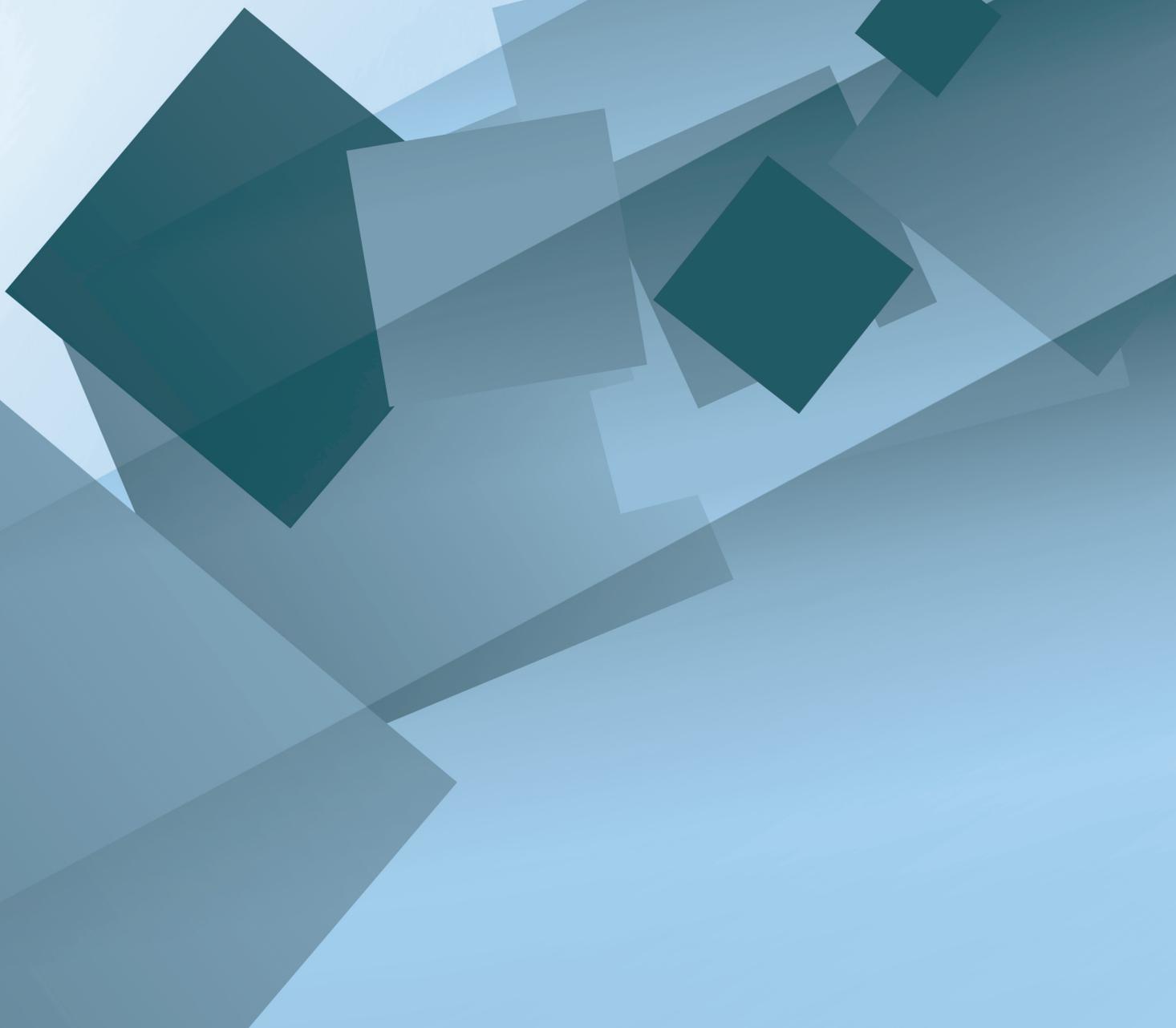




BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre IV
2009



BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre IV
2009**

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

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

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

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

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

ISSN (edición impresa): 1887-7044

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Depósito Legal: M-17779-2007

Imprime: Gráficas Marte, S.A.

Índice

I	Informe de coyuntura de mercados	9
II	Informes y análisis	39
	Evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en el primer semestre de 2009	41
	Belén de Anta Montero y Óscar Casado Galán	
	La nueva estructura de la supervisión financiera europea	59
	Montserrat Martínez Parera y Víctor Rodríguez Quejido	
	Los esquemas de compensación de inversores en la Unión Europea	77
	Elías López Blanco	
	Proceso de consolidación de las infraestructuras de mercado	105
	Javier González Pueyo	
III	Novedades regulatorias	129
	Las obligaciones de mantenimiento de registros de las entidades supervisadas	131
	Adela Aguilar Fernández	
IV	Anexo legislativo	143
V	Anexo estadístico	151

Abreviaturas

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

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

I Informe de coyuntura de mercados ^(*)

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

1 Panorámica general

El entorno macroeconómico internacional ha mejorado considerablemente a lo largo del segundo semestre del año, aunque todavía persisten importantes riesgos para la recuperación de la economía mundial. Los diversos planes y medidas de impulso aprobados por los gobiernos de la mayoría de los países alcanzaron su máximo efecto sobre la actividad durante este semestre, permitiendo que buena parte de las economías más importantes del planeta abandonaran técnicamente la recesión entre el segundo y el tercer trimestre. La mejoría del marco económico ha venido de la mano de una reducción gradual de la incertidumbre agregada que en el plano financiero se ha traducido, a partir del segundo trimestre, en revalorizaciones notables en los precios de la renta variable, en caídas en las primas de riesgo de la deuda privada y, en general, en una notable recuperación de la normalidad en las condiciones presentes en la mayoría de los mercados financieros. Con todo, es importante resaltar que en las últimas semanas del año¹, las dudas que todavía persisten sobre la firmeza y sostenibilidad del crecimiento a escala mundial han impedido nuevos avances hacia la total normalidad de los mercados financieros.

Los mercados de renta fija a corto plazo continúan marcados por unas condiciones monetarias ampliamente expansivas en la mayoría de países, con tipos de interés oficiales que se mantienen en mínimos históricos. Así, los tipos de interés a corto plazo continuaron descendiendo en el segundo semestre del año, agotando tanto en EE.UU. como en Europa cualquier recorrido adicional a la baja. En los plazos más largos se observaron descensos en los tipos de interés de la deuda pública durante el tercer trimestre del año y una cierta estabilidad en los mismos en el último trimestre. La debilidad del crecimiento económico en un marco de ausencia de tensiones inflacionistas y el papel que mantiene la deuda pública como activo refugio subyacen detrás de los movimientos a la baja en las rentabilidades de la deuda pública. No obstante, el deterioro de las finanzas públicas en algunas economías presiona al alza su tendencia. En el ámbito de la renta fija privada, las primas de riesgo descendieron sustancialmente a lo largo del tercer trimestre y se estabilizaron en la última parte del año. Estos últimos niveles son ya similares a los observados durante los tiempos de normalidad en los mercados, al menos en el caso de las sociedades de mayor calidad crediticia.

Las tendencias más reseñables en los mercados de divisas a lo largo del segundo semestre del año incluyen la depreciación del dólar respecto al euro y la estabilidad del tipo de cambio del yen frente al euro. La depreciación del dólar a lo largo de este periodo puede ser atribuida a los reducidos niveles en los tipos de interés de la economía norteamericana y al elevado volumen de las operaciones no convencionales de expansión cuantitativa llevadas a cabo por la Reserva Federal.

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

En el ámbito nacional, los últimos datos de crecimiento publicados por el INE correspondientes al tercer trimestre del año revelan una clara desaceleración en el ritmo de deterioro de la economía española, si bien se constata un cierto retraso en la recuperación de la economía española respecto a otras economías europeas. En este marco, caracterizado, además, por un deterioro notable del mercado de trabajo y de las finanzas públicas, las entidades financieras españolas continúan haciendo uso de las diferentes medidas aprobadas por el Gobierno² y por el BCE para financiarse. De hecho, desde el recrudecimiento de la crisis en septiembre de 2008, sólo las entidades de mayor tamaño acceden a los mercados mayoristas tradicionales sin ningún apoyo estatal. Además, en los últimos meses, las emisiones de bonos de titulización han descendido en favor de otros instrumentos como las cédulas hipotecarias, una parte importante de las cuales está siendo utilizada en operaciones con el BCE, o las participaciones preferentes, que están siendo empleadas para fortalecer los recursos propios de las entidades de crédito.

Por su parte, los mercados financieros nacionales también se han visto favorecidos en los últimos meses por un entorno de menor incertidumbre, que se ha traducido en una sustancial revalorización del Ibex 35. Desde los mínimos alcanzados el pasado mes de marzo, este índice acumula al cierre de este boletín ganancias superiores al 70%. La segunda mitad del año también ha sido testigo de una disminución paulatina de la volatilidad del mercado y de una cierta recuperación de la contratación (en promedio diario), sobre todo en el último trimestre. Una parte importante de esta recuperación está ligada a la buena evolución de las cotizaciones de las entidades financieras que, a partir de unos niveles extraordinariamente bajos, han registrado elevados crecimientos durante el segundo semestre. Por el contrario, las empresas inmobiliarias han sufrido en este periodo una fuerte corrección.

A lo largo de 2009, los tipos de interés a corto plazo de la deuda privada y pública han continuado la pauta descendente iniciada en el último trimestre de 2008, hasta niveles históricamente reducidos, mientras que los tipos a más largo plazo en ambos segmentos también han experimentado un recorte generalizado en el segundo semestre del año. Las primas de riesgo (medidas a través de los precios de los CDS) han descendido notablemente tanto para las entidades financieras como para las no financieras, si bien las primeras muestran una ligera subida en la última parte del año.

Los tipos de interés a largo plazo se mostraron relativamente estables en la última parte del año, incluso después del reciente anuncio de una “perspectiva desfavorable” sobre el *rating* de la deuda soberana española por parte de la agencia Standard & Poor’s (9 de diciembre de 2009). No obstante, dicho anuncio, junto con la incertidumbre generalizada que ha seguido a los graves problemas de sostenibilidad fiscal en Grecia, ha provocado un moderado aumento de la percepción del riesgo asociado a la deuda soberana española, elevando el CDS del bono soberano por encima de los cien puntos básicos³, algo que no sucedía desde el pasado mes de junio.

2 Las emisiones de bonos por entidades financieras con aval del Estado en 2009 superan los 47.000 millones de euros, lo que supone el 24,8% del total de emisiones de renta fija a largo plazo registrado en la CNMV y el 77% de las emisiones totales de bonos.

3 A fecha 18 de diciembre, el CDS del bono español a cinco años cotizaba a 109,4 puntos básicos.

	I 09	II 09	III 09	IV 09*
Tipos de interés a corto plazo				
(%)¹				
Tipo de interés oficial	1,50	1,00	1,00	1,00
Euribor 3 meses	1,64	1,23	0,77	0,72
Euribor 12 meses	1,91	1,61	1,26	1,24
Tipos de cambio²				
Dólar / euro	1,33	1,41	1,46	1,45
Yen / euro	131,17	135,51	131,07	130,22
Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo³				
Zona euro				
3 años	2,25	1,60	1,78	1,67
5 años	2,41	2,45	2,45	2,30
10 años	3,14	3,59	3,34	3,22
EE.UU.				
3 años	1,33	1,75	1,47	1,25
5 años	1,83	2,72	2,41	2,22
10 años	2,83	3,73	3,42	3,49
Primas de riesgo de la deuda privada: diferencial respecto a la deuda pública a 10 años (p.b.)³				
Zona euro				
<i>High yield</i>	2.072	1.370	897	728
BBB	711	447	287	245
AAA	244	82	40	28
EE.UU.				
<i>High yield</i>	1.690	969	743	614
BBB	666	379	253	203
AAA	409	104	64	56
Mercados de renta variable				
Rentabilidad de los principales índices bursátiles internacionales (%)⁴				
Euro Stoxx 50	-15,4	16,0	19,6	0,6
Dow Jones	-13,3	11,0	15,0	7,6
Nikkei	-8,5	22,8	1,8	-0,5
Rentabilidad de otros índices (%)				
Merval (Argentina)	4,3	41,0	30,7	6,7
Bovespa (Brasil)	9,0	25,8	19,5	12,7
Shanghai Comp (China)	30,3	24,7	-6,1	17,8
BSE (India)	-0,9	53,2	17,9	0,0
Mercado bursátil español				
Rentabilidad del Ibex 35 (%)	-15,0	25,2	20,1	-0,2
PER del Ibex 35 ⁵	8,24	10,27	12,50	12,13
Volatilidad del Ibex 35 (%) ⁶	41,91	30,45	24,57	25,00
Contratación en el SIBE ⁷	2.910,58	3.619,11	3.263,71	3.944,40

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

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

- 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 segundo trimestre de 2009 corresponden al 15 de diciembre.
- 3 Promedio mensual de datos diarios. Los datos del cuarto trimestre de 2009 abarcan del 1 al 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 2009 son del 15 de diciembre.
- 6 Volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento a final del periodo. El dato del cuarto trimestre de 2009 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 2009 corresponden hasta el 15 de diciembre.

2 Entorno financiero exterior

2.1 Tipos de interés a corto plazo

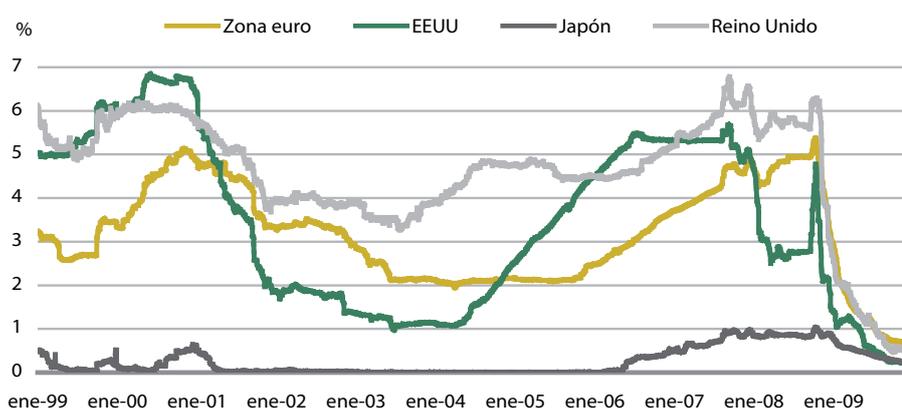
La evolución de los mercados monetarios en el segundo semestre continuó marcada por la estabilidad de los tipos de interés oficiales en torno a niveles de mínimos históricos en casi todas las áreas geográficas de referencia. Al mismo tiempo, las tensiones en los mercados interbancarios, evaluadas a través de los diferenciales de tipos de interés entre las operaciones depo y repo, que comenzaron a hacerse patentes en el verano de 2007, han continuado cediendo e, incluso, se puede decir que en EE.UU. han remitido completamente.

La fragilidad de la recuperación de la actividad económica, aún incipiente, en un marco de ausencia de tensiones inflacionistas y de fuerte deterioro de los mercados de trabajo, ha llevado a la mayoría de los bancos centrales a mantener invariables sus tipos de interés oficiales a lo largo de la segunda mitad de año⁴. En EE.UU., éstos permanecen en la banda 0-0,25%, en la zona euro en el 1,0%, en Japón en el 0,10% y en el Reino Unido en el 0,5%.

En este contexto, los tipos de interés a corto plazo en los mercados interbancarios a diferentes plazos siguieron descendiendo durante estos últimos meses, aunque el margen para caídas adicionales ya es muy reducido (véase el gráfico 1). De hecho, en el cuarto trimestre de 2009 la moderación de los tipos de interés fue marginal (e incluso en el Reino Unido se incrementaron levemente). En conjunto, la segunda mitad de año mostró una caída de tipos de interés en EE.UU., Reino Unido y en la zona euro que osciló entre los 40 p.b. y los 70 p.b. dependiendo del plazo (véase el cuadro 2). En Japón el descenso de los tipos osciló en torno a 20 p.b.

Tipos de interés a tres meses¹

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 15 de diciembre.

En cuanto a las curvas de tipos, la pendiente doce meses – tres meses se incrementó levemente en la zona euro desde los 38 p.b. en junio hasta los 53 p.b. en diciembre,

⁴ Únicamente en Australia, Nueva Zelanda y Noruega se han producido incrementos en los tipos de interés oficiales.

por el mayor descenso de los tipos a más corto plazo. Por el contrario, en EE.UU. la pendiente descendió cerca de 30 p.b. hasta los 76 p.b. debido al mayor descenso de los tipos a 12 meses.

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 2

%	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	mar-09	jun-09	sep-09	dic-09 ²
Zona euro								
Oficial ³	2,25	3,50	4,00	2,50	1,50	1,00	1,00	1,00
3 meses	2,47	3,69	4,84	3,27	1,64	1,23	0,77	0,72
6 meses	2,60	3,79	4,81	3,34	1,77	1,44	1,04	1,00
12 meses	2,79	3,93	4,79	3,43	1,91	1,61	1,26	1,24
EE.UU.								
Oficial ⁴	4,25	5,25	4,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3 meses	4,49	5,36	4,97	1,80	1,27	0,62	0,30	0,25
6 meses	4,67	5,35	4,82	2,15	1,83	1,18	0,68	0,47
12 meses	4,84	5,24	4,42	2,36	2,12	1,68	1,27	1,01
Reino Unido								
Oficial	4,75	4,50	5,00	2,00	0,50	0,50	0,50	0,50
3 meses	4,83	4,58	5,26	2,99	1,86	1,23	0,62	0,65
6 meses	4,87	4,58	5,34	3,12	2,16	1,49	0,88	0,95
12 meses	4,89	4,60	5,47	3,25	2,46	2,13	1,36	1,45
Japón								
Oficial ⁵	0,15	0,25	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
3 meses	0,07	0,56	0,98	0,91	0,62	0,48	0,36	0,28
6 meses	0,08	0,63	1,03	1,01	0,79	0,71	0,56	0,48
12 meses	0,12	0,74	1,10	1,12	0,95	0,88	0,80	0,70

Fuente: Thomson Datastream.

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

En cuanto a los desarrollos más probables para los próximos meses, hay que destacar que las expectativas sobre los tipos de interés oficiales apuntan hacia su permanencia en los niveles mínimos actuales, al menos durante varios trimestres más. Así, los tipos de interés *forward* a tres meses en EE.UU. y en la zona euro sugieren un comportamiento estable de los tipos oficiales en los próximos meses y un incremento gradual cercano a 50 p.b. dentro de seis meses y a 100 p.b. dentro de un año.

