4	4
<b>ETF</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	-	-	4.664,5	2.059,6	3.037,1	1.357,4	900,6	1.408,4
Número de fondos	-	-	21	21	27	32	29	30
Patrimonio <sup>4</sup> (millones de euros)	-	-	885,8	885,8	1.994,7	2.212,6	2.111,2	nd

1. Datos disponibles: noviembre 2008.

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

3. Emisiones o emisores que registraron contratación en cada período.

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

nd: Dato no disponible.

### 1.3.3 Derivados no financieros

## Negociación en MFAO<sup>1</sup>

CUADRO 1.21

	2005	2006	2007	2007	2008	II	III	IV <sup>2</sup>
				IV	I			
Número de contratos								
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante <sup>3</sup>	21.145	35.079	46.405	9.721	13.586	14.610	7.530	8.355

1. Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2. Datos disponibles: noviembre 2008.

3. Nominal del contrato: 1.000 kg.

## 2 Servicios de inversión

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

CUADRO 2.1

	2005	2006	2007	2007	2008	II	III	IV <sup>1</sup>
				IV	I			
<b>Sociedades de valores</b>								
Entidades nacionales	46	47	46	46	49	51	50	50
Sucursales	96	108	102	102	109	80	85	86
Representantes	6.562	6.610	6.657	6.657	6.674	6.526	6.546	6.546
<b>Agencias de valores</b>								
Entidades nacionales	56	57	53	53	50	52	53	53
Sucursales	11	11	12	12	7	10	10	9
Representantes	516	589	625	625	624	625	631	635
<b>Sociedades gestoras de cartera</b>								
Entidades nacionales	17	15	11	11	11	11	10	10
Sucursales	4	4	4	4	4	4	4	4
Representantes	14	5	6	6	5	5	5	6
<b>Entidades de crédito<sup>2</sup></b>								
Entidades nacionales	206	204	201	201	200	200	200	200

1. Datos disponibles: noviembre 2008.

2. Fuente: Banco de España.

## Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2005	2006	2007	2007	2008	II	III	IV <sup>1</sup>
				IV	I			
Total	1.196	1.321	1.766	1.766	1.949	2.054	2.156	2.217
ESI <sup>2</sup> en el Espacio Económico Europeo	867	973	1.394	1.394	1.573	1.676	1.760	1.803
Con sucursal	18	22	29	29	30	33	33	36
En libre prestación de servicios	849	951	1.365	1.365	1.543	1.643	1.727	1.767
Entidades de crédito <sup>3</sup>	329	348	372	372	376	378	396	414
Comunitarias	320	339	363	363	367	369	387	405
Con sucursal	38	44	52	52	55	56	56	56
En libre prestación de servicios	281	294	310	310	311	312	330	348
Filiales en libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	1	1
Extracomunitarias	9	9	9	9	9	9	9	9
Con sucursal	8	8	8	8	8	8	8	8
En libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	1	1

1. Datos disponibles: noviembre 2008.

2. Empresas de Servicios de Inversión.

3. Fuente: Banco de España.

## Intermediación de operaciones al contado

CUADRO 2.3

Millones de euros	III 2007				III 2008			
	Bolsas nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total	Bolsas nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total
<b>RENTA FIJA</b>								
Total	6.698	2.604.288	256.176	2.867.162	5.557	2.152.306	369.162	2.527.025
Sociedades de valores	6.447	189.464	43.066	238.977	5.085	265.006	45.982	316.073
Agencias de valores	251	2.414.824	213.110	2.628.185	472	1.887.300	323.180	2.210.952
<b>RENTA VARIABLE</b>								
Total	520.627	1.737	32.452	554.816	497.609	958	21.004	519.571
Sociedades de valores	490.105	843	29.459	520.407	471.786	817	18.367	490.970
Agencias de valores	30.522	894	2.993	34.409	25.823	141	2.637	28.601

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

CUADRO 2.4

Millones de euros	III 2007				III 2008			
	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total
Total	288.268	2.591.170	1.057.950	3.937.388	188.804	1.742.662	830.446	2.761.912
Sociedades de valores	83.813	305.357	39.077	428.247	168.709	1.434.880	86.847	1.690.436
Agencias de valores	204.455	2.285.813	1.018.873	3.509.141	20.095	307.782	743.599	1.071.476

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 2007			III 2008		
	Total	IIC	Otras <sup>1</sup>	Total	IIC	Otras <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE CARTERAS</b>						
Total	19.522	98	19.424	14.460	122	14.338
Sociedades de valores	10.942	26	10.916	7.959	30	7.929
Agencias de valores	4.102	36	4.066	3.455	57	3.398
Sociedades gestoras de cartera	4.478	36	4.442	3.046	35	3.011
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)</b>						
Total	14.392.649	1.623.472	12.769.177	10.424.926	987.598	9.437.328
Sociedades de valores	6.138.028	785.005	5.353.023	4.527.698	204.978	4.322.720
Agencias de valores	3.476.861	548.258	2.928.603	2.451.981	553.315	1.898.666
Sociedades gestoras de cartera	4.777.760	290.209	4.487.551	3.445.247	229.305	3.215.942