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

CUADRO 3

%	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	dic-08	mar-09	jun-09	sep-09	dic-09 ²
Zona euro									
Contado	2,49	3,73	4,68	2,89	2,89	1,51	1,10	0,75	0,72
FRA 3x6	2,74	3,94	4,52	2,17	2,17	1,32	1,16	0,84	0,90
FRA 6x9	2,91	4,07	4,42	1,97	1,97	1,39	1,23	1,03	1,24
FRA 9x12	3,00	4,13	4,33	2,13	2,13	1,41	1,41	1,34	1,54
FRA 12x15	3,07	4,13	4,30	2,22	2,22	1,54	1,63	1,65	1,76
EE.UU.									
Contado	4,54	5,36	4,70	1,43	1,43	1,19	0,60	0,29	0,25
FRA 3x6	4,81	5,31	4,15	1,07	1,07	1,10	0,78	0,41	0,41
FRA 6x9	4,84	5,21	3,69	1,16	1,16	1,19	0,90	0,68	0,66
FRA 9x12	4,81	5,06	3,45	1,29	1,29	1,17	1,25	1,02	1,00
FRA 12x15	4,76	4,94	3,36	1,45	1,45	1,32	1,61	1,47	1,33

Fuente: Thomson Datastream.

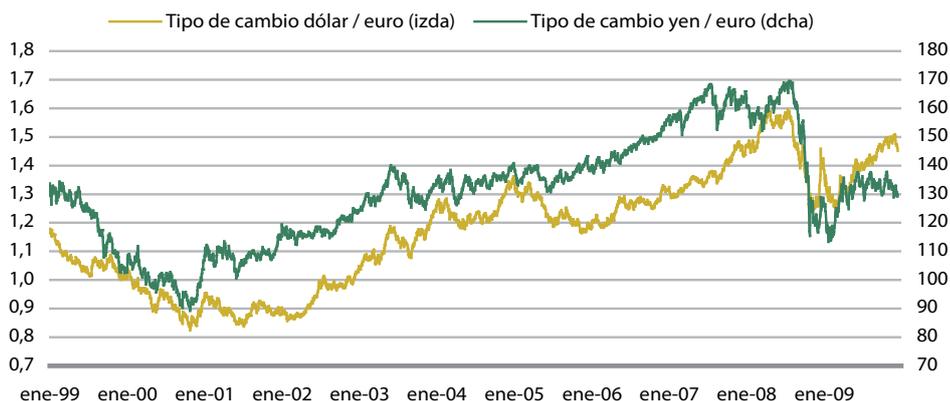
1 Datos a final de periodo.

2 El dato corresponde al 15 de diciembre.

2.2 Tipos de cambio

Las tendencias más destacables en los mercados de divisas a lo largo del segundo semestre del año incluyen la depreciación del dólar respecto al euro y la estabilidad del tipo de cambio del yen frente al euro. Así, el dólar estadounidense se ha depreciado con respecto al euro progresivamente, desde 1,40 dólares/euro a mediados de año hasta alcanzar valores cercanos a los 1,50 dólares/euro en octubre, para retornar a niveles de 1,45 dólares/euro en los días centrales de diciembre. Mientras, el tipo de cambio del yen frente al euro ha oscilado con cierta persistencia en el rango 130-135 yenes/euro durante toda la segunda mitad de año (ver el gráfico 2).

La debilidad del dólar a lo largo de este periodo puede ser atribuida a los reducidos niveles en los tipos de interés de la economía estadounidense y a la elevada magnitud de las operaciones no convencionales de expansión cuantitativa llevadas a cabo por la Reserva Federal. Más recientemente, otros factores han jugado en sentido contrario, incluyendo las manifestaciones de las autoridades monetarias estadounidenses respaldando un dólar fuerte, las limitaciones para la entrada de divisas puestas en marcha por varias economías emergentes, como Brasil y Corea del Sur, y, finalmente, el papel del dólar como divisa refugio en momentos de incertidumbre en los mercados. Las expectativas de tipos de interés muy reducidos en EE.UU. por un periodo de tiempo prolongado continúan alimentando las operaciones de *carry trade*, con endeudamiento en dólares e inversión, fundamentalmente, en activos de economías emergentes, de rendimiento esperado mucho más elevado.



Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 15 de diciembre.

2.3 Tipos de interés a largo plazo

La evolución de los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública, que había sido dispar entre las distintas áreas geográficas en el primer semestre del año, presentó un comportamiento geográfico más homogéneo en el segundo semestre, con descensos en casi todos los plazos observados (tres, cinco y diez años) que fueron más intensos en el tercer trimestre. Las causas que subyacen detrás de esta tendencia a la baja están relacionadas con la debilidad del crecimiento de la actividad, especialmente en las economías desarrolladas, en un marco de ausencia de presiones inflacionistas, y con el papel que sigue manteniendo la deuda pública como activo refugio.

En la zona euro, los tipos de interés de la deuda pública a tres, cinco y diez años finalizaron el año en el 1,7%, el 2,3% y el 3,2%, respectivamente, lo que supone un ligero aumento de siete puntos básicos (p.b.) para el bono a tres años respecto a los valores de mitad de año y descensos de 15 p.b. y de 37 p.b. para los bonos a cinco y diez años, respectivamente (véase el cuadro 4). En el Reino Unido, los tipos de interés de la deuda pública en los mismos plazos finalizaron 2009 en el 1,6%, el 2,6% y el 3,7%, 50 p.b. básicos menos para los tipos a tres años respecto a los valores de junio y en torno a 10 p.b. menos para el resto de los plazos. En EE.UU., los tipos de interés de la deuda pública en los mismos plazos quedaron a finales de 2009 en el 1,2%, el 2,2% y el 3,5%, respectivamente. Este comportamiento supone descensos respecto a los valores de junio de entre 24 y 54 p.b., dependiendo del plazo. Finalmente, en Japón, los tipos de interés de la deuda pública de largo plazo quedaron en el 0,3%, el 0,5% y el 1,3% en la deuda a tres, cinco y diez años, respectivamente, lo que supone descensos de entre 19 y 30 p.b. respecto a las cifras existentes a mediados de año.

Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo¹

CUADRO 4

%	dic-06	dic-07	dic-08	mar-09	jun-09	sep-09	dic-09 ²
Zona euro							
3 años	3,74	3,85	2,61	2,25	1,60	1,78	1,67
5 años	3,74	3,92	2,65	2,41	2,45	2,45	2,30
10 años	3,80	4,28	3,12	3,14	3,59	3,34	3,22
EE.UU.							
3 años	4,57	3,11	1,06	1,33	1,75	1,47	1,25
5 años	4,51	3,51	1,50	1,83	2,72	2,41	2,22
10 años	4,57	4,19	2,41	2,83	3,73	3,42	3,49
Reino Unido							
3 años	5,05	4,49	2,21	2,00	2,20	1,70	1,61
5 años	4,94	4,57	2,79	2,31	2,75	2,67	2,62
10 años	4,65	4,64	3,32	3,20	3,82	3,66	3,72
Japón							
3 años	0,94	0,82	0,64	0,54	0,51	0,33	0,26
5 años	1,21	1,07	0,83	0,77	0,82	0,62	0,52
10 años	1,65	1,54	1,32	1,35	1,49	1,35	1,30

Fuente: Bloomberg.

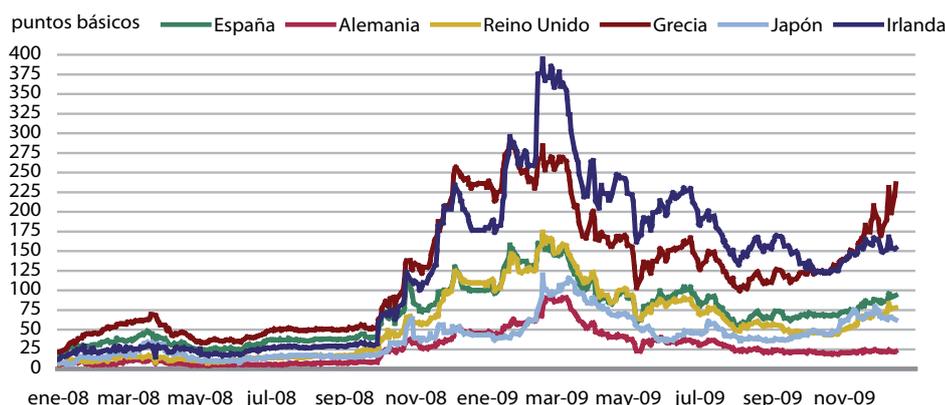
1 Promedio mensual de datos diarios.

2 El dato corresponde al promedio entre el 1 y el 15 de diciembre.

El descenso más intenso de los tipos de interés a más largo plazo en la zona euro dio lugar a una caída en la pendiente *diez años - tres años* desde 1,99 puntos porcentuales (p.p.) en junio hasta 1,55 p.p. en diciembre. Durante ese periodo, en EE.UU., donde la caída fue mayor en los plazos más cortos, esta pendiente se incrementó desde 1,98 p.p. hasta los 2,24 p.p. Los diferenciales de tipos de interés entre la zona euro y EE.UU., que se habían tornado negativos en junio (es decir, más altos en EE.UU.), volvieron a terreno positivo en diciembre en los plazos de tres y cinco años y se mantuvieron negativos en el plazo de diez años.

Con independencia del descenso más o menos intenso y/o generalizado en los tipos de interés de la deuda pública, cabe señalar el aumento percibido del riesgo de crédito en algunas deudas soberanas, especialmente en las últimas semanas, que se deriva del creciente deterioro de sus finanzas públicas. Así, las primas de riesgo de la deuda pública implícitas en los CDS a cinco años indican un aumento del riesgo de la deuda soberana de varios países como el Reino Unido, Grecia, España, Irlanda, Italia o Japón, mientras que en EE.UU., Alemania y Francia estas primas se han mantenido relativamente estables. De este modo, aunque los déficits públicos están siendo elevados con carácter general en todas las economías desarrolladas⁵, la diferente situación de partida en cada una de ellas, en términos de nivel de endeudamiento público y saldo fiscal estructural, está dando lugar a diferencias palpables entre los distintos países respecto a la sostenibilidad de las finanzas públicas.

5 Para el conjunto de países de la OCDE, se estima que el déficit público alcance el 8,25% del PIB en 2010, una cifra históricamente elevada, y que continúe cerca del 8% del PIB en 2011 en áreas como EE.UU., Reino Unido o Japón. Las previsiones de deuda pública indican que ésta superará el 100% del PIB en 2011, lo que supone 30 p.p. más que en 2007, antes del inicio de la crisis.



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta 15 de diciembre.

En el ámbito de la deuda privada, a lo largo de la segunda mitad de año se ha mantenido la recuperación del volumen de las emisiones y el descenso de las primas de riesgo de crédito de las entidades. Las primas de riesgo de crédito⁶ para sociedades de máxima calidad crediticia (AAA) descendieron hasta situarse en 28 p.b. en la zona euro y en 57 p.b. en EE.UU., al finalizar 2009, desde valores superiores a 80 y 100 p.b., respectivamente, a mediados de año (véase el cuadro 5). El descenso de las primas fue de mucha mayor cuantía en el caso de las empresas de peor calidad crediticia (*high yield*), que entre junio y diciembre de este ejercicio acumularon una caída de 642 p.b. en la zona euro y de 355 p.b. en EE.UU.

Desde una perspectiva temporal amplia, en estos momentos las primas de riesgo tanto en EE.UU. como en Europa estarían en niveles no muy diferentes de los observados en 2003; esto es, en plena fase de normalización del último episodio global de intensas turbulencias financieras. Más aún, para el caso de emisiones con la máxima calificación crediticia, los niveles de las primas se acercan ya a los observados durante los tiempos de normalidad. Otros índices de referencia para evaluar el riesgo de crédito, como CDX e Itraxx, llevan a conclusiones similares (véase el gráfico 4).

Primas de riesgo de la deuda privada¹

CUADRO 5

Diferencial respecto a la deuda pública a 10 años, puntos básicos

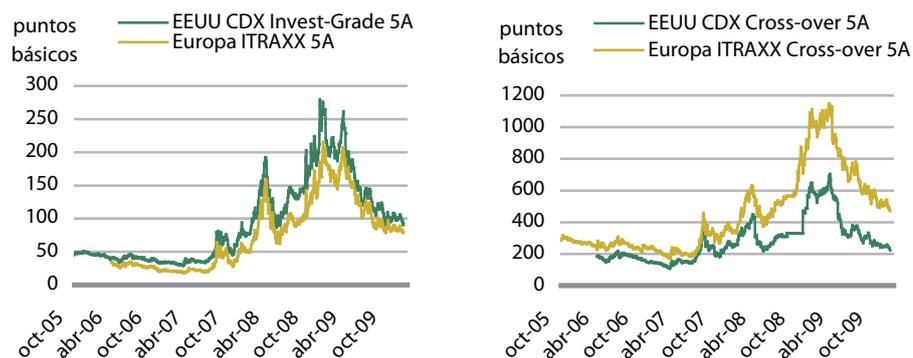
	dic-06	dic-07	dic-08	mar-09	jun-09	sep-09	dic-09 ²
Zona euro							
<i>High yield</i>	332	462	2.181	2.072	1.370	897	728
BBB	94	163	621	711	447	287	245
AAA	25	82	160	244	82	40	28
EE.UU.							
<i>High yield</i>	331	541	1.923	1.690	969	743	614
BBB	129	222	737	666	379	253	203
AAA	58	105	315	409	104	64	56

Fuente: Thomson Datastream.

1 Promedio mensual de datos diarios.

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

6 Tipo de interés de la deuda privada menos tipo de interés de la deuda pública a diez años.



Fuente: Thomson Datastream.

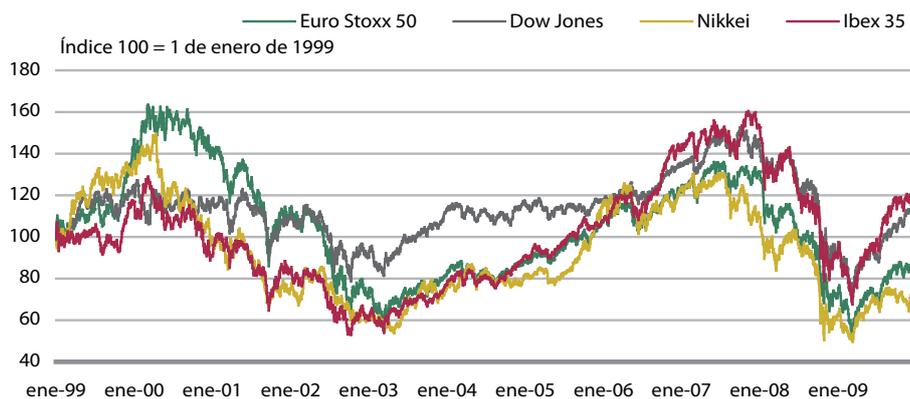
¹ Datos hasta el 15 de diciembre.

- *Investment grade*: emisiones con un *rating* de BBB- o superior en el caso de S&P o Baa3 o superior en el caso de Moody's.
- *Cross-over*: emisiones que cumplen dos condiciones: 1) tener un *rating* otorgado por una agencia que se corresponda con el menor dentro del rango de *investment grade* y 2) tener un *rating* otorgado por una segunda agencia que esté fuera del rango *investment grade*.

2.4 Las bolsas internacionales

La percepción acerca del comienzo de la recuperación de la actividad a escala mundial dio lugar a elevados crecimientos en las cotizaciones de las principales bolsas a lo largo del tercer trimestre del año, en línea con los que se habían producido en el trimestre anterior. En Europa, los rendimientos bursátiles fueron notablemente homogéneos entre las distintas plazas, al oscilar entre el 18% del Dax-30 y el 22% del índice Euronext 100 (véase el cuadro 6). En EE.UU., los tres índices contemplados en el informe (Dow Jones, S&P 500 y Nasdaq) crecieron entre un 15% y un 16%. Entre las bolsas de las economías desarrolladas, las japonesas mostraron un resultado más débil: el Nikkei ganó un modesto 1,8% y el Topix perdió un 2,1%.

A lo largo del último trimestre del año, las cotizaciones bursátiles han mostrado una cierta indefinición, posiblemente a la espera de la publicación de un conjunto de indicadores más amplio que permita valorar la fortaleza de la incipiente recuperación. En este sentido, si bien diversos indicadores de actividad indican que lo peor ha pasado, existen varios factores sobre los que aún persiste un grado elevado de incertidumbre y que, en último caso, impiden que los precios de la renta variable continúen creciendo. Entre estos factores destacan el retraso en la recuperación del mercado laboral, que no se está produciendo al mismo ritmo que la de la actividad, el deterioro de las finanzas públicas, las dudas sobre el momento y la forma adecuadas para retirar los diferentes estímulos públicos y sus posibles efectos adversos sobre la recuperación y, finalmente, la incertidumbre que aún se percibe sobre la situación de algunas entidades financieras.



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 15 de diciembre.

En este marco, las bolsas han mostrado un comportamiento dispar entre las diferentes áreas económicas desarrolladas a lo largo del cuarto trimestre y dentro de cada área. En las bolsas de la zona euro se observaron descensos e incrementos en las cotizaciones de diversa cuantía, que oscilaron entre el -3,5% del índice Mib 30 y el 2,4% del Dax 30. En Japón, los descensos oscilaron entre el -0,5% del Nikkei y el -2,8% del Topix. Por el contrario, en el Reino Unido y, especialmente, en EE.UU., las bolsas mostraron ganancias más elevadas. Así, el Nasdaq se revalorizó un 3,7% y el Dow Jones un 7,6%.

Con todo, y a pesar de estar ante un cuarto trimestre muy irregular, las ganancias acumuladas por las principales bolsas del mundo han sido elevadas, con porcentajes de revalorización que varían entre el 14% y el 40%, según el índice, para el conjunto del año, y entre el 42% y el 74% desde los mínimos de marzo. Más aún, caben pocas dudas respecto de la ausencia de precedentes históricos para un episodio de revalorización bursátil tan rápida e intensa en un contexto macroeconómico tan débil como el actual.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹ (%)

CUADRO 6

	2004	2005	2006	2007	2008	I-09	II-09	III-09	IV 09 (hasta 15 de diciembre)				
									% s/ trim. ant.	% s/dic	% inter- anual ²	% min ³	
Mundo													
MSCI World	12,8	7,6	18,0	7,1	-42,1	-12,5	19,7	16,9	2,7	25,8	29,9	68,1	
Zona Euro													
Euro Stoxx 50	6,9	21,3	15,1	6,8	-44,4	-15,4	16,0	19,6	0,6	18,0	20,0	59,6	
Euronext 100	8,0	23,2	18,8	3,4	-45,2	-12,2	13,3	21,6	1,4	22,8	24,2	53,9	
Dax 30	7,3	27,1	22,0	22,3	-40,4	-15,1	17,7	18,0	2,4	20,8	24,8	57,4	
Cac 40	7,4	23,4	17,5	1,3	-42,7	-12,8	11,9	20,9	1,0	19,1	20,4	52,2	
Mib 30	17,5	13,9	19,0	-8,0	-48,7	-15,6	20,4	19,6	-3,5	17,3	17,8	68,3	
Ibex 35	17,4	18,2	31,8	7,3	-39,4	-15,0	25,2	20,1	-0,2	27,6	30,0	72,1	
Reino Unido													
FT 100	7,5	16,7	10,7	3,8	-31,3	-11,5	8,2	20,8	3,0	19,2	23,6	49,2	
Estados Unidos													
Dow Jones	3,1	-0,6	16,3	6,4	-33,8	-13,3	11,0	15,0	7,6	19,1	22,0	59,6	
S&P 500	9,0	3,0	13,6	3,5	-38,5	-11,7	15,2	15,0	4,8	22,7	27,6	63,8	
Nasdaq-Cpte	8,6	1,4	9,5	9,8	-40,5	-3,1	20,0	15,7	3,7	39,6	45,9	73,5	
Japón													
Nikkei 225	7,6	40,2	6,9	-11,1	-42,1	-8,5	22,8	1,8	-0,5	13,8	16,4	42,3	
Topix	10,2	43,5	1,9	-12,2	-41,8	-10,0	20,2	-2,1	-2,8	3,0	4,5	24,5	

Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

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

3 Variación sobre los mínimos del año. Para determinar una fecha común se toma la fecha del mínimo del índice MSCI World (9 de marzo).

Por su parte, los niveles de volatilidad mostrados por los principales índices de renta variable siguieron descendiendo a lo largo del tercer trimestre del año y se estabilizaron en el cuarto trimestre. De hecho, los valores alcanzados por las volatilidades históricas han oscilado durante las últimas semanas en valores dentro del rango 16-22%, que pueden ser considerados como normales de acuerdo a las medias observadas durante la última década (véase el cuadro 7 y el gráfico 6).

Evolución de la volatilidad histórica de los principales índices bursátiles¹

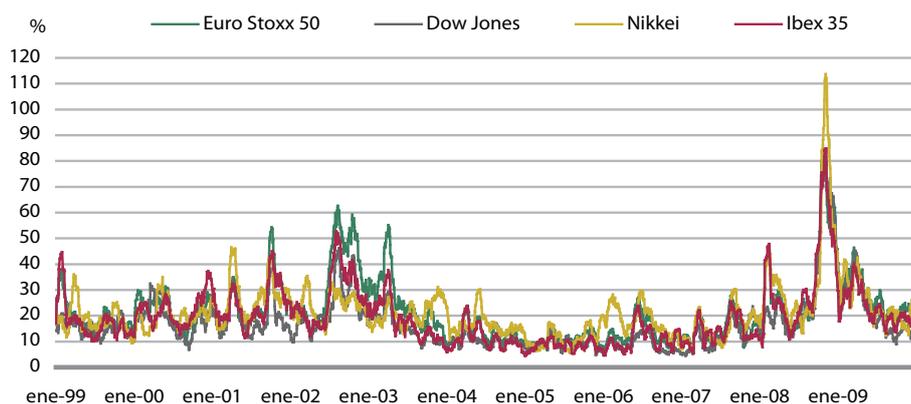
CUADRO 7

%	1999-2003	2004-2007	2006	2007	2008	I-09	II-09	III-09	IV-09 ²
Euro Stoxx 50	25,08	13,17	13,63	14,94	33,72	34,91	28,91	22,05	22,57
Dow Jones	18,83	10,75	9,41	13,11	31,60	33,16	26,27	15,89	15,47
Nikkei	22,95	16,29	19,08	16,65	38,16	34,64	28,94	21,57	19,76
Ibex 35	23,09	12,44	12,45	15,32	34,97	30,71	25,96	20,36	20,37

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.

La revalorización de las cotizaciones en las bolsas de las economías emergentes fue superior a la de las economías desarrolladas, en términos generales, en la segunda mitad de año. A su vez, este comportamiento respondió al mayor dinamismo mostrado por las economías emergentes, con unas perspectivas a medio plazo comparativamente más halagüeñas. A lo largo del tercer trimestre del año la mayoría de los índices correspondientes a las principales economías emergentes mostraron revalorizaciones sustanciales, que oscilaron entre el 13% y el 30% de las bolsas latinoamericanas, entre el 14% y el 22% de las asiáticas y entre el 24% y el 35% de los principales mercados de Europa del Este (véase el cuadro 8). En el cuarto trimestre del año, el comportamiento de las bolsas de los países emergentes continuó siendo relativamente mejor al de los mercados de valores de las economías desarrolladas, pero se observó un aumento en el grado de heterogeneidad entre ellas, con revalorizaciones de diversas cuantías y descensos (algunos significativos) en seis de los índices contemplados. Así, los mayores incrementos trimestrales se registraron en las bolsas de China (17,8%), Brasil (12,7%), Rusia (11,3%) y México (9,1%), mientras que los mayores descensos fueron protagonizados por los índices de las bolsas de Bulgaria (-13,0%), Croacia (-8,0%) y Perú (-6,6%).

En particular, las bolsas asiáticas y latinoamericanas mostraron revalorizaciones importantes en, prácticamente, todos los trimestres de 2009, lo que propició ganancias sustanciales en el conjunto del ejercicio. En Latinoamérica, destaca el crecimiento en lo que va de 2009 del índice argentino Merval (105,1%), del IGRA peruano (100,6%) y del Bovespa brasileño (84,6%). En Asia, la revalorización durante 2009 de los principales índices bursátiles de China, India o Indonesia ha sido próxima o superior al 80%. El resto de índices asiáticos han mostrado ganancias de entre el 45% y el 70%. En Europa del Este, que presenta una mayor diversidad entre las economías que componen el grupo, no hubo aumentos en las cotizaciones hasta el segundo trimestre del año, como resultado del mayor impacto de la crisis sobre estas economías y de la incertidumbre acerca de sus perspectivas macroeconómicas y financieras. Sin embargo, la publicación de algunos indicadores de actividad favorables ha propiciado un incremento de los precios de la renta variable en el segundo y el tercer trimestre del año de tal calibre, que en el conjunto del ejercicio las ganancias se sitúan en línea con las obtenidas por el resto de las economías emergentes. Éste ha sido el caso de las ganancias recogidas por las bolsas de Rusia (121%), Hungría (68,7%) y Rumanía (65,0%).

Rentabilidad de otros índices bursátiles internacionales

CUADRO 8

Índice		2007	2008	IV 08	I 09	II 09	III 09	IV 09 (hasta 15 de diciembre)			
								% trim	% s/dic 08	% anual	% min ¹
Latinoamérica											
Argentina	Merval	2,9	-49,8	-32,4	4,3	41,0	30,7	6,7	105,1	101,7	132,5
Brasil	Bovespa	43,7	-41,2	-24,2	9,0	25,8	19,5	12,7	84,6	76,0	88,6
Chile	IGPA	13,8	-19,6	-12,7	4,7	24,5	7,5	1,9	42,8	44,2	40,9
México	IPC	11,7	-24,2	-10,1	-12,3	24,2	20,0	9,1	42,5	49,0	88,1
Perú	IGRA	36,0	-59,8	-37,3	31,1	41,4	16,0	-6,6	100,6	97,3	105,1
Venezuela	IBC	-27,4	-7,4	-7,6	24,5	2,0	13,0	9,2	56,6	60,6	46,5
Asia											
China	Shangai Comp	96,7	-65,4	-20,6	30,3	24,7	-6,1	17,8	79,8	67,6	54,5
India	BSE	59,7	-55,3	-25,5	-0,9	53,2	17,9	0,0	79,1	81,7	114,7
Corea del Sur	Korea Cmp Ex	32,3	-40,7	-22,3	7,3	15,2	20,4	-0,4	48,1	50,9	55,4
Filipinas	Manila Comp	21,4	-48,3	-27,1	6,1	22,7	14,9	8,8	62,7	60,9	61,1
Hong Kong	Hang Seng	39,3	-48,3	-20,1	-5,6	35,4	14,0	4,1	51,6	47,8	92,3
Indonesia	Yakarta Comp	52,1	-50,6	-26,0	5,8	41,3	21,7	1,1	84,1	97,5	93,9
Malasia	Kuala Lumpur Comp	31,8	-39,3	-13,9	-0,5	23,2	11,8	5,7	44,9	49,1	48,1
Singapur	SES All-S'Pore	18,7	-49,2	-25,3	-3,5	37,2	14,5	4,7	58,9	60,8	92,1
Tailandia	Bangkok SET	26,2	-47,6	-24,6	-4,1	38,5	20,0	-1,0	57,7	67,1	72,5
Taiwan	Taiwan Weighted Pr.	8,7	-46,0	-19,7	13,5	23,4	16,7	4,0	70,1	74,2	68,7
Europa del Este											
Rusia	Russian RTS Index	19,2	-72,4	-47,9	9,1	43,1	27,1	11,3	121,0	114,1	142,3
Polonia	Warsaw G. Index	10,4	-51,1	-27,1	-11,7	26,6	23,5	5,9	46,2	45,7	75,2
Rumanía	Romania BET	22,1	-70,5	-31,9	-18,4	45,1	28,0	8,8	65,0	66,4	143,6
Bulgaria	Sofix	44,4	-79,7	-54,7	-22,4	28,2	34,6	-13,0	16,4	15,5	51,7
Hungría	BUX	5,6	-53,3	-35,1	-9,6	38,4	32,0	2,1	68,7	72,4	106,1
Croacia	CROBEX	63,2	-67,1	-42,4	-15,7	30,7	15,9	-8,0	17,4	24,9	60,2

Fuente: Thomson Datastream.

1 Variación sobre los mínimos del año. Para determinar una fecha común se toma la fecha del mínimo del índice MSCI World (9 de marzo).

En cuanto a rentabilidades, el rendimiento ofrecido a través de los dividendos continuó descendiendo en la segunda mitad del año (excepto en el Topix japonés), aunque de forma menos pronunciada que en trimestres anteriores (véase el cuadro 9). Las rentabilidades por dividendo ofrecidas por las diferentes bolsas europeas se encuentran en niveles que oscilan entre el 3,6% del Mib 30 y el 5,3% del Cac 40, por encima de las ofrecidas por las bolsas norteamericanas y japonesas (2,3% del S&P 500 y 1,8% del Topix japonés), aunque con menor distancia que en meses previos.

Rentabilidad por dividendo de los principales índices bursátiles

CUADRO 9

%	2006	2007	2008	sep-08	dic-08	mar-09	jun-09	sep-09	dic-09 ¹
S&P 500	1,91	2,20	3,51	2,67	3,51	3,26	2,77	2,37	2,31
Topix	1,11	1,46	2,70	2,03	2,70	2,50	1,81	1,71	1,79
Euro Stoxx 50	3,52	3,73	7,48	5,56	7,48	6,25	5,62	4,58	4,42
Euronext 100	3,32	3,81	7,90	5,50	7,90	6,61	5,69	4,65	4,45
FTSE 100	3,77	3,88	5,79	5,26	5,79	6,04	5,27	3,94	3,80
Dax 30	2,29	2,52	5,40	4,09	5,40	4,81	4,56	3,73	3,76
Cac 40	3,79	4,34	8,06	5,93	8,06	7,06	6,22	5,24	5,26
Mib 30	3,67	3,81	8,61	6,21	8,61	5,79	5,02	3,82	3,64
Ibex 35	3,02	3,08	6,19	4,76	6,19	8,73	6,61	4,47	4,27

Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos a 15 de diciembre.

Salvo en Japón, las ratios precio sobre beneficio (PER) crecieron a lo largo del tercer trimestre de 2009 en los índices de renta variable más importantes y descendieron moderadamente a lo largo del último trimestre del año (véase el cuadro 10). En el tercer trimestre, el crecimiento de los PER respondió al notable incremento de los precios de la renta variable, que fue sensiblemente superior al crecimiento de los beneficios esperados por acción. En los últimos meses del año, el descenso de esta ratio responde a causas diferentes según las diversas áreas geográficas de referencia. Así, en las bolsas europeas (salvo en Italia) y en EE.UU. las recientes caídas en el PER responden a un crecimiento relativo mayor del beneficio esperado por acción, mientras que, en Japón, el descenso del PER del Topix a lo largo de la segunda mitad del año es consecuencia de la caída en los precios bursátiles durante este periodo.

PER¹ de los principales índices bursátiles

CUADRO 10

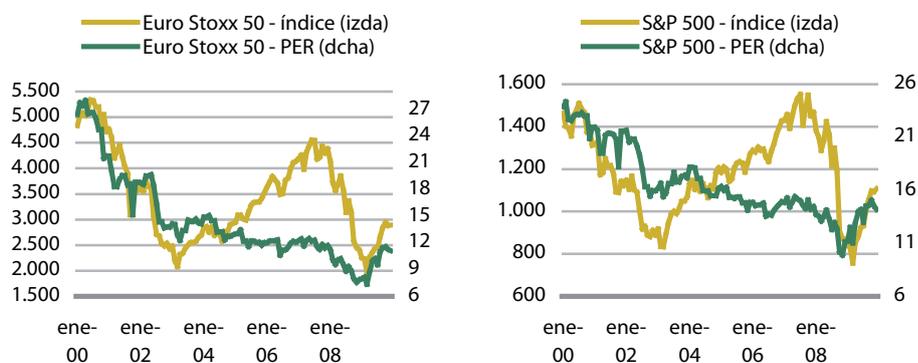
	2006	2007	2008	sep-08	dic-08	mar-09	jun-09	sep-09	dic-09 ²
S&P 500	15,07	14,67	11,26	12,06	11,26	12,74	13,62	14,96	14,20
Topix	17,80	15,06	15,64	13,58	15,64	26,75	29,01	23,88	19,85
Euro Stoxx 50	12,15	11,56	7,80	8,64	7,80	8,60	9,79	11,81	11,13
Euronext 100	12,93	12,30	8,34	9,15	8,34	9,62	11,08	13,54	12,49
FTSE 100	12,41	12,07	8,25	8,59	8,25	9,92	12,12	13,73	12,49
Dax 30	12,78	12,33	8,83	9,44	8,83	9,78	11,17	13,38	12,31
Cac 40	12,68	11,80	8,03	8,68	8,03	9,42	10,56	12,62	11,76
Mib 30	13,07	11,50	7,58	8,24	7,58	8,69	10,66	12,88	12,10
Ibex 35	14,29	13,00	8,69	9,57	8,69	8,24	10,27	12,50	12,13

Fuente: Thomson Datastream.

- 1 Los beneficios por acción del denominador de esta ratio están basados en previsiones a 12 meses.
- 2 Datos a 15 de diciembre.

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

GRÁFICO 7

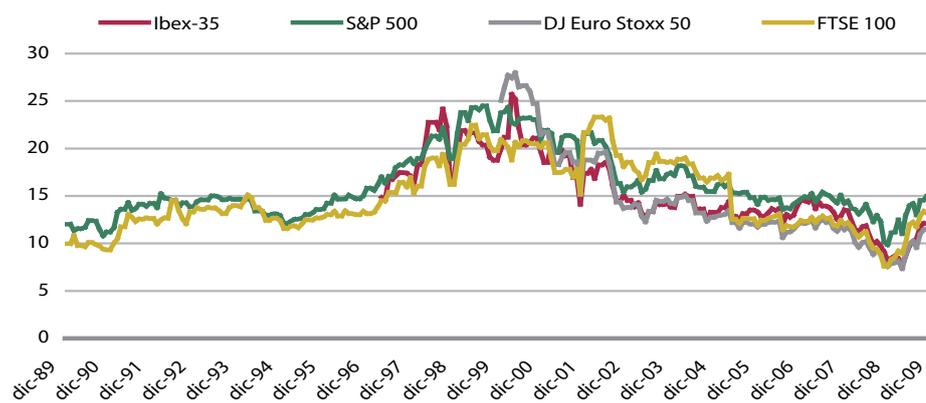


Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta 15 de diciembre.

En todo caso, es destacable el hecho de que, a pesar de los importantes aumentos en los principales índices bursátiles desde los mínimos de marzo, los niveles actuales de los PER correspondientes a estos índices, incluyendo el Ibex 35, son sustancialmente inferiores a la media de los últimos veinte años (véase el gráfico 8). Esta observación, que es especialmente ilustrativa a la hora de analizar un posible problema de sobrevaloración en estos mercados, viene explicada, en gran medida, por los bajos niveles registrados por los PER a finales del primer trimestre de este año que, como ilustra el gráfico 8, alcanzaron entonces las cotas más bajas de las dos últimas décadas.

PER¹ de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 8



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta 15 de diciembre.

1 Los beneficios por acción del denominador de esta ratio están basados en previsiones a 12 meses.

La comparación de los niveles de esta ratio entre diferentes índices revela que éstos siguen siendo superiores en las bolsas de EE.UU. (14,2 para el S&P 500) y de Japón (19,9 para el Topix) que en las europeas (que oscilan entre 11,1 del Euro Stoxx 50 y 12,5 del índice FTSE 100 y del Euronext 100), si bien las diferencias se han reducido ligeramente respecto a trimestres anteriores.

La contratación en las principales bolsas internacionales continuó descendiendo en el tercer trimestre del año y mostró una cierta estabilidad en el cuarto trimestre⁷. Con todo, en el conjunto del ejercicio, las caídas registradas en la contratación respecto al mismo periodo del año precedente son sustanciales. En EE.UU. estas caídas oscilan entre el 27% y el 51%; en Asia, la contratación de la bolsa japonesa ha caído más de un 40% y en Europa los descensos en la contratación en las principales bolsas oscilan entre el 30% de BME y el 58% de Euronext.

Contratación de las principales bolsas internacionales

CUADRO 11

Importes en miles de millones de euros

Bolsa	2006	2007	2008	III 08	IV 08	I 09	II 09	III 09	IV 09 ³
EE.UU. ¹	27.044	32.758	48.488	13.428	12.264	9.359	8.791	7.722	5.331
Nueva York	17.222	21.177	23.042	6.502	5.438	3.720	3.414	2.824	1.945
Tokio	4.617	4.713	3.816	890	933	692	783	708	447
Londres	5.991	7.545	4.374	1.054	742	559	781	576	384
Euronext	3.006	4.102	3.028	732	600	332	337	348	276
Deutsche Börse	2.165	3.144	3.211	694	694	472	479	353	226
Borsa Italiana	1.258	1.681	1.029	246	150	121	190	187	137
BME ²	1.154	1.666	1.243	288	253	185	226	217	210

Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores y CNMV.

1 Desde 2009 es la suma de New York Stock Exchange (NYSE), Euronext y Nasdaq. Anteriormente era la suma de New York Stock Exchange, Nasdaq y American Stock Exchange.

2 Bolsas y Mercados Españoles. No incluye Latibex.

3 Datos correspondientes a octubre y noviembre, salvo para BME que incluye octubre, noviembre y la primera quincena de diciembre.