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

## Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores

CUADRO 2.6

Miles de euros <sup>1</sup>	2005	2006	2007		2008			
			2007	IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>
I. MARGEN FINANCIERO	57.653	17.325	-29.968	-29.968	-10.488	22.373	53.300	75.899
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	200.360	48.335	-224.173	-224.173	78.843	399.526	634.655	731.933
III. COMISIONES NETAS	653.273	775.377	893.803	893.803	195.164	368.472	502.553	566.125
Comisiones percibidas	847.524	1.009.089	1.181.772	1.181.772	270.711	501.817	693.140	788.008
Tramitación y ejecución de órdenes	526.241	629.952	775.418	775.418	186.711	343.910	484.674	557.769
Colocación y aseguramiento de emisiones	58.685	73.278	62.145	62.145	10.560	25.112	28.263	31.746
Depósito y anotación de valores	17.593	22.367	25.351	25.351	5.861	11.477	16.421	17.866
Gestión de carteras	20.599	23.883	29.649	29.649	5.946	9.893	13.886	15.177
Diseño y asesoramiento	52.180	55.918	65.083	65.083	7.729	12.781	17.039	20.768
Búsqueda y colocación de paquetes	6	0	9	9	7	9	11	12
Operaciones de crédito al mercado	56	33	23	23	5	7	9	11
Suscripción y reembolso en IIC	118.871	141.312	138.481	138.481	30.202	55.621	74.113	79.912
Otras	53.293	62.346	85.613	85.613	23.690	43.007	58.724	64.747
Comisiones satisfechas	194.251	233.712	287.969	287.969	75.547	133.345	190.587	221.883
IV. MARGEN ORDINARIO	911.286	841.037	639.662	639.662	263.519	790.371	1.190.508	1.373.957
V. MARGEN DE EXPLOTACIÓN	498.362	395.105	180.892	180.892	144.447	553.546	864.482	1.013.740
VI. RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS	266.734	430.651	540.390	540.390	151.025	301.711	361.479	400.727

1. Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.
2. Datos disponibles: octubre 2008.

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

CUADRO 2.7

Miles de euros <sup>1</sup>	Total		Margen financiero		Cartera de valores		Otras dotaciones	
	III 2007	III 2008	III 2007	III 2008	III 2007	III 2008	III 2007	III 2008
Total	-236.757	671.581	-15.840	53.300	-214.615	634.655	-6.302	-16.374
Activos monetarios y deuda pública	-17.193	-425	2.967	7.611	-20.160	-8.036	-	-
Otros valores de renta fija	63.273	51.629	44.807	53.237	18.466	-1.608	-	-
Cartera interior	49.955	49.357	41.276	51.784	8.679	-2.427	-	-
Cartera exterior	13.318	2.272	3.531	1.453	9.787	819	-	-
Renta variable	219.519	-998.729	83.233	50.338	136.286	-1.049.067	-	-
Cartera interior	140.601	-230.872	33.345	16.283	107.256	-247.155	-	-
Cartera exterior	78.918	-767.857	49.888	34.055	29.030	-801.912	-	-
Derivados	-337.463	1.709.089	-	-	-337.463	1.709.089	-	-
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-8.028	-11.717	-8.028	-11.717	-	-	-	-
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	-	-	-	-
Depósito y otras operaciones con intermediarios	-148.603	-68.334	-148.603	-68.334	-	-	-	-
Otras operaciones	-8.262	-9.932	9.784	22.165	-11.744	-15.723	-6.302	-16.374

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

## Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros <sup>1</sup>	2005	2006	2007		2008			
			2007	IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>
I. MARGEN FINANCIERO	10.665	12.934	14.395	14.395	2.434	6.039	7.822	8.426
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	3.306	3.906	580	580	-939	-1.363	-2.026	-3.096
III. COMISIONES NETAS	184.113	233.447	237.403	237.403	41.507	82.530	115.919	128.724
Comisiones percibidas	229.752	297.030	310.892	310.892	48.935	95.111	133.583	148.213
Tramitación y ejecución de órdenes	97.948	114.111	131.976	131.976	19.349	33.728	47.825	54.055
Colocación y aseguramiento de emisiones	3.821	3.183	2.501	2.501	994	3.010	4.354	4.487
Depósito y anotación de valores	1.357	1.520	1.680	1.680	314	394	512	538
Gestión de carteras	14.868	28.672	27.457	27.457	5.847	11.966	16.783	17.880
Diseño y asesoramiento	2.664	2.360	2.224	2.224	252	1.550	2.181	2.589
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Suscripción y reembolso en IIC	46.171	68.513	74.918	74.918	9.679	17.156	24.309	26.849
Otras	62.923	78.671	70.136	70.136	12.500	27.307	37.619	41.815
Comisiones satisfechas	45.639	63.583	73.489	73.489	7.428	12.581	17.664	19.489
IV. MARGEN ORDINARIO	198.084	250.287	252.378	252.378	43.002	87.206	121.715	134.054
V. MARGEN DE EXPLOTACIÓN	66.420	95.026	98.596	98.596	9.302	14.001	19.259	20.712
VI. RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS	38.264	62.449	86.017	86.017	9.427	15.919	25.623	27.186

1. Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.
2. Datos disponibles: octubre 2008.

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

CUADRO 2.9

Miles de euros <sup>1</sup>	2005	2006	2007	2007		2008		
				IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>
I. MARGEN FINANCIERO	575	895	1.442	1.442	376	789	1.210	1.318
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	65	6	21	21	-32	-158	-159	-227
III. COMISIONES NETAS	17.164	15.195	15.501	15.501	3.459	6.583	9.382	10.228
Comisiones percibidas	25.508	27.625	27.340	27.340	6.308	12.392	18.138	19.951
Gestión de carteras	18.813	22.068	22.545	22.545	5.203	10.243	15.157	16.730
Diseño y asesoramiento	4.380	4.951	2.614	2.614	637	1.226	1.677	1.797
Suscripción y reembolso en IIC	592	261	1.728	1.728	368	675	936	1.017
Otras	1.723	345	453	453	100	248	368	407
Comisiones satisfechas	8.344	12.430	11.839	11.839	2.849	5.809	8.756	9.723
IV. MARGEN ORDINARIO	17.804	16.096	16.964	16.964	3.803	7.214	10.433	11.319
V. MARGEN DE EXPLOTACIÓN	6.051	6.352	7.226	7.226	1.041	1.543	2.150	2.241
VI. RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS	3.465	4.112	4.837	4.837	730	1.009	1.428	1.355