7 De acuerdo a datos trimestralizados, disponibles para octubre y noviembre.

En cuanto a la evolución de los niveles de capitalización, hay que subrayar que la enorme caída de las cotizaciones hasta marzo de 2009 redujo sustancialmente el peso relativo de los mercados de renta variable en la economía (medido como el cociente entre la capitalización de la bolsa y el PIB nominal) en todos los mercados desarrollados. En EE.UU. y el Reino Unido, donde el papel de estos mercados es mayor, el peso relativo de los mismos pasó de valores cercanos al 150% del PIB en 2006 a valores de entre el 70% y el 80% del PIB en el primer trimestre de 2009 (véase el cuadro 12). A partir de entonces, la recuperación de los precios de la renta variable en los meses centrales del año dio lugar a una recuperación notable en el tamaño relativo de las bolsas en todas las áreas geográficas de referencia, aunque a final de año aún se mantiene por debajo de los valores alcanzados en los ejercicios precedentes. En España, la capitalización de la bolsa pasó de representar el 76% del PIB en 2006 y 2007 al 38% en el primer trimestre de 2009, para recuperarse en el tercer trimestre, hasta alcanzar el 54% del PIB.

Capitalización de las principales bolsas internacionales

CUADRO 12

% sobre el PIB

Bolsa	2006	2007	2008	III 08	IV 08	I 09	II 09	III 09 ¹
EE.UU. ²	143,8	138,9	81,8	112,2	81,8	71,3	88,0	100,1
Nueva York	113,3	109,2	64,2	89,7	64,2	56,0	69,7	78,9
Tokio	107,6	94,2	57,5	70,9	57,5	53,5	65,1	64,9
Londres	146,2	138,3	89,0	100,1	89,0	81,6	94,1	116,3
Euronext ³	99,6	97,5	49,4	64,0	49,4	44,8	51,9	63,5
Deutsche Börse	53,4	59,2	32,0	39,3	32,0	27,5	31,8	36,1
Borsa Italiana	52,4	47,5	23,8	30,6	23,8	20,1	24,5	30,3
BME ⁴	76,1	75,8	46,0	52,8	46,0	38,0	46,2	54,3

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

1 Los datos de capitalización corresponden al mes de septiembre.

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

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

4 Bolsas y Mercados Españoles. No incluye Latibex.

3 Mercados de renta fija en España

El mantenimiento de unas condiciones monetarias ampliamente expansivas en la zona euro ha permitido a la economía española disfrutar de tipos de interés a corto plazo excepcionalmente reducidos. De este modo, después del recorte experimentado por los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública y privada durante el tercer trimestre de 2009, las principales referencias han permanecido relativamente estables durante el último trimestre del año, con ligeros repuntes en el caso de la deuda pública y leves recortes en la deuda privada. Así, el promedio mensual de diciembre de las rentabilidades de las letras del Tesoro estuvo por debajo de los 50 p.b. en los plazos más cortos (hasta tres meses) y continuó por debajo del 1% en el resto, ligeramente por encima de los niveles promedio de septiembre. El mayor descenso en el segundo semestre (concentrado en el tercer trimestre) se produjo en las letras a tres meses (47 p.b. por debajo del nivel medio de junio). Por su parte, los tipos de interés de los pagarés se situaron, en promedio, por debajo del 1,5% en diciembre en todos los vencimientos (véase el cuadro 13), con caídas en torno a 40 p.b. en todos ellos respecto a la media de junio, si bien la disminución se ha moderado bastante en la parte final del año.

Tipos de interés a corto plazo ¹

CUADRO 13

%	dic-06	dic-07	dic-08	mar-09	jun-09	sep-09	dic-09
Pagarés de empresa ²							
3 meses	3,78	4,97	3,45	1,70	1,28	0,95	0,89
6 meses	3,91	4,91	3,54	1,86	1,52	1,22	1,17
12 meses	4,00	4,85	3,68	2,10	1,80	1,45	1,43

Fuente: AIAF.

1 Porcentaje promedio de datos diarios. Los datos de diciembre corresponden al promedio entre el 1 y el 15.

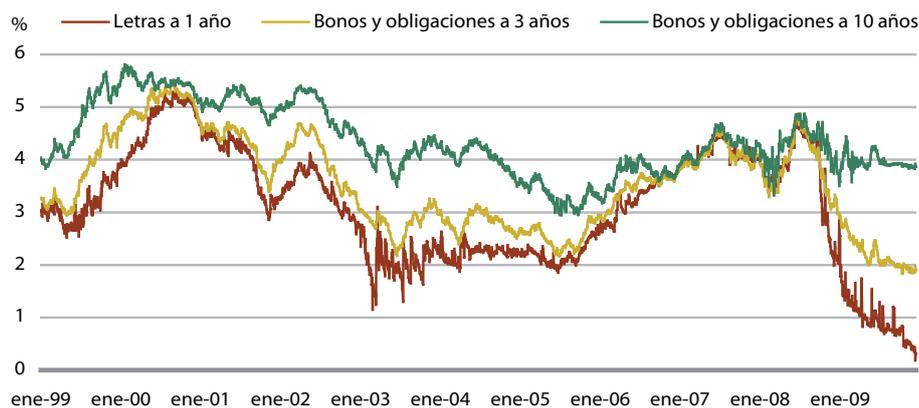
2 Negociados en el mercado AIAF de renta fija privada.

Los plazos más largos también han visto un recorte generalizado en la segunda parte del año, debido principalmente a la percepción de un escenario de actividad débil y ausencia de inflación en la economía española. Como en los vencimientos a corto, dicho recorte se ha concentrado en el tercer trimestre, siendo más intenso en las rentabilidades de la deuda pública (en torno a 50 p.b. en el segundo semestre, de los cuales 42 p.b. correspondieron al tercer trimestre) que en las de la renta fija privada (alrededor de 25 p.b. en el segundo semestre, de los cuales 15 p.b. correspondieron al tercer trimestre).

En la última parte del año, destaca la relativa estabilidad de los tipos de interés a largo plazo, incluso después del reciente anuncio de una “perspectiva desfavorable” sobre el *rating* de la deuda soberana española por la agencia S&P. Así, en el promedio de diciembre, las rentabilidades de los bonos del Estado a tres, cinco y diez años se mantuvieron prácticamente en los niveles de septiembre hasta 2,0%, 2,7% y 3,8%, respectivamente, tras haber experimentado descensos similares en todos estos vencimientos durante el tercer trimestre (véase el gráfico 9). Como consecuencia de ello, la pendiente de la curva diez años – tres años se mantuvo invariable en el segundo semestre de 2009 en torno a 1,7 p.p. En este contexto, la apreciación de riesgo soberano sobre la economía española viene aumentando ligeramente desde finales de septiembre, tras el descenso experimentado en el tercer trimestre. Así, el diferencial entre los tipos de interés de la deuda pública española y la alemana a diez años se redujo 14 p.b. en el tercer trimestre hasta situarse en el entorno de 50 p.b. para después repuntar 5 p.b. en el último trimestre (a fecha de cierre de este informe), situándose cerca de 58 p.b. Del mismo modo, la prima de riesgo a cinco años del bono español cotizaba en 94 p.b. a mediados de diciembre, después del recorte de 14 p.b. en el tercer trimestre y el incremento de 27 p.b. en el cuarto trimestre del año (véase el gráfico 10).

Rentabilidades de la deuda pública española¹

GRÁFICO 9

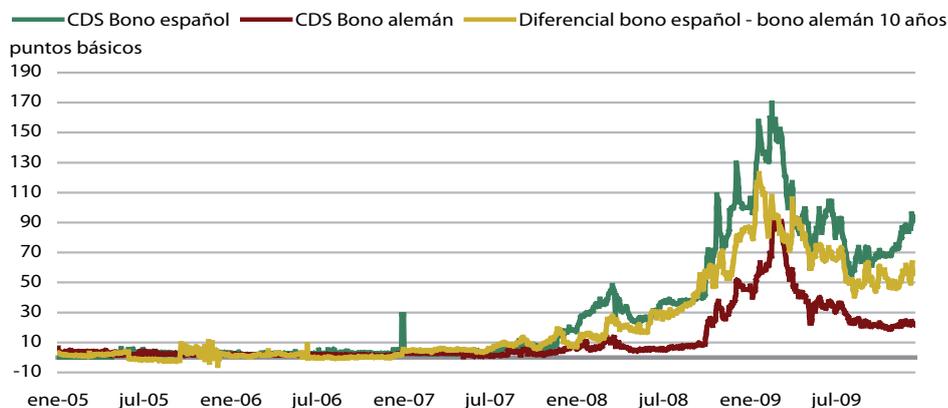


Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 15 de diciembre.

Prima de riesgo de la deuda pública española¹

GRÁFICO 10



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 15 de diciembre.

En los mercados de renta fija privada, los descensos en las rentabilidades desde junio fueron similares entre los distintos vencimientos a largo plazo (en el rango de 20-30 p.b.), hasta el 3,2%, el 4,2% y el 5% para sendos plazos de tres, cinco y diez años. En el cuarto trimestre, los recortes fueron de escasa magnitud, con mayor intensidad en los vencimientos de cinco y diez años. Por su parte, las primas de riesgo de crédito, que disminuyeron gradualmente desde los máximos alcanzados en marzo hasta septiembre, con mayor intensidad en el sector financiero, se mantuvieron prácticamente en los mismos niveles durante el último trimestre del año (véase el gráfico 11). Destaca, en este sentido, la disminución en las primas de las entidades no financieras, mientras que las del sector financiero muestran una ligera subida. Este aumento podría reflejar la incertidumbre en torno al impacto de posibles pérdidas de valor adicionales en los balances bancarios y al proceso de ajuste del sector.

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

CUADRO 14

%	dic-06	dic-07	dic-08	mar-09	jun-09	sep-09	dic-09
Renta fija privada ²							
3 años	4,04	4,59	3,79	3,24	3,40	3,22	3,19
5 años	4,14	4,65	4,17	4,00	4,46	4,31	4,19
10 años	4,26	4,94	4,73	4,76	5,24	5,14	5,02

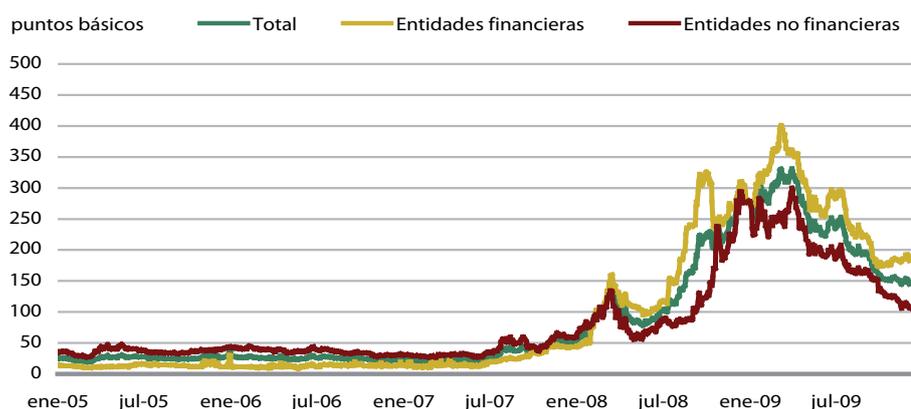
Fuente: AIAF.

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.

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

GRÁFICO 11



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

1 Media simple.

En 2009 (con datos hasta el 15 de diciembre), el importe de las emisiones de renta fija registradas en la CNMV alcanzó los 371.737 millones de euros, por debajo de los 454.391 millones de euros emitidos en el mismo periodo de 2008 (véase el cuadro 15). Aunque el volumen de emisiones descendió moderadamente en términos anuales, la composición de las mismas fue notablemente diferente como consecuencia de las medidas de apoyo del sistema financiero aprobadas por el Gobierno en el último trimestre de 2008, la financiación obtenida del Eurosistema y el programa de compras de cédulas hipotecarias anunciado en mayo de 2009 por el BCE⁸:

- La emisión de pagarés descendió notablemente en 2009 respecto a 2008 (aunque el descenso ha sido parcialmente compensado por un incremento de dichas emisiones en el exterior). Así, estos títulos pasaron de representar el 65,5% del volumen total de emisiones de renta fija en 2008 al 48,9% en 2009.
- Por el contrario, destaca el incremento en el volumen de emisiones de bonos y obligaciones no convertibles, que superaron los 61.100 millones de euros en el periodo de referencia, casi seis veces más que el volumen total emitido en el conjunto de 2008 (10.490 millones de euros). El 77% de estas emisiones (es decir, más de 47.000 millones) corresponden a emisiones de bonos avaladas por el Estado. Esta vía de financiación ha sido ampliamente utilizada por las entidades

8 Hasta el 15 de diciembre, el BCE ha adquirido cédulas hipotecarias por un importe de 27.412 millones de euros (de un total previsto de 60.000 millones de euros).

financieras, especialmente por las cajas de ahorros, que son responsables del 82% de las emisiones con aval del Estado realizadas hasta el momento.

- También es significativo el incremento de las emisiones de cédulas hipotecarias, con una tasa de crecimiento cercana al 150% respecto al volumen emitido durante todo el año 2008. Esta última tendencia es la opuesta a la observada en el caso de los bonos de titulización, que, a pesar del estancamiento de sus mercados a nivel global, siguen siendo una fuente de financiación muy importante para entidades españolas (el 20,7% del total de pasivos emitidos en 2009 frente al 28,4% de 2008). Así, las entidades habrían agilizado la emisión de estos instrumentos para acudir a las subastas del Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF⁹) y para obtener financiación del Eurosistema. A pesar de la atonía generalizada en los mercados de productos estructurados, hay que señalar que la calificación crediticia de las emisiones de bonos de titulización por parte de las entidades españolas sigue siendo muy elevada (algo más del 87% de las mismas fueron AAA en el último trimestre de 2009, frente al promedio del 88% a lo largo de dicho año).
- Finalmente, cabe subrayar el aumento de las emisiones de participaciones preferentes, que alcanzaron aproximadamente los 13.000 millones de euros en 2009 (un 3,5% de las emisiones totales), lo que contrasta con los 1.246 millones de euros de 2008 o los 225 millones de euros de 2007. Este comportamiento responde claramente a la estrategia de reforzar el capital regulatorio de algunas entidades financieras.

Emisiones brutas¹ de renta fija registradas en la CNMV

CUADRO 15

	2006	2007	2008	2008		2009		
				IV	I	II	III	IV ²
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	523.131	648.757	476.276	133.727	116.427	130.129	66.722	58.460
Cédulas hipotecarias	44.250	24.696	14.300	1.245	10.474	10.175	3.870	10.780
Cédulas territoriales	5.150	5.060	1.820	800	0	500	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	46.688	27.416	10.490	1.927	15.492	28.249	6.138	11.238
Bonos y obligaciones convertibles/ canjeables	68	0	1.429	1.429	0	300	2.200	700
Bonos de titulización	91.608	141.627	135.253	60.473	27.358	31.035	12.956	5.631
Tramo nacional	30.886	94.049	132.730	60.473	27.358	28.484	11.751	5.231
Tramo internacional	60.722	47.578	2.522	0	0	2.551	1.206	400
Pagarés de empresa ³	334.457	442.433	311.738	66.853	61.552	49.697	40.340	30.090
De titulización	1.993	465	2.843	2.568	1.334	1.227	953	1.045
Resto de pagarés	332.464	441.969	308.895	64.285	60.218	48.470	39.388	29.045
Otras emisiones de renta fija	0	7.300	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	911	225	1.246	1.000	1.550	10.173	1.217	20
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	27.361	47.158	12.950	7.120	8.484	5.571	4.679	1.519
Emisiones aseguradas	92.213	86.161	9.170	928	0	2.559	1.450	785

Fuente: CNMV.

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

2 Datos disponibles: 15 de diciembre de 2009.

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

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

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

CUADRO 16

% s/total, salvo otra indicación

	2007		2008		2009		
	IV	III	IV	I	II	III	IV ²
Importe (millones de euros)	52.819	11.736	60.473	27.358	31.035	12.956	4.919
Porcentaje	100,0	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
<i>Investment grade</i>							
AAA	93,7	90,1	92,5	84,2	90,1	90,3	87,4
AA	0,9	0,6	1,5	1,4	0,8	0,7	0,0
A	1,9	5,0	2,6	2,4	2,5	1,3	6,6
BBB	2,0	2,4	2,5	4,7	1,8	1,4	0,9
<i>Speculative grade</i>							
<BBB	1,5	1,9	0,8	7,4	4,9	6,3	5,1

Fuente: CNMV.

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

2 Datos hasta el 15 de diciembre.

4 Mercados de renta variable en España

4.1 Precios

En línea con lo acontecido en la mayoría de las bolsas de las economías avanzadas, el Ibex 35, que había perdido un 39,4% en 2008, repuntó con fuerza en 2009, anotándose un crecimiento a lo largo del año próximo al 30%, lo que le ha permitido recuperar el 42% de las pérdidas registradas el año anterior. En el último trimestre del año registró un ligero retroceso, del 0,2%, que contrastó con los fuertes avances en los dos trimestres anteriores (ambos superiores al 20%).

Otros índices de renta variable nacional mostraron una recuperación dispar respecto a la experimentada por el Ibex 35. Por un lado, los índices de las sociedades de pequeña y mediana capitalización, que habían mostrado un comportamiento análogo respecto al índice de referencia nacional durante los tres primeros trimestres del año, perdieron un 10% y un 7% respectivamente en el cuarto trimestre, por lo que finalmente presentaron un menor avance en el transcurso del año (18,6% y 12,2%, respectivamente). Los índices FTSE Latibex, que habían sido una excepción al entorno de caída generalizada en el primer trimestre del año, continuaron su ritmo de crecimiento en los trimestres posteriores, mayor que el resto de referencias nacionales (véase el cuadro 17).

La fuerte recuperación de las cotizaciones, que se inició en marzo de 2009, vino acompañada de una disminución de la volatilidad a lo largo de todo el año. De hecho, desde marzo, este indicador ha mostrado claros indicios de normalización, regresando a los niveles existentes antes de la quiebra de *Lehman Brothers*, en septiembre de 2008. Como muestra el gráfico 12, la volatilidad implícita, calculada a partir de las opciones sobre el Ibex 35, mostró promedios cercanos al 25% en la segunda mitad del año, frente al 41,9% del primer trimestre y al 30,5% del segundo, niveles que pueden ser considerados como normales en situaciones de ausencia de turbulencias en los mercados financieros y que se muestran en línea con su promedio de la última década (23,8% desde 1999).

Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español (%)

CUADRO 17

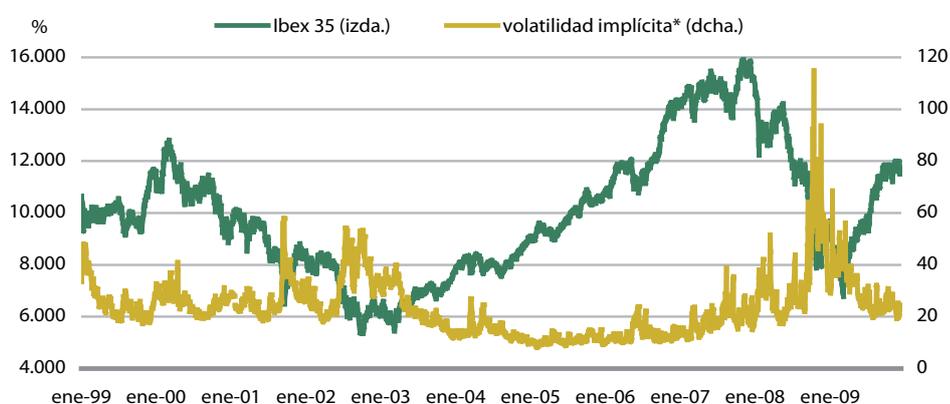
	2005	2006	2007	2008	I-09 ¹	II-09 ¹	III-09 ¹	IV 09 (hasta 15 de diciembre)		
								% s/trim. ant.	% s/dic	% inter- anual
Ibex 35	18,2	31,8	7,3	-39,4	-15,0	25,2	20,1	-0,2	27,6	30,0
Madrid	20,6	34,5	5,6	-40,6	-16,2	24,4	20,9	-0,6	25,2	27,2
Ibex Medium Cap	37,1	42,1	-10,4	-46,5	-12,5	23,8	11,7	-7,3	12,2	9,9
Ibex Small Cap	42,5	54,4	-5,4	-57,3	-6,0	19,5	17,9	-10,4	18,6	10,1
FTSE Latibex All-Share	83,9	23,8	57,8	-51,8	16,6	27,6	15,6	16,0	99,4	88,4
FTSE Latibex Top	77,9	18,2	33,7	-44,7	6,4	27,5	12,4	18,6	80,8	71,4

Fuente: Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

Evolución del Ibex 35 y de la volatilidad implícita

GRÁFICO 12



Fuente: Thomson Datastream y MEFF.

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

En el conjunto de 2009, todos los sectores del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM), a excepción de los relacionados con el petróleo y la energía y el subsector de los servicios inmobiliarios, presentaron ganancias que se materializaron fundamentalmente en el segundo y el tercer trimestre del año, si bien no pudieron compensar las caídas que todos ellos sufrieron durante 2008 (véase el cuadro 18). En el último trimestre la evolución fue más moderada, registrando la mayoría de ellos pérdidas. El sector que lideró las subidas fue el de la banca, cuya cotización avanzó un 47%, a cierta distancia de aquéllos que también protagonizaron notables repuntes, en el entorno del 20% –materiales básicos, industria y construcción y aquél asociado a la tecnología y las telecomunicaciones– y del 28% –bienes y servicios de consumo–. Por el contrario, el subsector de los servicios inmobiliarios protagonizó la mayor caída del año, del 25,7%, tras un significativo recorte en el último trimestre, seguido del sector del petróleo y la energía, que cayó un 5%. El subsector de la construcción también retrocedió en la última parte del año, pero aún así acumula una ganancia del 13,6% en 2009. Una vez más, el aumento en las cotizaciones de los dos bancos de mayor tamaño fue el responsable de gran parte de la recuperación del IGBM en 2009. En concreto, este aumento supuso cerca del 77% de la revalorización de este índice.

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

% anual, salvo otra indicación

	Ponderación ²	2008	I 09	II 09	III 09	2009- dic ³		
						% trim	% s/dic 08	% inter-anual
Servicios financieros e inmobiliarios	42,97	-49,2	-23,5	49,5	27,3	-0,7	44,4	47,5
Inmobiliarias y otros	0,25	-68,0	-28,1	-6,4	40,2	-21,3	-25,7	-34,8
Banca	39,88	-49,0	-24,0	51,3	27,9	-0,1	47,0	50,6
BBVA	11,11	-48,3	-29,5	48,7	35,7	1,4	44,3	48,4
Santander	23,14	-51,1	-23,1	64,9	28,5	4,2	69,9	75,3
Petróleo y energía	17,16	-33,3	-18,3	2,9	14,6	-1,4	-5,0	1,4
Iberdrola	8,05	-37,1	-19,3	9,5	16,0	-3,3	-0,8	12,8
Repsol YPF	3,87	-38,1	-13,7	22,3	16,6	0,6	23,8	25,4
Mat. básicos, industria y construcción	8,11	-50,5	-9,5	28,6	11,7	-8,7	18,6	17,9
Construcción	4,35	-47,7	-8,5	23,3	10,8	-9,2	13,6	15,9
Tecnología y telecomunicaciones	23,37	-28,8	-5,1	7,4	16,8	2,9	22,4	21,1
Telefónica	22,63	-28,7	-5,2	7,3	17,0	3,3	22,8	21,4
Bienes de consumo	5,21	-25,7	-8,1	17,9	12,6	4,9	27,9	24,9
Servicios de consumo	3,18	-45,1	-16,3	21,4	28,7	-2,2	27,9	23,3

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

1 Valores cuyo peso en el IGBM supera el 3% en términos de capitalización.

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

3 Datos hasta el 15 de diciembre. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 30 de septiembre y el 15 de diciembre de 2009.

Valores con mayor impacto en la variación del IGBM¹

CUADRO 19

Valor	Sector	2009- dic ²	
		% trim	% s/dic 08
Con impacto positivo			
Santander	Servicios financieros e inmobiliarios	0,98	16,14
Telefónica	Tecnología y telecomunicaciones	0,74	5,17
Inditex	Bienes de consumo	0,39	1,19
BBVA	Servicios financieros e inmobiliarios	0,16	4,93
Con impacto negativo			
Banco de Sabadell	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,31	-0,26
Iberdrola	Petróleo y energía	-0,26	-0,07

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

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

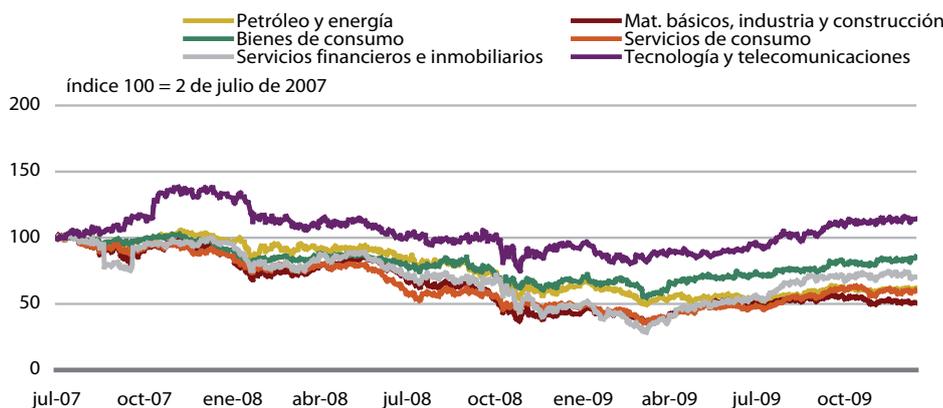
2 Datos hasta el 15 de diciembre.

Tomando como referencia el comienzo de la crisis en el verano de 2007, todos los sectores del IGBM, salvo el de la tecnología y las telecomunicaciones, presentan todavía una evolución negativa, a pesar de la recuperación iniciada desde los mínimos de marzo de 2009. Así, el sector correspondiente a materiales básicos, industria y construcción registra la mayor caída desde el inicio de la crisis (-49%), seguido de los servicios de consumo (-39%), petróleo y energía (-38%), servicios financieros e inmobiliarios (-29%) y, por último, el de bienes de consumo (-14%). El sector de la tecnología y las telecomunicaciones, tradicionalmente percibido como un sector refugio, mostró una elevada resistencia hasta finales de 2007, momento a partir del cual comenzó a registrar una tendencia decreciente hasta los mínimos de marzo de

2009. A finales de año, éste era el único sector que se mantenía por encima de los niveles de julio de 2007.

Evolución de los índices de los sectores del IGBM¹

GRÁFICO 13



Fuente: Bolsa de Madrid.

¹ Datos hasta el 15 de diciembre.

Una de las características más reseñables del reciente episodio de fuerte recuperación de las cotizaciones es el aparente rendimiento dispar entre compañías con mayor o menor presencia en los mercados de bienes y servicios internacionales. Así, independientemente del sector considerado, desde marzo de 2009 se observa que aquellas empresas cuyos ingresos provienen mayoritariamente de mercados exteriores han experimentado una mayor revalorización de sus cotizaciones (véase el gráfico 14). Este mejor comportamiento relativo de aquellas empresas que tienen su actividad productiva más internacionalizada apunta a los beneficios de la diversificación del negocio en distintas áreas geográficas y, en especial, en las emergentes, con un mayor potencial de crecimiento.

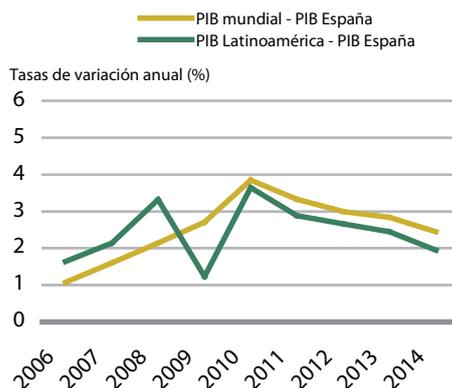
Cotización de las empresas del Ibex 35¹

GRÁFICO 14

Desglose por grado de internacionalización



Expectativas de crecimiento



Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y FMI.

¹ En el gráfico izquierdo, las ponderaciones de cada empresa corresponden al peso de su capitalización de mercado en la capitalización del Ibex 35 al cierre del año anterior. Para las entidades de crédito se utiliza como criterio de desglose los beneficios operativos de 2008. Para el resto de empresas se utiliza como desglose los ingresos de 2008. Tras la reciente fusión inversa entre Grupo Ferrovial (matriz) y Cintra (filial), en este análisis se considera a estas dos compañías como una sola, tomando como cotizaciones de referencia de la compañía resultante las de Cintra y como capitalización de mercado la suma de las de las dos compañías fusionadas.

Datos hasta el 15 de diciembre.

En cuanto a la evolución temporal de la distribución de empresas cotizadas en función de su rentabilidad, el cuadro 20 muestra cómo el buen comportamiento de este indicador en el segundo y el tercer trimestre del año contrasta con el drástico aumento del número de entidades con rentabilidad negativa en el último trimestre de 2009 (hasta el 80%, frente al 16,3% del total que suponían en el trimestre previo). De hecho, en el último trimestre, ninguna entidad ha conseguido una rentabilidad superior al 25%.

Distribución de las empresas del IGBM según su rentabilidad trimestral CUADRO 20
% s/ total empresas del IGBM

	IV 08	I 09	II 09	III 09	IV 09 ¹
≥ 25%	2,3	5,5	41,7	35,0	0,0
Del 10% hasta el 25%	1,5	7,9	26,8	27,6	5,7
Del 0% hasta el 10%	9,2	11,0	13,4	21,1	14,8
≤ 0%	87,0	75,6	18,1	16,3	79,5
Pro-memoria: nº total de empresas	131	127	127	123	122

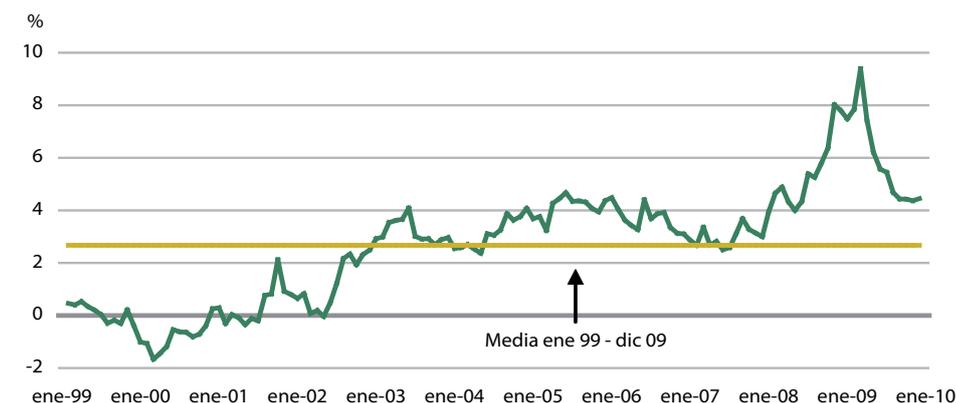
Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 15 de diciembre.

Finalmente, cabe señalar que la ratio del precio sobre beneficios del Ibex 35 disminuyó ligeramente en el último trimestre del año, después de la tendencia creciente que inició en marzo, situándose en niveles promedio algo superiores a 12 a mediados de diciembre, frente a los 8 de finales de marzo (véase el cuadro 10). Con todo, el PER de la bolsa española, que había sido uno de los más elevados entre las bolsas europeas de referencia en los últimos años, se sitúa actualmente en un rango intermedio.

Como consecuencia de la estabilidad del PER y de la curva de tipos a largo plazo en el último trimestre de 2009, la *earning yield gap*¹⁰, que trata de aproximar el diferencial entre la prima de riesgo de los activos de renta variable y la de la deuda pública a largo plazo, permaneció prácticamente invariable durante ese trimestre, después de la intensa corrección a la baja en el segundo y el tercer trimestre del año provocada por la escalada de los precios de la renta variable. No obstante, todavía permanece en niveles del 4,5%, por encima de la media correspondiente a la última década (2,7%; ver gráfico 15).

10 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 diciembre de 2009.

4.2 Actividad: contratación y liquidez

La contratación en el mercado bursátil español, que había descendido notablemente durante 2008 y, de manera especial, durante el primer trimestre de 2009 (véase el cuadro 21), se recuperó parcialmente desde marzo hasta alcanzar los niveles similares a los existentes a finales de 2008. Así, la contratación media diaria del cuarto trimestre de 2009 (con datos hasta el 15 de diciembre) ascendió a 3.968 millones de euros, frente al mínimo registrado en el primer trimestre de 2009, de 2.931 millones en promedio, y ligeramente por debajo de los 4.089 millones registrados en el último trimestre de 2008.

Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 21

Importes en millones de euros

	2006	2007	2008	IV 08	I 09	II 09	III 09	IV 09 ¹
Total bolsas	1.154.294	1.667.219	1.243.387	253.514	184.654	225.638	216.778	210.292
Mercado continuo	1.146.390	1.658.019	1.235.330	251.282	183.367	224.385	215.405	209.053
Corros	5.318	1.154	207	73	19	27	14	8
de los que SICAV ²	4.581	362	25	10	7	3	8	1
MAB ³	1.814	6.985	7.060	2.042	1.178	1.109	1.249	1.143
Segundo Mercado	49	193	32	1	1	1	0	0
Latibex	723	868	758	116	89	115	110	88
Pro-memoria: contratación de no residentes (% s/ total bolsas)								
	58,4	61,6	65,5	64,3	61,7	62,1	n.d.	n.d.

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados desde el 1 de octubre hasta el 15 de diciembre.

2 Sociedades de inversión de carácter financiero.

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

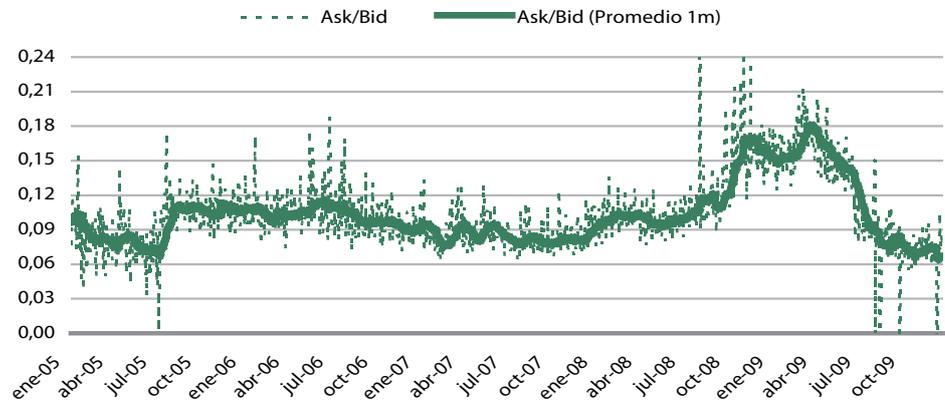
n.d.: datos no disponibles en la fecha de elaboración del informe.

Por último, cabe subrayar que las condiciones de liquidez del mercado de renta variable español mejoraron ligeramente en el cuarto trimestre del año. El *spread bid-ask* del Ibex 35 descendió desde valores cercanos al 0,08% en el promedio de septiembre hasta niveles inferiores al 0,07% en el promedio de diciembre (véase el

gráfico 16). Estos valores están en línea con la media histórica de los últimos años y muy por debajo de los máximos registrados durante el primer trimestre del año, lo que sugiere una notable normalización en las condiciones de liquidez del mercado bursátil español.

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

GRÁFICO 16



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

¹ Datos hasta el 15 de diciembre.

II Informes y análisis

Evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en el primer semestre de 2009

Belén de Anta Montero y Óscar Casado Galán (*)

* Belén de Anta y Óscar Casado pertenecen al Departamento de Informes Financieros y Contables de la CNMV.

1 Introducción

El objetivo de este artículo es analizar las principales magnitudes de la información periódica¹ que los emisores han comunicado a la CNMV referida al primer semestre de 2009.

Dicha información se refiere a los resultados, la posición financiera, los flujos de efectivo, el número de empleados y los dividendos distribuidos. Las entidades analizadas, que ascienden a 194, pertenecen a los siguientes sectores: energía (12 entidades); comercio y servicios (44 entidades); construcción e inmobiliario (33 entidades); industria (54 entidades); bancos (11 entidades); cajas de ahorro (37 entidades); entidades de seguros (2 entidades); y otras entidades financieras (1 entidad).

El análisis tiene en cuenta las siguientes consideraciones:

- Los datos analizados se obtienen de los informes financieros periódicos², consolidados o individuales, remitidos a la CNMV por los emisores de acciones e instrumentos de deuda³ cotizados en un mercado regulado español, cuando España sea Estado Miembro de origen.
- Las cifras agregadas excluyen a los emisores que son dependientes de otro grupo cotizado. Sin embargo, cuando esos emisores desarrollan su actividad en un sector distinto al de su sociedad dominante, sus magnitudes financieras se integran en las de su sector.
- Los datos correspondientes a periodos distintos al primer semestre de 2009 se han extraído de una muestra representativa de las entidades cotizadas en el periodo de referencia.

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

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

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

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

2 Importe neto de la cifra de negocios

En el gráfico 1 se muestran las tasas de variación interanuales del importe neto de la cifra de negocios⁴ para el periodo comprendido entre el primer semestre de 2005 y el primer semestre de 2009.

La tasa de variación interanual del primer semestre de 2009 es negativa (-7,9%), rompiendo la tendencia de crecimiento de los últimos periodos. Todos los sectores, excepto seguros, registran tasas de variación negativas, destacando el sector de la energía con una reducción del 17,4% en la cifra de negocios obtenida en el primer semestre de 2009 con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior.

Con la información disponible en el tercer trimestre de 2009, publicada por las principales entidades de la muestra⁵, se observa una tasa de variación interanual agregada negativa del 4,6%. En comparación con la información del primer semestre de 2009, los últimos datos disponibles sugieren que la caída del importe neto de la cifra de negocios está desacelerándose.