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

2. Datos disponibles: octubre 2008.

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

CUADRO 2.10

Miles de euros	Exceso		Número de entidades según porcentaje del exceso									
	Importe total	% <sup>2</sup>	< 50 <sup>3</sup>	<100	<150	<200	<300	<400	<500	<750	<1000	>1000
Total	1.307.895	383,44	8	12	14	12	16	11	8	12	4	16
Sociedades de valores	1.189.773	420,71	2	1	4	1	11	5	5	6	4	11
Agencias de valores	97.339	237,05	5	10	8	8	4	5	3	6	0	4
Sociedades gestoras de cartera	20.783	120,65	1	1	2	3	1	1	0	0	0	1

1. Datos disponibles: septiembre 2008.

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

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

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

CUADRO 2.11

Media <sup>2</sup>	Pérdidas	Número de entidades según su rentabilidad anualizada									
		0-5%	6-15%	16-30%	31-45%	46-60%	61-75%	76-100%	>100%		
Total	30,40	29	14	19	11	17	6	7	3	7	
Sociedades de valores	31,61	9	6	9	7	8	4	2	2	3	
Agencias de valores	23,78	17	6	7	3	8	2	5	1	4	
Sociedades gestoras de cartera	5,98	3	2	3	1	1	0	0	0	0	

1. Datos disponibles: septiembre 2008.

2. Media ponderada por fondos propios, en %.

## 3 Instituciones de inversión colectiva\*

### Número, gestoras y depositarias de instituciones de inversión colectiva registradas en la CNMV

CUADRO 3.1

	2005	2006	2007	2007		2008		
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
Total IIC de carácter financiero	5.841	6.006	6.296	6.296	6.347	6.395	6.389	6.372
Fondos de inversión	2.723	2.850	2.954	2.954	2.956	2.968	2.954	2.946
Sociedades de inversión	3.118	3.149	3.290	3.290	3.328	3.365	3.369	3.361
IIC de IIC de inversión libre	-	2	31	31	38	39	41	40
IIC de inversión libre	-	5	21	21	25	23	25	25
Total IIC inmobiliarias	13	17	18	18	17	17	17	17
Fondos de inversión inmobiliaria	7	9	9	9	9	9	9	9
Sociedades de inversión inmobiliaria	6	8	9	9	8	8	8	8
Total IIC extranjeras comercializadas en España	260	340	440	440	465	490	535	559
Fondos extranjeros comercializados en España	115	164	225	225	241	253	290	308
Sociedades extranjeras comercializadas en España	145	176	215	215	224	237	245	251
SGIIC	112	114	120	120	121	120	120	120
Depositarias IIC	135	132	126	126	126	126	126	126

1. Datos disponibles: noviembre 2008.

\* En las referencias a los "Fondos de inversión" de todo el capítulo, no se incluyen los fondos de inversión libre ni los fondos de IIC de inversión libre.

## Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2005	2006	2007	2007		2008			
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>	
Total IIC de carácter financiero	8.869.084	9.048.207	8.492.282	8.492.282	7.861.369	7.466.954	6.970.806	-	-
Fondos de inversión	8.450.164	8.637.781	8.053.049	8.053.049	7.420.379	7.023.292	6.520.089	6.179.177	-
Sociedades de inversión	418.920	410.403	434.156	434.156	434.167	433.651	439.395	-	-
IIC de IIC de inversión libre <sup>2</sup>	-	2	3.950	3.950	5.488	8.582	9.739	9.639	-
IIC de inversión libre <sup>2</sup>	-	21	1.127	1.127	-	1.429	1.583	1.582	-
Total IIC inmobiliarias	119.113	151.053	146.353	146.53	145.036	141.876	136.245	128.739	-
Fondos de inversión inmobiliaria	118.857	150.304	145.510	145.510	144.197	141.037	135.307	127.801	-
Sociedades de inversión inmobiliaria	256	749	843	843	839	839	938	938	-
Total IIC extranjeras comercializadas en España	560.555	779.165	850.931	850.931	729.321	697.732	648.457	-	-
Fondos extranjeros comercializados en España	104.089	144.139	142.782	142.782	137.933	124.446	112.064	-	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	456.466	635.026	708.149	708.149	591.388	573.286	536.393	-	-

1. Datos disponibles: octubre 2008. Estos datos son de remisión obligatoria trimestral para Sociedades de inversión y para IIC's extranjeras por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.
2. Datos provisionales para IIC de IIC de inversión libre y para IIC de inversión libre.

## Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros	2005	2006	2007	2007		2008			
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>	
Total IIC de carácter financiero	289.810,7	300.584,0	287.968,7	287.968,7	264.775,7	244.660,6	226.473,9	211.535,5	-
Fondos de inversión <sup>2</sup>	262.200,9	270.406,3	255.040,9	255.040,9	234.043,9	214.251,8	197.305,6	184.151,4	-
Sociedades de inversión	27.609,8	30.152,7	31.481,5	31.481,5	29.055,9	28.415,3	27.143,2	25.422,2	-
IIC de IIC de inversión libre <sup>3</sup>	-	0,6	1.000,6	1.000,6	1.129,6	1.389,6	1.427,5	1.384,4	-
IIC de inversión libre <sup>3</sup>	-	24,4	445,8	445,8	546,3	603,9	597,7	576,9	-
Total IIC inmobiliarias	6.690,8	9.052,0	9.121,4	9.121,4	8.912,8	8.753,1	8.530,6	8.541,4	-
Fondos de inversión inmobiliaria	6.476,9	8.595,9	8.608,5	8.608,5	8.563,8	8.394,0	8.166,7	8.175,9	-
Sociedades de inversión inmobiliaria	213,9	456,1	512,9	512,9	349,0	359,2	363,8	365,5	-
Total IIC extranjeras comercializadas en España	33.668,1	44.102,9	37.092,7	37.092,7	30.184,5	28.581,0	22.046,4	-	-
Fondos extranjeros comercializados en España	8.267,3	12.099,3	7.010,3	7.010,3	5.004,9	4.313,5	3.064,6	-	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	25.400,8	32.003,5	30.082,4	30.082,4	25.179,6	24.267,5	18.981,8	-	-

1. Datos disponibles: octubre 2008. Estos datos son de remisión obligatoria trimestral para IIC's extranjeras.
2. El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en el tercer trimestre de 2008, del orden de 16.330 millones de euros.
3. Datos provisionales para IIC de IIC de inversión libre y para IIC de inversión libre.