Tasas de variación del importe neto de la cifra de negocios

GRÁFICO 1



Fuente: Elaboración propia.

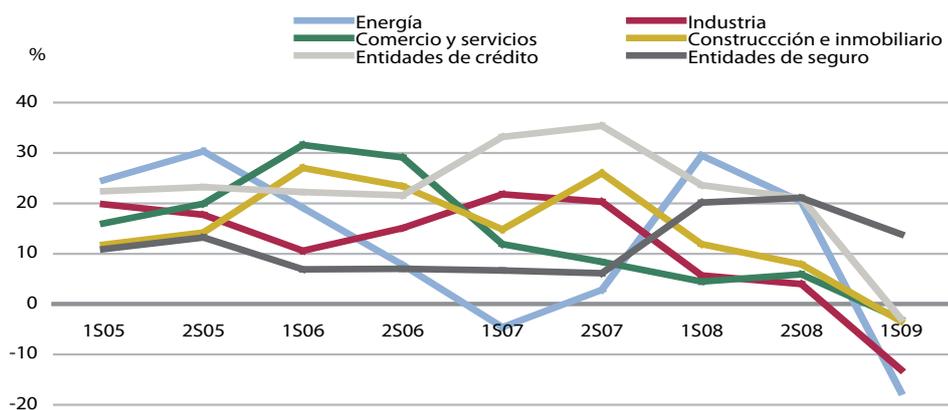
En el gráfico 2 se presenta la evolución de la cifra de negocios para las distintas ramas de actividad.

4 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 las entidades de seguros el importe de las primas imputadas al ejercicio, netas de reaseguro, de vida y no vida.

5 Se ha tomado una muestra de 60 entidades, que incluye la totalidad de las sociedades del Ibx 35 cuyo Estado Miembro de origen es España.

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

GRÁFICO 2



Fuente: Elaboración propia.

Por sectores, los hechos más destacados son los siguientes:

- **Energía.** El importe neto de la cifra de negocios ha disminuido, en términos interanuales, un 17,4% debido a la caída del precio medio del *pool* eléctrico y del precio medio del crudo –descenso del 52,5% del precio medio del barril *brent* en el primer semestre de 2009 con respecto al mismo periodo del año anterior–. Adicionalmente se ha producido una caída generalizada de la demanda.
- **Industria.** En el primer semestre de 2009, se ha registrado una tasa negativa de crecimiento interanual del importe neto de la cifra de negocios del 13,0%, reflejando el descenso de la demanda de bienes industriales y de materiales auxiliares de la construcción. Esta circunstancia ha originado que algunas empresas hayan tomado diversas medidas –ERE, cierre temporal de algunas plantas, etc.– para ajustar la producción a la nueva demanda.
- **Comercio y servicios.** En este sector, el importe neto de la cifra de negocios ha experimentado en el primer semestre del ejercicio 2009 una caída del 3,0% como consecuencia de la contracción del consumo.
- **Construcción e inmobiliario.** La disminución en un 3,4% de la cifra de negocios agregada de ambos sectores es el resultado del descenso del 18,2% del sector inmobiliario, donde se ha acentuado la tendencia negativa de los últimos periodos, y del 2,2% en el sector de la construcción, donde la cifra de negocios había experimentado un incremento del 9,7% en el ejercicio 2008.

La disminución del importe neto de la cifra de negocios de las empresas del sector de la construcción se debe, fundamentalmente, a la caída de las ventas de cemento, los menores ingresos en la actividad constructora nacional y el impacto de la apreciación del euro frente a la libra esterlina y el dólar sobre el volumen de ingresos obtenidos en dichas monedas.

- **Entidades de crédito.** Durante el primer semestre del ejercicio 2009 el volumen agregado de ingresos por intereses y rendimientos asimilados registrado por el conjunto de las entidades de crédito ha disminuido un 2,9% con respecto al mismo periodo del año anterior. Esta variación se justifica, fundamentalmente, por la caída de los tipos de interés, iniciada a finales del ejercicio 2008, y por la

ralentización del negocio bancario, como consecuencia del deterioro de la economía. El impacto es mayor en las cajas de ahorro (con una caída del 9,4%) que en los bancos (con un ligero incremento del 0,7%).

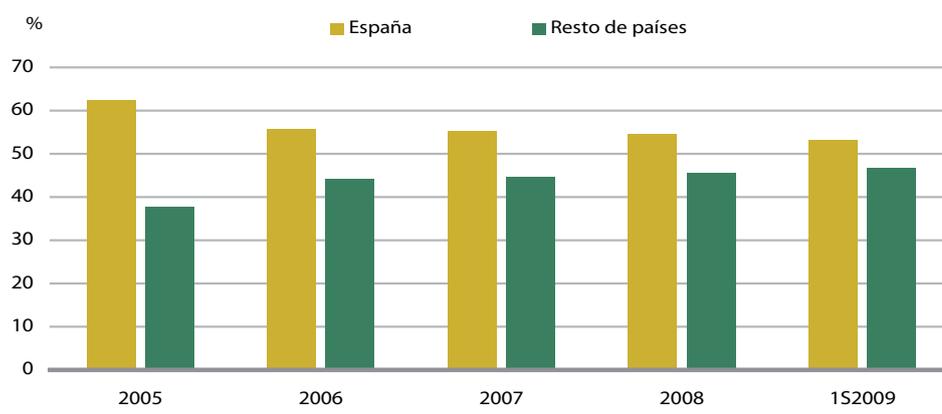
- **Empresas de seguros.** En contra de la tendencia generalizada, el importe de las primas imputadas al ejercicio, netas de reaseguro, ha experimentado un crecimiento interanual del 13,9% debido a la expansión del negocio en el extranjero (especialmente en América del Sur).

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 2009.

Como se puede apreciar, tras varios años de incremento significativo del peso relativo de las ventas generadas fuera del territorio nacional, debido a las adquisiciones corporativas de sociedades extranjeras y, en menor medida, a la constitución y desarrollo de empresas o negocios de nueva planta en los mercados exteriores (concesiones de autopistas, etc.), desde el ejercicio 2007 el porcentaje de las ventas que se genera en el extranjero se ha mantenido relativamente estable, con una ligera tendencia ascendente.

En el primer semestre de 2009, el porcentaje de la cifra de negocios procedente de los negocios en el extranjero se ha incrementado en 1,2 puntos porcentuales respecto al cierre del ejercicio 2008.

Distribución geográfica del importe neto de la cifra de negocios GRÁFICO 3



Fuente: Elaboración propia.

En el cuadro 1 se recoge la distribución geográfica del importe neto de la cifra de negocios para las distintas ramas de actividad de las entidades no financieras. Como se advierte en el mismo, la actividad exterior continuó ganando peso durante el primer semestre de 2009 en todos los negocios, excepto en el de construcción e inmobiliario. La variación más significativa corresponde al sector de la energía, debido al descenso de la demanda y el precio en el mercado español y a la consolidación de nuevas adquisiciones en el extranjero.

Importe neto de la cifra de negocios de las empresas cotizadas no financieras: porcentaje correspondiente a la actividad exterior

CUADRO 1

%	2005	2006	2007	2008	1S2009
Energía	32,7	37,8	41,8	42,5	44,4
Industria	56,2	59,8	55,2	59,3	60,7
Comercio y servicios	44,1	54,8	52,3	50,1	50,5
Construcción e inmobiliario	23,1	28,9	33,2	36,2	35,4
Subtotal no financiero	37,7	44,2	44,7	45,5	46,7

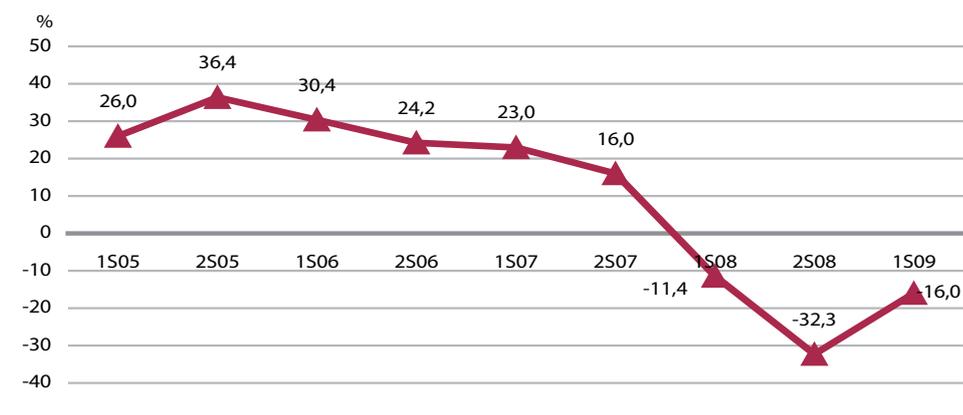
Fuente: Elaboración propia.

3 Resultados

El gráfico 4 muestra las tasas de variación interanuales de los resultados antes de impuestos agregados de las empresas cotizadas para las actividades continuadas⁶ desde el primer semestre del año 2005. En el primer semestre de 2009 se ha registrado un descenso del resultado agregado antes de impuestos del 16,0%, inferior al registrado al cierre del ejercicio 2008, de un 32,3%. Como se comentará más adelante, la mejora procede del sector de la construcción e inmobiliario.

Tasas de variación interanual de los resultados antes de impuestos

GRÁFICO 4



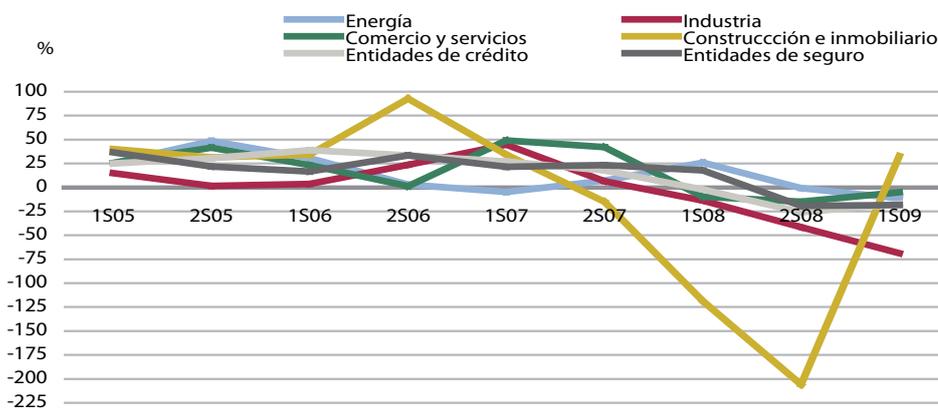
Fuente: Elaboración propia.

6 Es el resultado antes de impuestos excluidos los resultados de las actividades en interrupción, que, con carácter general, son aquellas líneas de negocio o áreas geográficas significativas que la entidad, bien ha enajenado, o bien tiene previsto enajenar dentro de los doce meses siguientes.

En el gráfico 5 se recoge la evolución de esta magnitud para los distintos sectores.

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

GRÁFICO 5



Fuente: Elaboración propia.

Cabe destacar el incremento de los resultados antes de impuestos de las actividades continuadas del sector de la construcción e inmobiliario, cuyas pérdidas se redujeron en 934 millones de euros respecto a las registradas en el primer semestre de 2008. El resto de sectores registra decrecimientos en sus resultados antes de impuestos de las actividades continuadas, siendo especialmente intensos en el sector industrial, con un descenso del 68,6%.

En el cuadro 2 se muestran los principales márgenes de la cuenta de resultados, correspondientes al cierre del primer semestre de 2009 y al mismo periodo del ejercicio anterior.

Un total de 57 entidades (30,3%) han obtenido pérdidas netas en el primer semestre de 2009 por un importe agregado de 3.248 millones de euros de pérdidas. En el mismo periodo del ejercicio anterior, habían obtenido pérdidas 31 entidades (16,5%), por un total de 5.364 millones de euros, si bien el 86% de este importe tuvo su origen en las pérdidas de dos inmobiliarias.

EBITDA¹, resultado de explotación y resultado del ejercicio

CUADRO 2

Millones de euros	EBITDA		Rdo. explotación		Rdo. ejercicio	
	1S2008	1S2009	1S2008	1S2009	1S2008	1S2009
Energía	14.781	14.984	10.660	10.111	12.166	6.749
Industria	3.587	2.207	2.495	1.100	1.778	447
Comercio y servicios	15.456	14.517	9.499	8.656	5.990	6.182
Construcción e inmobiliario	712	1.988	-729	534	-3.181	1.435
Entidades de crédito	—	—	15.660	15.365	14.756	12.111
Entidades de seguros	—	—	—	—	729	579

Fuente: Elaboración propia.

¹ EBITDA = Resultado de explotación + Amortización del inmovilizado.

Por sectores, los hechos más destacados son los siguientes:

- **Energía.** Los resultados de explotación se han reducido un 5,2%, debido a la disminución de la demanda de energía eléctrica, tanto en la Península como en los principales mercados donde están presentes las empresas españolas, y el

impacto en las compañías petroleras de la caída de los márgenes de refino y de los precios del crudo y del gas.

El resultado del ejercicio se redujo en un 44,5% por los resultados procedentes de operaciones interrumpidas en el primer semestre de 2008. Excluyendo dicho impacto, el decremento sería del 7,5%.

- **Industria.** Este sector se está viendo fuertemente afectado por la crisis de la economía española, y ha registrado en el primer semestre de 2009 una disminución de los resultados de explotación del 55,9%, muy superior a la caída del 13% de la cifra de ventas. Las sociedades industriales han ido ajustando la producción y han reducido sus inventarios, pero en algunos casos el coste de las existencias era superior a los precios actuales de mercado, lo que se ha traducido en un deterioro de márgenes. Adicionalmente, las indemnizaciones y otros costes de personal derivados de los ajustes de plantilla, junto con el mantenimiento del gasto por amortización del inmovilizado, han contribuido a empeorar el resultado de explotación.
- **Comercio y servicios.** Las políticas de reducción de costes aplicadas por este sector para disminuir los gastos de personal, otros gastos de explotación y las amortizaciones no han compensado la disminución del margen bruto del primer semestre de 2009, de tal forma que el resultado de explotación ha disminuido un 8,9%.

El descenso de los tipos de interés, junto con el mantenimiento del nivel de endeudamiento del sector, ha permitido reducir los gastos financieros en un 15,1%, lo que se ha traducido en que la tasa de variación del resultado antes de impuestos de las actividades continuadas se haya situado en el -5,1%, casi 4 puntos porcentuales por encima del descenso de los resultados de explotación. Finalmente, los resultados positivos por operaciones interrumpidas han cambiado el signo de la tasa de variación del resultado del ejercicio, con un crecimiento del 3,2%.

- **Construcción e inmobiliario.** La evolución de los resultados antes de impuestos de las actividades continuadas durante el primer semestre de 2009 siguió siendo negativa, registrándose pérdidas antes de impuestos por este concepto de 1.899 millones de euros. Sin embargo, se obtuvieron beneficios procedentes de operaciones interrumpidas por importe de 2.982 millones, lo que permitió obtener un resultado del ejercicio positivo de 1.435 millones de euros. En el mismo periodo de 2008, las pérdidas antes de impuestos por actividades continuadas habían alcanzado un importe de 2.833 millones de euros y el resultado del ejercicio fue negativo en 3.181 millones de euros.

Para las empresas constructoras, el EBITDA y el resultado de explotación son positivos, aunque inferiores a los registrados el año anterior en un 22,0% y un 35,4%, respectivamente. En cambio, el resultado del ejercicio se ha incrementado un 67,4% por las plusvalías obtenidas de actividades interrumpidas.

En cuanto a las inmobiliarias, el EBITDA, el resultado de explotación y del ejercicio han sido negativos en 975, 1.014 y 1.452 millones de euros, reflejando un entorno de caída de ventas y evolución negativa de los precios. A pesar de ello, estos importes suponen un aumento del 79,3%, el 67,6% y el 70,4%, respectivamente, en tasas de variación interanuales, debido a que en el primer semestre de 2008 el sector registró pérdidas de explotación muy significativas por la actualización

a valor razonable de los activos inmobiliarios adquiridos en combinaciones de negocios y por el deterioro de valor de las existencias (suelo y promociones en curso).

- **Entidades de crédito.** La moderación del coste del pasivo y la gestión de los diferenciales de intereses han permitido a cajas de ahorro y bancos compensar la ralentización de su actividad y la menor rentabilidad de sus activos, derivada de la reducción de los tipos de interés, alcanzando crecimientos interanuales del 17,2% y el 38,8%, respectivamente, del margen de intereses.

El incremento de la morosidad ha supuesto elevadas dotaciones de provisiones, afectando negativamente al margen de explotación. En particular, las pérdidas por deterioro de activos financieros de cajas y bancos han aumentado un 75,3% y un 90,9%, respectivamente, hasta absorber el 54,7% y el 37,8% del margen de intereses.

En general, las entidades de crédito han intentado contrarrestar, por lo menos parcialmente, los efectos en resultados del menor crecimiento de su actividad y del aumento de la morosidad mediante políticas de control de costes. En el caso de las cajas, estas políticas se reflejan en un menor crecimiento de los gastos de explotación agregados, que experimentaron una variación interanual del 1,0%, frente al 8% en el mismo semestre del año anterior. En cambio, en el caso de los bancos, la tasa de variación de los gastos de explotación agregados pasó del 6% en el primer semestre de 2008 al 16% en el primero de 2009, como consecuencia del crecimiento de algunos grupos mediante adquisiciones en el extranjero. Tanto en el caso de las cajas como en el de los bancos se produjo una mejora de las ratios de eficiencia⁷, que se situaban al cierre del primer semestre en el 38,9% y el 36,7%, respectivamente, frente al 43,1% y el 38,4% alcanzados en el mismo periodo del ejercicio anterior.

- **Entidades de seguros.** A pesar del incremento de la cifra de negocios (13,9%), el aumento de la siniestralidad (20,6%) y de los gastos de explotación (21,0%) de la rama “no vida” ha implicado una reducción del resultado del primer semestre de 2009 en un 20,6%.

Con la información disponible en el tercer trimestre de 2009, publicada por las principales entidades de la muestra⁸, se observa una tasa de variación interanual negativa del 10,7% en el resultado del ejercicio. Este descenso es ligeramente superior al que se deriva de una muestra comparable de empresas basada en la información correspondiente al primer semestre.

4 Rentabilidad del capital y de las inversiones

En el gráfico 6 se muestra la evolución del ROE (rentabilidad sobre el patrimonio) y el ROI (rentabilidad sobre las inversiones) desde el ejercicio 2005. Tal y como se observa, el primer semestre de 2009 muestra un avance en el ROE respecto al cierre del ejercicio 2008, debido al mejor comportamiento de los resultados del periodo.