## Distribución del patrimonio de los fondos de inversión de carácter financiero<sup>1,2</sup>

CUADRO 3.4

Millones de euros	2005	2006	2007	2007		2008			
				IV	I	II	III	IV <sup>3</sup>	
Patrimonio	262.200,9	270.406,9	256.040,2	256.040,2	235.173,5	215.618,2	198.730,5	185.535,7	-
Liquidez	8.207,5	10.462,9	15.485,2	15.485,2	15.768,9	17.710,9	20.685,9	20.154,7	-
Inversión en cartera	255.273,6	260.002,9	240.110,5	240.110,5	219.010,7	197.728,4	177.568,5	164.856,6	-
Cartera interior	123.683,6	127.355,4	134.700,7	134.700,7	128.697,2	115.902,8	105.206,6	100.540,7	-
Acciones	11.602,1	13.806,8	11.600,7	11.600,7	8.137,3	6.802,7	5.501,0	4.314,0	-
Participaciones en fondos de inversión	17.255,9	17.322,8	18.720,4	18.720,4	17.772,2	15.822,3	13.745,3	11.806,6	-
Activos monetarios públicos	4.149,4	2.887,7	2.206,6	2.206,6	3.493,5	4.618,6	4.488,8	5.473,1	-
Otros valores de renta fija pública	10.088,7	9.891,6	8.708,7	8.708,7	6.608,3	6.299,7	6.334,9	5.426,0	-
Activos monetarios privados	26.850,7	28.483,2	37.486,9	37.486,9	35.309,7	35.514,6	30.277,3	27.298,3	-
Otra renta fija privada	18.835,6	23.105,3	24.251,5	24.251,5	23.039,2	22.873,3	20.884,5	19.456,6	-
Warrants y opciones nacionales	483,1	603,3	553,2	553,2	344,0	414,4	309,7	261,0	-
Adquisición temporal de activos	34.417,8	31.229,4	31.172,4	31.172,4	33.992,7	23.557,0	23.664,2	26.504,8	-
Cartera no cotizada	0,2	25,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,9	0,2	-
Cartera exterior	131.590,0	132.647,4	105.409,8	105.409,8	90.313,5	81.825,6	72.361,9	64.315,9	-
Euros	118.871,5	118.664,1	94.205,2	94.205,2	82.742,5	74.569,0	66.564,8	59.484,7	-
Acciones	8.925,1	11.418,0	10.772,1	10.772,1	6.970,4	5.859,8	4.589,8	3.549,0	-
Participaciones en fondos de inversión	15.986,0	23.414,2	13.149,1	13.149,1	8.659,6	7.036,7	5.161,5	3.678,9	-
Renta fija	90.220,7	78.933,4	65.972,8	65.972,8	64.362,8	59.588,6	55.157,3	50.896,3	-
Warrants y opciones internacionales	3.739,7	4.898,7	4.311,2	4.311,2	2.749,7	2.083,0	1.654,6	1.359,0	-
Cartera no cotizada	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	1,6	1,6	-
Resto	12.718,5	13.983,3	11.204,6	11.204,6	7.571,0	7.256,6	5.797,1	4.831,2	-
Acciones	7.019,5	7.343,0	5.964,0	5.964,0	3.972,9	3.823,9	3.104,1	2.564,9	-
Participaciones en fondos de inversión	4.395,6	5.491,5	4.477,8	4.477,8	3.097,6	3.018,0	2.325,3	1.870,4	-
Renta fija	1.204,8	1.011,7	631,1	631,1	413,5	386,2	336,8	356,7	-
Warrants y opciones internacionales	97,2	136,0	130,8	130,8	86,4	27,7	30,2	38,5	-
Cartera no cotizada	1,4	1,2	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	-
Saldo neto (Deudores - Acreedores)	-1.280,3	-58,8	444,5	444,5	393,9	178,8	476,1	524,5	-

1. No se incluyen los datos de los Fondos de inversión libre por no disponer de los mismos debido a estar regulados por distinta circular contable.
2. Datos provisionales para IIC de inversión libre.
3. Datos disponibles: octubre 2008.