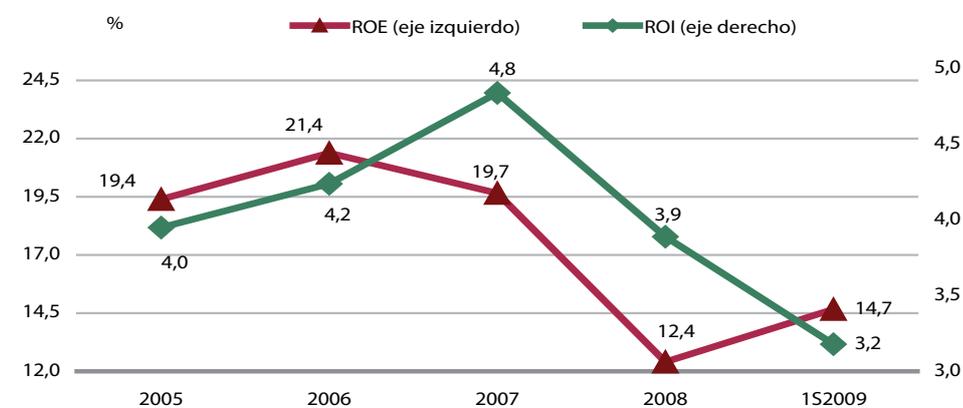
7 Determinado como el porcentaje del margen bruto que es absorbido por los gastos de explotación (gastos de personal y otros gastos generales de administración).

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

La inversión neta media del conjunto de entidades cotizadas en el primer semestre de 2009 ha sido superior a la registrada durante el ejercicio 2008, lo que explica la disminución del ROI en este periodo.

ROE y ROI

GRÁFICO 6



Fuente: Elaboración propia.

Los cuadros 3 y 4 muestran la evolución de ROE y ROI para los distintos sectores. Las empresas del sector industrial y de la energía registran un empeoramiento significativo del ROE y del ROI en este periodo, destacando las rentabilidades obtenidas por el sector industrial, que se reducen a la mitad.

Las empresas del sector de comercio y servicios presentan las rentabilidades por patrimonio y por inversiones más elevadas de los distintos sectores, si bien son inferiores a las rentabilidades obtenidas de 2005 a 2007.

Respecto a las entidades de crédito y seguro, la incorporación de entidades de crédito emisoras de valores de renta fija, en su mayoría cajas de ahorro, que no tenían obligación de remitir información periódica en el ejercicio 2007 y anteriores, acentúa el descenso del ROE al cierre del ejercicio 2008. El nivel alcanzado por el ROE de las entidades de crédito y seguros en el primer semestre de 2009 es similar al del cierre de 2008.

Sin embargo, el sector constructor e inmobiliario mejora la rentabilidad del capital y de las inversiones por el incremento de los resultados obtenidos en el primer semestre de 2009, aunque siguen obteniendo rentabilidades inferiores a las obtenidas entre 2005 y 2007.

ROE

CUADRO 3

%	2005	2006	2007	2008	1S2009
Energía	20,6	18,6	15,9	19,5	15,2
Industria	16,0	20,6	17,7	10,6	4,1
Comercio y servicios	25,4	27,6	32,4	20,1	23,2
Construcción e inmobiliario	19,4	29,8	18,3	-17,6	10,0
Entidades de crédito y seguro	17,2	19,1	19,1	13,0	13,7
TOTAL	19,4	21,4	19,7	12,4	14,7

Fuente: Elaboración propia.

ROI

CUADRO 4

%	2005	2006	2007	2008	1S2009
Energía	10,2	9,6	9,1	10,5	7,9
Industria	9,0	11,6	11,5	7,7	3,7
Comercio y servicios	10,5	10,8	12,1	8,3	8,2
Construcción e inmobiliario	8,3	10,1	7,8	0,4	4,3
Entidades de crédito y seguro	2,8	3,0	3,8	3,8	2,8
TOTAL	4,0	4,2	4,8	3,9	3,2

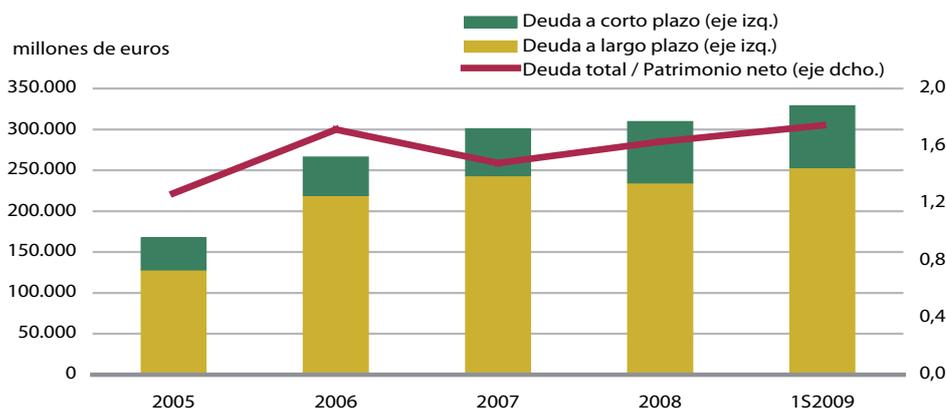
Fuente: Elaboración propia.

5 Endeudamiento

En el gráfico 7 se muestra la evolución del endeudamiento financiero bruto⁹, en millones de euros, de las entidades de la muestra, excluidas las entidades de crédito y seguros.

Estructura de la deuda y ratio de apalancamiento de las entidades cotizadas no financieras

GRÁFICO 7



Fuente: Elaboración propia.

En el primer semestre de 2009, el endeudamiento financiero bruto asciende a 329.127 millones de euros, un 5,8 % superior al volumen registrado el año anterior. Este incremento –18.057 millones de euros– tiene su origen, principalmente, en las operaciones corporativas realizadas durante este periodo por las entidades del sector de la energía. Sin tener en cuenta dicho impacto, el volumen de endeudamiento de las entidades cotizadas se mantiene prácticamente constante –crecimiento del 0,3%–. Cabe destacar, no obstante, la reducción del volumen de la deuda financiera del sector de la construcción e inmobiliario, derivada de la enajenación de activos.

Paralelamente, ante las dificultades financieras, muchas empresas cotizadas, en particular las constructoras e inmobiliarias, se han visto obligadas a iniciar procesos de renegociación con las entidades acreedoras con el objetivo de reestructurar los vencimientos y condiciones de sus créditos. Las renegociaciones se están traduciendo,

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

generalmente, en un alargamiento de los plazos de los créditos y en un incremento de los diferenciales exigidos respecto a los tipos de interés de referencia.

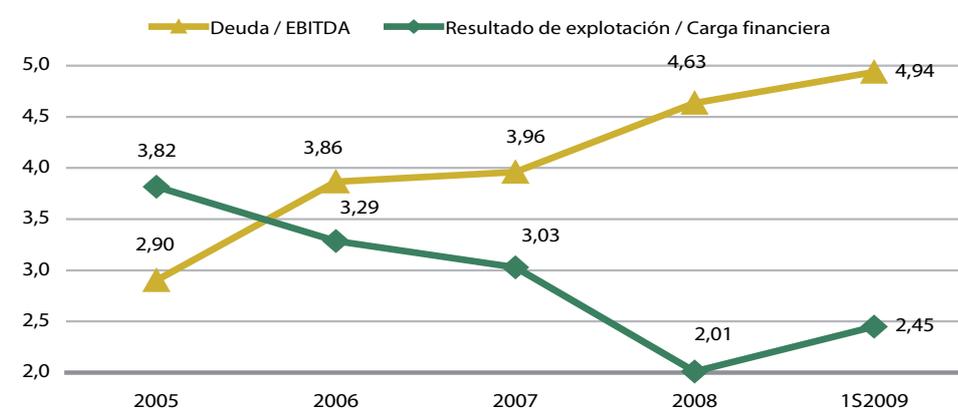
Tal y como se refleja en el gráfico anterior, en el primer semestre de 2009 el porcentaje de deuda que vence a corto plazo se redujo ligeramente hasta situarse, a 30 de junio de 2009, en un 23,1% del total –24,3% en 2008– como consecuencia de los acuerdos de refinanciación alcanzados. Sin embargo, en los próximos meses, las dificultades financieras que atraviesan algunas compañías pueden derivar en el incumplimiento de ciertas cláusulas de los préstamos (*covenants*) que, de acuerdo con las NIIF, implicaría la reclasificación a corto plazo de la deuda afectada.

La ratio de apalancamiento agregada, que relaciona las deudas con el patrimonio neto, se ha situado en 1,74 veces los recursos de capital en el primer semestre de 2009, frente a 1,63 a cierre de 2008.

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 resultado de explotación. En el primer semestre de 2009, la ratio de deuda total/EBITDA, que mide el número de años necesarios para pagar la deuda asumida si se mantuviera constante el EBITDA, continúa su tendencia ascendente hasta situarse en un valor de 4,94 frente al 4,63 registrado al cierre de 2008. Sin embargo, la ratio de cobertura de los gastos financieros a través del EBIT muestra una ligera mejoría, situándose en 2,45 veces (2,01 al cierre de 2008), como consecuencia del descenso de los tipos de interés de referencia en la determinación del coste de la deuda.

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, cuyas ratios de cobertura de la deuda y de la carga financiera se sitúan en 26,9 y 0,21, respectivamente.

Evolución del endeudamiento por ramas de actividad

CUADRO 5

Importes en millones de euros		2005	2006	2007	2008	1S2009
Energía	Deuda	58.586	59.191	69.172	82.608	102.933
	Deuda / Patrimonio	0,93	0,89	0,78	0,89	1,13
	Deuda / EBITDA	2,41	2,17	2,48	2,82	3,43
	Rtdo. explotación / Carga financiera	4,02	4,65	4,10	3,67	3,80
Industria	Deuda	12.760	15.684	13.312	15.645	16.439
	Deuda / Patrimonio	0,75	0,78	0,61	0,69	0,76
	Deuda / EBITDA	2,07	2,07	1,82	2,71	3,72
	Rtdo. explotación / Carga financiera	6,50	5,71	5,93	3,41	2,36
Comercio y servicios	Deuda	55.710	91.522	96.941	112.322	112.387
	Deuda / Patrimonio	1,70	2,52	1,70	2,14	2,10
	Deuda / EBITDA	2,68	3,58	3,01	3,58	3,87
	Rtdo. explotación / Carga financiera	3,37	2,44	3,23	2,86	3,04
Construcción e inmobiliario	Deuda	48.324	111.000	138.933	119.788	106.951
	Deuda / Patrimonio	2,16	3,10	3,08	3,77	4,31
	Deuda / EBITDA	6,52	11,52	10,83	31,87	26,90
	Rtdo. explotación / Carga financiera	2,79	2,04	1,17	0,01	0,21
Ajustes*		-7.942	-11.199	-17.391	-20.802	-9.583
TOTAL	Deuda	167.438	266.198	300.967	309.561	329.127
	Deuda / Patrimonio	1,27	1,71	1,48	1,63	1,74
	Deuda / EBITDA	2,90	3,86	3,96	4,63	4,94
	Rtdo. explotación / Carga financiera	3,82	3,29	3,03	2,01	2,45

Fuente: Elaboración propia.

* En la fila de ajustes se eliminan los datos de aquellos emisores que son dependientes de otra sociedad cotizada que pertenece a un sector diferente al suyo.

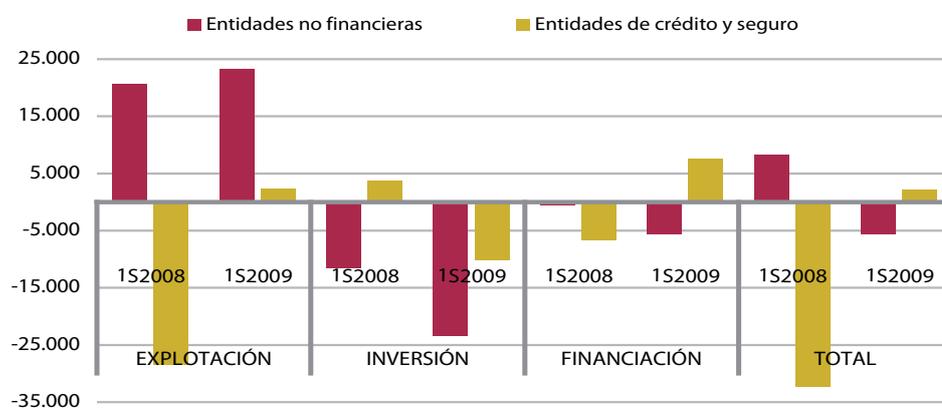
6 Flujos de efectivo

En el gráfico 9 se muestra la evolución agregada de los flujos de efectivo generados en los primeros semestres de 2008 y 2009 por las entidades de la muestra, distinguiendo entre los flujos derivados de las actividades de explotación, los de inversión y financiación, y correspondiendo los totales a la variación del efectivo y sus equivalentes, en el periodo. Además, se diferencian las entidades no financieras de las entidades de crédito y seguros, dada la diferente naturaleza de sus actividades.

Flujos de efectivo generados

GRÁFICO 9

millones de euros



Fuente: Elaboración propia.

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

- **Entidades no financieras.** En términos agregados, los flujos de caja generados en las actividades de explotación (23.120 millones) han financiado las inversiones realizadas en el periodo (23.479 millones de euros), mientras que se han producido salidas de efectivo relacionadas con la financiación (recompra de instrumentos de patrimonio, disminución del endeudamiento financiero y dividendos entregados) por importe agregado de 5.688 millones de euros, que se han cubierto mediante la reducción de los excedentes de tesorería neta en 5.599 millones de euros.

Entre las salidas de efectivo relacionadas con la financiación, cabe destacar, por su impacto en los datos agregados, los dividendos repartidos por el sector de energía y los pagos realizados por las empresas constructoras para cancelar instrumentos de pasivo financiero –principalmente amortización de préstamos–.

- **Entidades de crédito y seguros.** Cabe recordar que, en el primer semestre del ejercicio 2008, el estado de flujos de efectivo del conjunto de entidades de crédito había reflejado, en gran medida, las tensiones de liquidez existentes en los mercados financieros, que comportaron el consumo de una parte significativa de los excedentes de liquidez generados en periodos anteriores. Los planes anticrisis activados por los distintos gobiernos y por el Banco Central Europeo a partir del segundo semestre del ejercicio 2008 han permitido suavizar los problemas de liquidez del conjunto de entidades de crédito.

En el ámbito de las cajas de ahorro, en el primer semestre de 2009, los flujos de efectivo obtenidos de la explotación de su negocio han ascendido a 2.461 millones de euros, frente al descenso de 5.100 millones del mismo periodo de 2008. No obstante, estos recursos, junto con los obtenidos de las actividades de financiación, realizadas en línea con las políticas de mejora de las ratios de solvencia y cuyo importe asciende a 3.627 millones de euros, no han sido suficientes para compensar los flujos netos destinados a las actividades de inversión (12.319 millones). En consecuencia, el primer semestre del ejercicio 2009 ha supuesto para el conjunto de cajas de ahorro un consumo del 21,5% de sus excedentes de efectivo y equivalentes. En el mismo periodo de 2008 el consumo de excedentes fue del 41%.

Por el contrario, el conjunto de los bancos ha incrementado, en el mismo periodo, el importe del efectivo y equivalentes en un 13,8%, frente a un consumo del 39% en el primer semestre de 2008. Los fondos generados por los bancos en sus actividades de explotación ascienden a 1.387 millones de euros, frente al descenso de 23.158 millones en el mismo periodo de 2008. Asimismo, los flujos netos de efectivo derivados de las actividades de inversión se elevan a 544 millones, como consecuencia de los recursos obtenidos por la enajenación de activos no corrientes en venta. Los flujos netos de las actividades de financiación, que ascienden a 4.472 millones, proceden básicamente de la emisión de pasivos subordinados y la enajenación de autocartera.

Respecto a las entidades de seguro destacan los recursos netos obtenidos por las actividades de inversión, por importe de 1.446 millones de euros. Los recursos aplicados a las actividades de explotación y financiación ascienden a 959 y 472 miles de euros, respectivamente. Las variaciones indicadas sitúan el importe

agregado del efectivo y equivalentes al efectivo, al cierre del primer semestre de 2009, en un nivel similar al existente al inicio de dicho periodo.

7 Número de empleados

El cuadro 6 muestra la plantilla media y agregada para las seis ramas de actividad, en los primeros semestres de 2009 y 2008, donde se observa un incremento interanual de la plantilla media del 3,9%.

	1S2008	1S2009	Variación
Energía	128.299	137.751	7,4%
Industria	232.676	239.860	3,1%
Comercio y servicios	574.375	571.126	-0,6%
Construcción e inmobiliario	407.143	422.429	3,8%
Entidades de crédito	422.910	461.098	9,0%
Entidades de seguros	37.819	41.067	8,6%
Ajustes*	-13.473	-12.915	-4,1%
TOTAL	1.789.749	1.860.416	3,9%

Fuente: Elaboración propia.

* En la fila de ajustes se eliminan los datos de aquellos emisores que son dependientes de otra sociedad cotizada que pertenece a un sector diferente al suyo.

La plantilla media ha aumentado en todos los sectores, excepto el de comercio y servicios (con una ligera disminución del -0,6%). El incremento en el número de trabajadores se debe, principalmente, a las operaciones corporativas realizadas por las entidades de la muestra en el segundo semestre del ejercicio 2008 y el primer semestre de 2009.

Al comparar este incremento con la evolución de la tasa de desempleo en España deben tenerse en cuenta, al menos, los siguientes factores:

- Las sociedades no financieras de la muestra generan el 46,7% de su cifra en el extranjero; por lo que se refiere a las entidades de crédito, el 37,2% de los intereses y rendimientos asimilados proceden del extranjero. Por tanto, los datos de plantilla media incluyen los efectivos disponibles en otros países.
- El aumento de la tasa de desempleo en España ha sido muy significativo en el sector de la construcción. Sin embargo, no ha afectado tanto al personal en nómina de las empresas cotizadas del sector, porque la mayor parte de sus actividades de construcción están subcontratadas.

8 Dividendos

Los dividendos distribuidos en el primer semestre de 2009 ascendieron a 17.419 millones de euros. En el cuadro 7 se muestran los dividendos repartidos en los primeros semestres de 2009 y 2008 por ramas de actividad.

Dividendos distribuidos por ramas de actividad

CUADRO 7

Millones de euros	1S2008	1S2009	Variación
Energía	2.047	8.320	306,4%
Industria	543	863	58,9%
Comercio y servicios	3.125	3.264	4,4%
Construcción e inmobiliario	906	705	-22,2%
Entidades de crédito	4.754	4.270	-10,2%
Entidades de seguros	235	268	14,0%
Ajustes*	-293	-271	-7,5%
TOTAL	11.317	17.419	53,9%

Fuente: Elaboración propia.

* En la fila de ajustes se eliminan los datos de aquellos emisores que son dependientes de otra sociedad cotizada que pertenece a un sector diferente al suyo.