**Distribución del patrimonio social de las sociedades de inversión de carácter financiero**

CUADRO 3.5

Millones de euros	2005	2006	2007	2007		2008			
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>	
Patrimonio	27.610,0	30.152,7	31.481,5	31.481,5	29.055,9	28.415,2	27.143,2	25.422,2	
Liquidez	728,9	802,2	1.182,2	1.182,2	1.457,3	1.938,4	2.759,1	2.343,0	
Inversión en cartera	26.884,9	29.294,1	30.037,4	30.037,4	27.440,2	26.306,3	24.131,2	22.946,7	
Cartera interior	13.851,1	15.553,8	17.075,3	17.075,3	17.080,2	16.012,2	15.391,9	15.146,1	
Acciones	5.906,5	6.727,3	6.173,6	6.173,6	5.073,8	4.372,0	3.756,4	3.327,1	
Participaciones en fondos de inversión	941,2	1.095,0	1.362,3	1.362,3	1.370,6	1.311,4	1.216,1	1.187,5	
Activos monetarios públicos	128,1	463,4	382,8	382,8	386,6	348,3	403,9	460,3	
Otros valores de renta fija pública	897,0	678,2	710,2	710,2	536,7	523,1	559,9	458,0	
Activos monetarios privados	359,1	555,4	1.568,6	1.568,6	1.854,6	2.199,0	2.102,8	1.870,7	
Otra renta fija privada	397,3	554,8	620,8	620,8	702,0	930,2	943,7	879,7	
Warrants y opciones nacionales	15,3	19,7	22,1	22,1	19,5	12,9	23,0	38,0	
Adquisición temporal de activos	5.206,2	5.459,1	6.234,1	6.234,1	7.132,6	6.311,6	6.382,2	6.920,8	
Cartera no cotizada	0,3	0,8	0,8	0,8	3,7	3,6	4,1	4,1	
Cartera exterior	13.033,8	13.740,3	12.962,2	12.962,2	10.360,0	10.294,1	8.739,3	7.800,5	
Euros	9.178,6	9.847,7	9.413,7	9.413,7	7.768,0	7.711,5	6.568,0	5.938,4	
Acciones	2.885,6	3.379,9	3.367,7	3.367,7	2.319,8	2.083,2	1.633,1	1.324,3	
Participaciones en fondos de inversión	3.351,6	4.169,1	3.826,1	3.826,1	3.252,4	3.148,5	2.419,5	2.119,2	
Renta fija	2.755,8	2.041,5	2.006,7	2.006,7	2.017,6	2.308,5	2.369,1	2.339,6	
Warrants y opciones internacionales	185,7	257,2	213,1	213,1	178,3	171,2	146,2	155,2	
Cartera no cotizada	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Resto	3.855,2	3.892,6	3.548,5	3.548,5	2.592,0	2.582,6	2.171,3	1.862,1	
Acciones	2.173,9	2.104,7	1.752,2	1.752,2	1.304,0	1.298,7	1.101,1	944,0	
Participaciones en fondos de inversión	1.403,7	1.517,7	1.600,6	1.600,6	1.139,2	1.148,1	945,6	789,2	
Renta fija	270,0	234,8	183,2	183,2	138,9	123,4	111,9	119,3	
Warrants y opciones internacionales	7,5	11,3	12,5	12,5	9,9	12,3	12,7	9,6	
Cartera no cotizada	0,1	24,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Saldo neto (Deudores - Acreedores)	-3,8	56,4	261,8	261,8	158,5	170,6	252,9	132,5	

1. Datos disponibles: octubre 2008.

**Fondos de inversión de carácter financiero: Número, partícipes y patrimonio por tipo de fondo<sup>1</sup>**

CUADRO 3.6

	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III
<b>NÚMERO DE FONDOS</b>								
Total fondos de inversión	2.705	2.822	2.926	2.920	2.926	2.942	2.950	2.932
Renta fija <sup>2</sup>	624	606	600	604	600	609	614	616
Renta fija mixta <sup>3</sup>	217	212	204	203	204	203	197	195
Renta variable mixta <sup>4</sup>	222	222	207	216	207	206	205	204
Renta variable nacional	116	118	123	121	123	123	122	117
Renta variable internacional <sup>5</sup>	454	467	481	485	481	477	482	469
Garantizado renta fija	211	220	251	241	251	256	251	255
Garantizado renta variable	514	559	590	589	590	592	601	600
Fondos globales	347	418	470	461	470	476	478	476
IIC de IIC de inversión libre <sup>6</sup>	-	2	31	30	31	38	39	41
IIC de inversión libre <sup>6</sup>	-	5	21	17	21	25	23	25
<b>PARTÍCIPES</b>								
Total fondos de inversión	8.450.164	8.637.781	8.053.049	8.467.203	8.053.049	7.420.379	7.023.292	6.520.089
Renta fija <sup>2</sup>	3.071.656	2.960.879	2.763.442	2.869.191	2.763.442	2.620.712	2.498.451	2.389.795
Renta fija mixta <sup>3</sup>	492.988	524.827	493.786	511.811	493.786	434.935	359.904	319.445
Renta variable mixta <sup>4</sup>	408.757	357.013	331.214	359.667	331.214	289.184	263.926	236.645
Renta variable nacional	365.301	317.386	288.210	343.208	288.210	219.842	204.259	180.472
Renta variable internacional <sup>5</sup>	1.199.460	1.258.426	1.089.868	1.184.871	1.089.868	942.733	907.345	758.463
Garantizado renta fija	455.237	497.540	549.108	540.637	549.108	552.116	542.500	552.515
Garantizado renta variable	1.849.626	1.783.867	1.715.144	1.754.596	1.715.144	1.639.760	1.575.766	1.513.064
Fondos globales	607.139	937.843	822.277	903.222	822.277	721.097	671.141	569.690
IIC de IIC de inversión libre <sup>6</sup>	-	2	3.950	3.142	3.950	5.488	8.582	9.739
IIC de inversión libre <sup>6</sup>	-	21	1.127	251	1.127	1.335	1.429	1.583
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>								
Total fondos de inversión	262.200,9	270.406,3	255.040,9	269.907,0	255.040,9	234.043,9	214.251,8	197.305,6
Renta fija <sup>2</sup>	123.890,7	116.511,9	113.234,1	118.489,4	113.234,1	116.544,0	107.349,4	100.931,9
Renta fija mixta <sup>3</sup>	14.625,8	15.314,5	13.011,9	14.142,3	13.011,9	10.551,0	8.488,5	7.175,8
Renta variable mixta <sup>4</sup>	10.005,6	10.149,2	8.848,0	9.753,4	8.848,0	6.811,6	5.990,9	5.092,8
Renta variable nacional	9.741,7	10.416,4	7.839,4	8.353,3	7.839,4	5.369,9	4.584,1	3.612,5
Renta variable internacional <sup>5</sup>	20.925,1	24.799,6	22.698,4	26.453,8	22.698,4	14.962,8	13.433,5	10.472,7
Garantizado renta fija	13.442,0	14.484,8	17.674,4	16.291,2	17.674,4	19.253,8	19.841,0	20.968,0
Garantizado renta variable	45.839,8	44.796,6	42.042,1	43.365,6	42.042,1	38.521,4	35.633,2	33.782,8
Fondos globales	23.730,1	33.933,3	29.692,6	33.058,2	29.692,6	22.029,4	18.931,4	15.269,2
IIC de IIC de inversión libre <sup>6</sup>	-	0,6	1.000,6	829,2	1.000,6	1.129,6	1.389,6	1.427,5
IIC de inversión libre <sup>6</sup>	-	24,4	445,8	210,2	445,8	546,3	603,9	597,7

1. Fondos que han remitido estados reservados (no incluye por tanto fondos en proceso de disolución o liquidación).

2. Incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, Renta fija internacional y Monetarios. Hasta diciembre de 2006 incluía FIAMM.

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

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

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

6. Datos provisionales para IIC de IIC de inversión libre y para IIC de inversión libre.

## Fondos de inversión de carácter financiero: Distribución de los partícipes y del patrimonio según la naturaleza de los partícipes

CUADRO 3.7

			2007		2008			
	2005	2006	2007	IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>PARTÍCIPES</b>	8.450.164	8.637.804	8.058.126	8.058.126	7.427.202	7.033.303	6.531.411	6.190.398
Personas físicas	8.202.638	8.389.315	7.818.701	7.818.701	7.206.815	6.827.129	6.340.598	6.008.226
Residentes	8.101.310	8.292.264	7.725.443	7.725.443	7.116.692	6.740.765	6.259.219	5.930.143
No residentes	101.328	97.051	93.258	93.258	90.123	86.364	81.379	78.083
Personas jurídicas	247.526	248.489	239.425	239.425	220.387	206.174	190.813	182.172
Entidades de crédito	1.634	1.609	2.276	2.276	1.130	1.192	1.163	1.042
Otros agentes residentes	244.223	244.980	235.298	235.298	217.441	203.254	187.999	179.512
Entidades no residentes	1.669	1.900	1.851	1.851	1.816	1.728	1.651	1.618
<b>PATRIMONIO</b> (millones de euros)	262.200,9	270.431,3	256.487,3	256.487,3	235.719,8	216.245,3	199.328,8	186.113,3
Personas físicas	193.948,6	201.411,0	190.980,6	190.980,6	175.579,4	162.024,9	150.882,4	141.883,2
Residentes	190.753,2	198.330,5	188.210,0	188.210,0	173.073,0	159.705,6	148.777,6	139.906,3
No residentes	3.195,4	3.080,5	2.770,6	2.770,6	2.506,4	2.319,3	2.104,8	1.976,9
Personas jurídicas	68.252,3	69.020,3	65.506,7	65.506,7	60.140,4	54.220,5	48.446,4	44.230,2
Entidades de crédito	4.253,2	5.318,0	5.920,9	5.920,9	3.700,6	3.552,0	3.608,6	2.566,0
Otros agentes residentes	62.749,8	61.646,6	57.670,6	57.670,6	54.904,4	48.892,1	43.178,0	40.256,7
Entidades no residentes	1.249,4	2.055,7	1.915,2	1.915,2	1.535,4	1.776,4	1.659,8	1.407,5

1. Datos disponibles: octubre 2008.

## Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo<sup>1</sup>

CUADRO 3.8

Millones de euros				2007		2008		
	2005	2006	2007	III	IV	I	II	III
<b>SUSCRIPCIONES</b>								
Total fondos de inversión <sup>2</sup>	169.807,0	194.787,4	180.943,6	42.610,5	41.508,2	47.016,2	33.450,6	23.895,9
Renta fija	108.566,1	118.705,9	116.323,9	30.580,5	26.566,0	37.510,5	22.581,5	17.342,5
Renta fija mixta	6.677,3	8.476,6	5.859,4	1.141,7	955,7	620,2	315,9	239,0
Renta variable mixta	2.065,2	2.783,6	2.749,8	635,6	452,2	278,9	606,0	250,9
Renta variable nacional	5.588,5	5.590,4	4.402,4	482,5	943,4	414,5	344,4	157,1
Renta variable internacional	14.006,2	17.662,3	16.631,5	3.215,9	2.971,3	1.867,3	1.545,7	926,3
Garantizado renta fija	6.923,9	6.126,2	9.161,3	2.191,3	2.981,1	3.286,2	2.983,5	2.692,4
Garantizado renta variable	13.520,7	8.914,1	8.070,6	1.316,4	3.095,7	1.089,4	3.120,4	1.549,5
Fondos globales	12.459,2	26.528,3	17.744,2	3.046,3	3.542,7	1.949,1	1.953,1	738,3
Fondos de fondos de inversión libre <sup>4</sup>	-	0,6	1.071,2	232,8	215,5	200,1	447,3	165,9
Fondos de inversión libre <sup>4</sup>	-	24,4	380,8	62,2	243,0	164,1	77,8	8,2
<b>REEMBOLSOS</b>								
Total fondos de inversión <sup>3</sup>	155.304,2	198.600,1	202.827,4	48.647,5	56.448,9	62.032,7	52.061,9	39.354,3
Renta fija	107.150,9	127.469,1	122.178,3	28.982,4	32.605,9	35.049,1	32.357,6	24.503,3
Renta fija mixta	4.339,6	7.048,4	7.809,6	2.049,5	2.128,0	2.861,9	1.891,3	1.437,2
Renta variable mixta	2.602,5	3.644,7	4.023,0	999,2	1.106,9	1.675,7	1.245,2	882,7
Renta variable nacional	5.323,3	7.824,6	6.723,3	1.429,0	1.682,8	1.979,7	733,9	868,4
Renta variable internacional	11.390,2	16.490,9	20.073,1	5.242,4	5.833,8	6.456,5	2.735,1	2.383,1
Garantizado renta fija	7.014,0	5.029,3	6.430,6	1.897,1	1.712,0	2.085,8	1.867,5	1.785,4
Garantizado renta variable	8.931,6	11.830,1	11.602,6	2.142,1	4.437,3	3.647,6	5.929,2	3.924,0
Fondos globales	8.552,1	19.263,1	23.986,6	5.905,5	6.942,2	8.276,4	5.302,1	3.570,2
Fondos de fondos de inversión libre <sup>4</sup>	-	0,0	65,9	11,1	53,2	98,7	234,5	101,5
Fondos de inversión libre <sup>4</sup>	-	0,1	2,6	0,45	2,1	50,9	26,5	14,5

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 2008, del orden de 1.300 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 2008, del orden de 3.200 millones de euros.

4. Datos provisionales para IIC de IIC de inversión libre y para IIC de inversión libre.

## Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo: Suscripciones/ reembolsos netos y rendimientos netos

CUADRO 3.9

Millones de euros				2007		2008		
	2005	2006	2007	III	IV	I	II	III
<b>SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	14.444,3	-4.524,5	-21.877,7	-5.995,1	-14.990,5	-14.950,1	-18.602,1	-15.158,3
Renta fija	1.445,5	-9.423,4	-5.852,4	1.601,6	-6.029,3	2.480,0	-9.672,7	-7.021,1
Renta fija mixta	2.349,6	1.539,2	-1.942,0	-909,6	-1.163,6	-2.238,2	-1.739,2	-1.221,8
Renta variable mixta	-546,5	-854,7	-1.277,0	-367,8	-655,8	-1.391,2	-648,4	-636,4
Renta variable nacional	276,0	-2.219,4	-2.314,4	-940,2	-745,6	-1.561,2	-412,4	-606,9
Renta variable internacional	2.652,4	1.133,8	-3.342,6	-2.007,2	-2.817,5	-4.553,7	-1.156,9	-1.462,7
Garantizado renta fija	-354,4	1.018,9	2.714,6	294,6	1.174,5	1.190,9	1.041,5	979,4
Garantizado renta variable	4.693,6	-3.021,1	-3.604,9	-802,2	-1.340,2	-2.564,4	-2.830,0	-2.545,1
Fondos globales	3.928,2	7.302,1	-6.258,9	-2.864,3	-3.412,9	-6.312,3	-3.183,9	-2.643,7
Fondos de fondos de inversión libre	-	0,6	1.005,5	221,7	162,6	107,9	215,5	66,1
Fondos de inversión libre	-	24,3	164,7	61,8	241,0	113,3	51,4	-5,9
<b>RENDIMIENTOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	11.670,2	12.733,7	6.517,0	-696,7	125,6	-6.045,6	-1.188,8	-1.808,9
Renta fija	1.837,6	2.260,2	3.073,5	723,6	771,5	599,0	618,0	483,4
Renta fija mixta	620,3	606,6	271,8	-30,6	15,6	-287,1	-111,9	-98,4
Renta variable mixta	1.053,4	984,2	261,5	-120,3	-39,4	-645,2	-172,3	-265,3
Renta variable nacional	1.623,7	2.882,9	768,3	-229,8	215,1	-908,3	-373,4	-394,2
Renta variable internacional	3.507,1	2.736,1	251,5	-942,1	-905,3	-3.191,1	-372,4	-1.463,8
Garantizado renta fija	222,8	112,3	334,7	164,0	42,8	188,7	-11,8	156,2
Garantizado renta variable	1.635,5	1.995,2	1.105,8	25,0	144,6	-1.075,9	-719,8	140,2
Fondos globales	1.169,8	1.156,2	450,2	-286,3	-119,4	-725,7	-45,1	-366,8
Fondos de fondos de inversión libre	-	0,0	-9,6	-16,7	4,8	5,5	23,3	-29,6
Fondos de inversión libre	-	0,1	0,2	-3,9	-5,3	-12,4	7,0	-1,9

## Detalle de los rendimientos netos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario <sup>1</sup>	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III
<b>RENDIMIENTOS DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	5,87	5,73	3,45	0,02	0,32	-2,24	-0,30	-0,66
Renta fija	2,31	2,51	3,32	0,79	0,85	0,68	0,71	0,63
Renta fija mixta	6,18	5,30	2,98	0,11	0,44	-2,17	-0,84	-0,94
Renta variable mixta	12,96	11,31	4,25	-0,78	-0,01	-8,18	-2,18	-4,36
Renta variable nacional	20,10	30,10	9,14	-2,13	3,01	-15,02	-6,58	-9,21
Renta variable internacional	22,82	13,82	2,78	-2,95	-3,19	-18,34	-2,00	-11,67
Garantizado renta fija	2,45	1,67	3,25	1,22	1,02	1,16	0,09	0,91
Garantizado renta variable	5,26	5,86	3,65	0,44	0,47	-2,32	-1,71	0,78
Fondos globales	7,41	4,84	2,57	-0,52	-0,07	-2,64	0,09	-1,90
Fondos de fondos de inversión libre	-	ns	-1,36	-1,83	1,04	0,38	2,86	-1,88
Fondos de inversión libre	-	ns	0,57	-1,64	-0,69	-2,38	2,58	-0,31
<b>GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	1,07	1,04	1,00	0,25	0,24	0,23	0,22	0,22
Renta fija	0,73	0,63	0,61	0,15	0,15	0,15	0,14	0,15
Renta fija mixta	1,24	1,21	1,13	0,29	0,29	0,29	0,29	0,30
Renta variable mixta	1,69	1,63	1,54	0,39	0,39	0,38	0,38	0,39
Renta variable nacional	1,77	1,83	1,59	0,41	0,42	0,42	0,41	0,39
Renta variable internacional	1,80	1,78	1,70	0,41	0,41	0,42	0,41	0,41
Garantizado renta fija	0,77	0,75	0,62	0,17	0,16	0,14	0,13	0,13
Garantizado renta variable	1,38	1,34	1,30	0,34	0,34	0,34	0,33	0,33
Fondos globales	1,41	1,26	1,16	0,25	0,26	0,28	0,27	0,27
Fondos de fondos de inversión libre	-	ns	1,15	0,42	0,43	0,47	0,42	0,36
Fondos de inversión libre	-	ns	1,39	0,09	0,67	0,56	0,61	0,57
<b>GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO<sup>2</sup></b>								
Total fondos de inversión	0,10	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,09	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,11	0,10	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,11	0,11	0,10	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable nacional	0,11	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable internacional	0,11	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,09	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,11	0,11	0,10	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Fondos globales	0,09	0,10	0,10	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02
Fondos de fondos de inversión libre	-	ns	0,06	0,02	0,02	0,02	0,03	0,02
Fondos de inversión libre	-	ns	0,33	0,05	0,05	0,04	0,05	0,05

1. En el caso de los fondos de inversión libre, % sobre patrimonio medio mensual.

2. En el caso de los fondos de inversión libre, la cifra que aparece en este apartado son los "gastos de financiación".

ns: Dato no significativo.

## Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por tipo de fondo

CUADRO 3.11

En %	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III
Total fondos de inversión	5,00	5,59	2,73	-0,15	0,10	-1,96	-0,56	-0,79
Renta fija	1,53	1,95	2,71	0,63	0,68	0,54	0,57	0,48
Renta fija mixta	5,00	4,18	1,93	-0,16	0,18	-2,32	-1,29	-1,29
Renta variable mixta	11,85	10,34	2,69	-1,17	-0,40	-7,56	-2,91	-4,73
Renta variable nacional	20,60	33,25	8,02	-2,42	2,53	-12,01	-7,66	-9,73
Renta variable internacional	24,18	14,98	2,13	-2,80	-3,28	-15,06	-2,73	-11,31
Garantizado renta fija	1,66	0,83	2,78	1,03	0,84	1,02	-0,01	0,80
Garantizado renta variable	3,95	4,66	2,44	0,13	0,12	-2,56	-1,94	0,42
Fondos globales	6,16	4,01	1,47	-0,70	-0,38	-2,56	-0,29	-2,17
Fondos de fondos de inversión libre	-	ns	-0,43	-2,14	1,22	-2,31	2,20	-7,56
Fondos de inversión libre	-	ns	0,84	-2,20	-1,31	-1,95	1,48	-0,29

ns: Dato no significativo.

## SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 3.12

	2005	2006	2007	2007		2008		
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE CARTERAS</b>								
Fondos de inversión	2.723	2.850	2.954	2.954	2.956	2.968	2.954	2.953
Sociedades de inversión	2.989	3.049	3.181	3.181	3.217	3.256	3.261	3.256
IIC de IIC de inversión libre	-	2	31	31	38	39	41	41
IIC de inversión libre	-	5	21	21	25	23	25	25
Fondos de inversión inmobiliaria	7	9	9	9	9	9	9	9
Sociedades de inversión inmobiliaria	6	8	9	9	8	8	8	8
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)</b>								
Fondos de inversión	262.200,9	270.406,3	255.040,9	255.040,9	234.043,9	214.251,8	197.305,6	184.151,4
Sociedades de inversión	25.486,0	28.992,7	30.300,0	30.300,0	27.984,8	27.394,2	26.149,4	24.522,3
IIC de IIC de inversión libre	-	0,6	1.000,6	1.000,6	1.129,6	1.389,6	1.427,5	1.385,0
IIC de inversión libre	-	24,4	445,8	445,8	546,3	603,9	597,7	576,9
Fondos de inversión inmobiliaria	6.476,9	8.595,9	8.608,5	8.608,5	8.563,8	8.394,0	8.166,7	8.175,9
Sociedades de inversión inmobiliaria	213,9	456,1	512,9	512,9	349,0	359,2	363,8	365,5

1. Datos disponibles: octubre 2008.

## IIC extranjeras comercializadas en España

CUADRO 3.13

	2005	2006	2007	2007		2008		
				III	IV	I	II	III
<b>VOLUMEN DE INVERSIÓN<sup>1</sup></b> (millones de euros)	33.614,7	44.102,9	37.092,7	44.847,4	37.092,7	30.184,5	28.581,0	22.046,4
Fondos	8.267,2	12.099,3	7.010,3	10.530,7	7.010,3	5.004,9	4.313,5	3.064,6
Sociedades	25.347,4	32.003,5	30.082,4	34.316,7	30.082,4	25.179,6	24.267,5	18.981,8
<b>Nº DE INVERSORES</b>	560.555	779.165	850.931	834.914	850.931	729.321	697.732	648.457
Fondos	104.089	144.139	142.782	158.925	142.782	137.933	124.446	112.064
Sociedades	456.466	635.026	708.149	675.989	708.149	591.388	573.286	536.393
<b>Nº DE INSTITUCIONES</b>	260	340	440	397	440	465	490	535
Fondos	115	164	225	197	225	241	253	290
Sociedades	145	176	215	200	215	224	237	245
<b>ESTADO DE ORIGEN</b>								
Luxemburgo	161	189	229	210	229	241	253	265
Francia	47	83	122	105	122	127	138	148
Irlanda	35	46	52	50	52	59	59	63
Alemania	11	12	15	15	15	15	15	16
Reino Unido	5	6	12	11	12	13	13	14
Holanda	1	1	1	1	1	1	1	1
Austria	-	1	5	1	5	5	5	22
Bélgica	-	1	3	3	3	3	5	5
Malta	-	1	1	1	1	1	1	1

1. Volumen de inversión: Importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del período, por su valor en euros en dicha fecha.

## Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 3.14

	2005	2006	2007	2007		2008		
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>FONDOS</b>								
Número	7	9	9	9	9	9	9	9
Partícipes	118.857	150.304	145.510	145.510	144.197	141.037	135.307	127.801
Patrimonio (millones de euros)	6.476,9	8.595,9	8.608,5	8.608,5	8.563,8	8.394,0	8.166,7	8.175,9
Rentabilidad (%)	5,35	6,12	1,27	1,27	1,16	0,89	0,35	0,08
<b>SOCIEDADES</b>								
Número	6	8	9	9	8	8	8	8
Accionistas	256	749	843	843	839	839	938	938
Patrimonio (millones de euros)	213,9	456,1	512,9	512,9	349,0	359,2	363,8	365,5

1. Datos disponibles: octubre 2008. En este caso, la rentabilidad es mensual.