En el conjunto de entidades se ha producido un incremento del 53,9%, que se debe principalmente al dividendo repartido por una entidad del sector de la energía, que ha distribuido las plusvalías obtenidas en el ejercicio anterior. Excluido este efecto, el incremento de los dividendos repartidos sería del 3,6%. Destaca, por otro lado, la disminución de los dividendos distribuidos por el sector de la construcción e inmobiliario y por las entidades de crédito.

9 Conclusiones

Las principales magnitudes financieras de las entidades de valores admitidos a negociación, en 2009, reflejan la inestabilidad en los mercados financieros internacionales y el debilitamiento de la economía real, que se ha acentuado a partir de la segunda mitad del 2008.

Este entorno macroeconómico ha generado para las entidades de crédito: (i) una disminución de la rentabilidad de sus activos debido a las caídas de los tipos de interés, parcialmente compensada gracias a la moderación del coste del pasivo; (ii) una importante ralentización de su crecimiento, consecuencia de la caída de la demanda de crédito, unida a una oferta más restrictiva por la percepción de un aumento generalizado del riesgo de crédito; y (iii) una importante disminución de los resultados del ejercicio debido al fuerte incremento de la morosidad.

El sector industrial ha registrado una fuerte contracción en su actividad y márgenes, reduciendo significativamente los resultados generados por el sector, mostrando las dificultades para cubrir los costes de estructura en un entorno de fuerte ajuste de la producción a la demanda.

Las empresas inmobiliarias siguen registrando disminuciones en el volumen de sus ventas junto con una evolución negativa de los precios, generando pérdidas de explotación. Las empresas de la construcción también reflejan en este periodo una reducción de sus resultados de explotación, pero éstos se ven compensados, en relación con el resultado neto, con los beneficios obtenidos de las actividades interrumpidas.

Los resultados de explotación del sector de la energía han disminuido por la evolución negativa de la demanda de energía eléctrica y de los márgenes de refino y el incremento del precio del crudo y del gas. Esta disminución, a nivel del resultado

neto, ha sido mayor debido a los resultados positivos no recurrentes derivados de las actividades interrumpidas generados en el primer semestre de 2008.

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 impuestos¹⁰, incluyendo el obtenido de las operaciones interrumpidas. Dicho resultado se ajusta por los intereses netos del efecto fiscal¹¹ 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.

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

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

La nueva estructura de la supervisión financiera europea

Montserrat Martínez Parera y Víctor Rodríguez Quejido (*)

* Montserrat Martínez y Víctor Rodríguez pertenecen al Gabinete de Presidencia de la CNMV.

1 Introducción

El único medio de vencer en una guerra es evitarla¹. Esto mismo es aplicable a las crisis financieras. El problema es que éstas son difícilmente evitables, por lo que la mejor opción es centrar los esfuerzos en minimizar su probabilidad de ocurrencia y limitar los daños en el caso de que ésta se materialice.

La actual crisis mundial ha evidenciado múltiples fallos en el sistema financiero a los que es necesario hacer frente para evitar que crisis con un origen similar vuelvan a repetirse en el futuro. En este sentido, existe un amplio consenso respecto a la presencia de importantes fallos en el diseño y funcionamiento de algunos elementos del marco supervisor y regulador.

Parece sensato defender que las reformas necesarias para hacer frente a dichos fallos deben hacerse sobre la base de un análisis sosegado de las debilidades y fortalezas de las instituciones supervisoras en el cumplimiento de los objetivos que tienen establecidos. No obstante, no cabe duda de que las crisis son importantes catalizadoras de las reformas. Así, su urgencia y su severidad facilitan el consenso y permiten impulsar cambios no exentos de complejidad técnica y política, como constatan las reformas supervisoras que algunas de las principales economías mundiales ya han iniciado. Especial mención merece la parcialmente aprobada reforma del marco supervisor en la Unión Europea (UE), tanto por la rapidez con la que se ha desarrollado como por lo que representa para el proceso de integración europeo.

Con relación al debate sobre el modelo óptimo de organización de la supervisión financiera, no existe una posición de consenso, pues la misma suele estar muy condicionada por las particularidades de cada país. No obstante, la experiencia de los últimos años permite identificar mejor las ventajas y desventajas de los distintos modelos. Así, por ejemplo, tras constatar que el modelo sectorial ha quedado en gran medida desfasado², se han planteado dudas sobre la idoneidad del modelo funcional de supervisor único, especialmente tras la crisis financiera, que ha reforzado la conveniencia de los modelos funcionales con más de un supervisor. El modelo conocido como *twin peaks* se encuentra entre estos últimos y una de sus características distintivas es que en él se explicitan de forma transparente los potenciales conflictos entre los objetivos de la supervisión prudencial y la de conductas.

El presente artículo pretende reflexionar sobre las enseñanzas de la crisis financiera en el ámbito de la organización de las instituciones supervisoras y profundizar en el análisis de la reforma supervisora iniciada en Europa. Para ello, el artículo se estructura del siguiente modo. En la segunda sección se resumen las principales

1 Esta frase se le atribuye a George Marshall, jefe del Estado Mayor del ejército estadounidense y Secretario de Estado, que impulsó el Plan Marshall para la reconstrucción de Europa y por el que recibió el Premio Nobel de la Paz en 1953.

2 Entendiendo como modelo sectorial aquél donde la supervisión se organiza según el tipo de entidad a supervisar, independientemente del tipo de servicio o de producto que ofrezca la entidad.

enseñanzas de la crisis financiera para la organización de la supervisión. La tercera sección revisa las reformas supervisoras más relevantes en el ámbito internacional, con especial atención al actual proceso reformador en los Estados Unidos (EE.UU.). La descripción y valoración de la reforma supervisora europea se detallan en las secciones cuarta y quinta, respectivamente. El artículo termina con unas consideraciones finales.

2 Enseñanzas de la crisis para la supervisión financiera

El objetivo último de toda reforma financiera debe ser mitigar los fallos de mercado, regulación o supervisión que hayan motivado la situación de crisis, por lo que, con carácter previo, es necesario diagnosticar dichos fallos y extraer lecciones que sirvan de guía para la definición de las reformas. Las principales lecciones de la reciente crisis financiera en el ámbito de la organización y el diseño de las instituciones supervisoras y reguladoras pueden resumirse en las siguientes:

- i **Coordinación y convergencia supervisora.** El sistema de coordinación e intercambio de información existente entre los supervisores de los distintos países debe reforzarse. A pesar de los avances de los últimos años en la mejora de la coordinación, la crisis financiera ha evidenciado que el grado de integración de los mercados financieros mundiales es muy superior al grado de integración de la supervisión y regulación financieras entre países. Con frecuencia, el debate político sobre la regulación y supervisión financieras, previo a la crisis, se ha llevado a cabo en múltiples foros, excesivamente dispersos entre sí, que mantenían un marcado sesgo nacional y que contaban con escasa capacidad para que sus recomendaciones llegaran a buen término. Este hecho ha sido especialmente perturbador en Europa, donde el elevado nivel de integración del mercado financiero exige una mayor integración en los sistemas de regulación y supervisión que aún no ha podido alcanzarse. Parece, por tanto, conveniente reforzar las instituciones supervisoras internacionales dotándolas de mayor acceso a la información y mejorando su autonomía y capacidad ejecutoria (*enforcement*).
- ii **Supervisión macroprudencial.** El seguimiento de la estabilidad del sistema financiero realizado por los bancos centrales y otros organismos se ha mostrado insuficiente para atajar la acumulación de riesgos que se estaba produciendo. En particular, las instituciones supervisoras han primado la supervisión individual de las entidades financieras sin llegar a considerar en toda su extensión las implicaciones agregadas del comportamiento individual de dichas entidades. Así, la reciente crisis es un claro ejemplo de que el riesgo total del sistema no es igual a la simple agregación de riesgos. En este sentido, existe un consenso unánime sobre la necesidad de potenciar la supervisión macroprudencial, reforzando la identificación y el seguimiento de los riesgos sistémicos que, a través del análisis de las interconexiones entre entidades y mercados financieros y de la cuantificación de los posibles riesgos, permita diseñar actuaciones concretas, ya sea a través de recomendaciones a las distintas partes implicadas o de acciones directas por parte de los supervisores.

En este contexto, los bancos centrales, por su capacidad de análisis de riesgos sistémicos y por la información de que pueden disponer, están en una posición clave para liderar la supervisión macroprudencial. Por otra parte, la presente crisis también ha mostrado el papel fundamental que juegan los mercados en la acumulación de riesgos y en la propagación y ampliación de las perturbaciones financieras, lo que otorga un papel central a los supervisores de los mercados de valores para la vigilancia y el mantenimiento de la estabilidad del sistema.

- iii **Ampliación del perímetro de la supervisión.** La existencia de zonas opacas limita la eficiencia y aumenta la vulnerabilidad del sistema en su conjunto. La coexistencia de áreas reguladas y no reguladas fomenta el arbitraje regulatorio e incentiva comportamientos que, a nivel agregado, pueden aumentar los riesgos del sistema. A su vez, la falta de información reduce la capacidad supervisora de las autoridades competentes y puede motivar resultados no deseables en los mercados financieros. En última instancia, el déficit de transparencia disminuye la confianza de los participantes en el buen funcionamiento de los mercados. Resulta conveniente, por tanto, ampliar el perímetro de la regulación y supervisión financieras mediante, al menos, el establecimiento de determinados requisitos de transparencia y de información dirigida a los supervisores.
- iv **Limitaciones del enfoque sectorial de la supervisión financiera.** La supervisión microeconómica financiera debe abandonar el tradicional enfoque por sectores (banca, seguros y valores), cuya frontera ha desaparecido en la realidad de los mercados. En la actualidad, un elevado número de entidades financieras operan en multitud de sectores o subsectores financieros, independientemente del tipo formal de institución en que hayan sido inicialmente constituidas. Por ello, es preferible que la supervisión se organice de acuerdo a criterios de división funcional, y no sectorial, y que distinga entre la supervisión prudencial o de solvencia de las entidades, por una parte, y la supervisión de normas de conducta de los agentes que intervienen en los mercados y la protección de los inversores, por otra. Dichas funciones pueden asignarse a más de una institución supervisora, como es el caso del modelo de *twin peaks*, o a una única institución, siguiendo el modelo de supervisor único.
- v **Organización de la supervisión prudencial y de las normas de conducta.** Si bien no existe un consenso generalizado sobre las ventajas de un modelo *twin peaks* respecto al de supervisor único, en los últimos tiempos se ha constatado una preferencia creciente por el primero³. Uno de los principales argumentos a favor del modelo *twin peaks* es que facilita que los distintos objetivos de la supervisión microeconómica –esto es, preservar la solvencia de las entidades financieras individuales y garantizar su buen comportamiento en los mercados de valores– no entren en conflicto o, en caso contrario, que el mismo se explicita públicamente. Ello es especialmente importante en situaciones de estrés, cuando uno de los objetivos, normalmente el de solvencia, tiende a primar sobre el otro.

3 Cihák y Podpiera (2008) encuentran evidencias de una mejor calidad supervisora en el modelo *twin peaks* respecto de otras formas de integración, al menos en lo que atañe a la supervisión bancaria. Por otra parte, tanto el informe Paulson en EE.UU. como el Informe Larosière en la UE reconocen las ventajas de este modelo.

En algunos países, la supervisión prudencial se asigna a una institución distinta del banco central para evitar posibles conflictos con la instrumentalización de la política monetaria. Este es el caso de Reino Unido, donde el supervisor microprudencial y el de mercados coinciden en una misma institución mientras el banco central asume la supervisión macroprudencial y la política monetaria. Los problemas que han sufrido diversas entidades británicas, comenzando por la quiebra de la entidad hipotecaria Northern Rock, evidenciaron las debilidades de este sistema y abrieron un debate sobre el mejor modo de reforzar la supervisión en ese país. No obstante, con frecuencia se defiende que las sinergias de la supervisión microprudencial con la supervisión macroprudencial son superiores a las existentes con la supervisión de normas de conducta. Así, este argumento respaldaría la idea de que el banco central (supervisor macroprudencial en la mayoría de las propuestas conocidas hasta el momento) asuma también la supervisión prudencial de las entidades individuales⁴.

Por último, otro aspecto a considerar en el debate sobre la organización de la supervisión son las desventajas de una excesiva concentración de poder en una o en un número reducido de instituciones. Esto es especialmente relevante en grandes áreas económicas como EE.UU. o la UE.

- vi **Gestión de crisis de entidades transnacionales.** Finalmente, es necesario dedicar esfuerzos a la mejora de la gestión y resolución de las crisis de entidades transnacionales. La tarea no es baladí. La creciente presencia de grupos transfronterizos financieros en distintos países, unida al mantenimiento de una supervisión de ámbito, fundamentalmente, nacional genera conflictos en términos de costes y responsabilidades en caso de crisis de una de estas entidades. La falta de correspondencia entre el responsable de la supervisión y quienes asumen directamente el coste de la misma limita la posibilidad de consenso.

Este debate no es nuevo en Europa, como muestra el creciente protagonismo de los colegios de supervisores para mejorar la cooperación entre supervisores de la UE. En cualquier caso, restan elementos por avanzar, como los referidos a la homogeneización de los esquemas de protección de depositantes y la definición del reparto de la carga fiscal entre distintos países en el caso de crisis de una institución financiera de ámbito no exclusivamente nacional.

3 Iniciativas recientes en el ámbito internacional

3.1 Protagonismo creciente de los foros internacionales

El carácter global de esta crisis financiera ha impulsado a las principales economías a buscar mecanismos para coordinarse en la gestión de la misma y avanzar en la definición de las reformas regulatorias necesarias para devolver la confianza a los inversores. En este contexto, la urgencia por llegar a acuerdos globales revitalizó al Grupo de los Veinte (G-20), que se estableció tras la crisis financiera que azotó el sureste asiático, Brasil y Rusia a finales de los noventa como foro informal de re-

⁴ Sin embargo, Cihák y Podpiera (2008) no han encontrado evidencias de que exista una relación entre la calidad de la supervisión y que ésta esté localizada o no en el banco central.

unión de los ministros de finanzas y gobernadores de bancos centrales de los países miembros⁵.

Así, el formato de este grupo de discusión internacional ofrece un foro lo suficientemente representativo de la economía mundial –las economías presentes en el G-20 representan cerca del 90% del producto mundial y el 60% de la población del planeta– y al mismo tiempo lo suficientemente reducido para facilitar la toma de decisiones. A raíz de la actual crisis, el G-20 ha celebrado, hasta el momento y por primera vez desde su constitución, tres cumbres de Líderes de Gobierno⁶, lo que ha otorgado a estos cónclaves una trascendencia especial. De hecho, en la Cumbre de Pittsburgh se acordó designar al G-20 como el principal foro internacional de cooperación económica.

De hecho, en las últimas reuniones del G-20 se han alcanzado importantes acuerdos. Allí se han tratado diversos asuntos, entre los que destacan los relacionados con la necesidad de impulsar una mayor cooperación internacional en el diseño de las políticas macroeconómicas, la reforma de las instituciones financieras internacionales y las distintas propuestas de regulación financiera destinadas a reforzar los requisitos de capital y mejorar la gestión del riesgo, con especial atención a los aspectos relacionados con la prociclicidad. El G-20 también ha incidido de manera expresa en la necesidad de aumentar la transparencia, promover la integridad de los mercados, reforzar la cooperación e intercambio de información internacional y fortalecer la supervisión macroprudencial del sistema. En este sentido, una de las principales actuaciones del G-20 ha consistido en transformar el anterior Foro de Estabilidad Financiera en el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, en sus siglas en inglés), ampliando el número de miembros para incluir a España, Holanda y la Comisión Europea, y reforzando su mandato para promover la estabilidad financiera.

El FSB celebró su primera reunión en junio de 2009 y en ella estableció las estructuras internas necesarias para cumplir con su mandato. Estas nuevas estructuras incluyen un *steering committee* y tres *standing committees*, para la identificación de vulnerabilidades, el fomento de la cooperación supervisora y reguladora y la implementación de estándares.

De este modo, el mandato del FSB se centra en mantener la estabilidad financiera, mejorar la apertura y transparencia del sector financiero, implementar los estándares financieros internacionales y realizar revisiones periódicas mutuas entre los distintos miembros, utilizando para ello, entre otras fuentes, la evidencia proporcionada por los programas FSAP (Financial Sector Assessment Programs) del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial. Asimismo, el FSB debe colaborar con el FMI para realizar ejercicios de alerta temprana (*early warning*), con el objetivo de identificar la aparición de riesgos macroeconómicos y financieros y señalar las acciones necesarias para enfrentarse a ellos.

Por otra parte, cabe destacar las atribuciones del FSB en el ámbito de la gestión de crisis transfronterizas, que se materializan en la publicación de principios y requi-

5 El G-20 está integrado por Argentina, Australia, Brasil, Canadá, China, Francia, Alemania, India, Indonesia, Italia, Japón, México, Rusia, Arabia Saudí, Sudáfrica, Corea del Sur, Turquía, Reino Unido y Estados Unidos, más la UE, representada por su presidencia rotatoria y el Banco Central Europeo (BCE).

6 Estas reuniones han tenido lugar en Washington (15 de noviembre de 2008), Londres (2 de abril de 2009) y Pittsburgh (24 y 25 de septiembre de 2009). Además, está prevista la celebración de dos cumbres más durante el año 2010, una en Corea (junio) y otra en Francia (noviembre).

sitos exigibles a las entidades financieras de importancia sistémica para que desarrollen planes de contingencia. Dentro del programa de trabajo también se incluyen aspectos relacionados con el riesgo moral que generan las entidades de importancia sistémica y, en consecuencia, que puedan considerarse “demasiado grandes para caer” (*too big to fail*), así como el establecimiento de colegios de supervisores para instituciones financieras complejas.

3.2 Reforma del modelo de supervisión financiera en EE.UU.

En marzo de 2008, el Departamento del Tesoro publicó un documento con una propuesta concreta de reforma del sistema supervisor estadounidense⁷. El conocido como “Informe Paulson”,⁸ elaborado tras un año de estudio, evidencia las carencias del sistema supervisor estadounidense, entre las que destacan el obsoleto enfoque sectorial de la supervisión, la falta de información agregada y la duplicidad de funciones entre distintos supervisores⁹.

En concreto, el informe del Tesoro parte de un análisis pormenorizado de los distintos modelos de organización de la supervisión financiera, para concluir que el modelo de supervisión basado en objetivos es el más recomendable. Este modelo aboga por la existencia de distintos supervisores según los diferentes objetivos perseguidos en la regulación y supervisión financieras. Así, de acuerdo al esquema defendido en ese informe, el control del riesgo sistémico quedaría separado de la supervisión prudencial individual de las entidades financieras y esta supervisión estaría, a su vez, separada de la supervisión de conductas en la prestación de servicios financieros y de la adecuada protección de los consumidores. En este modelo, el control del riesgo sistémico de naturaleza macroeconómica se atribuye al banco central, en este caso la Reserva Federal. Así, en su esencia, el modelo perseguido por las autoridades estadounidenses sería equiparable a un modelo *twin peaks* ampliado.

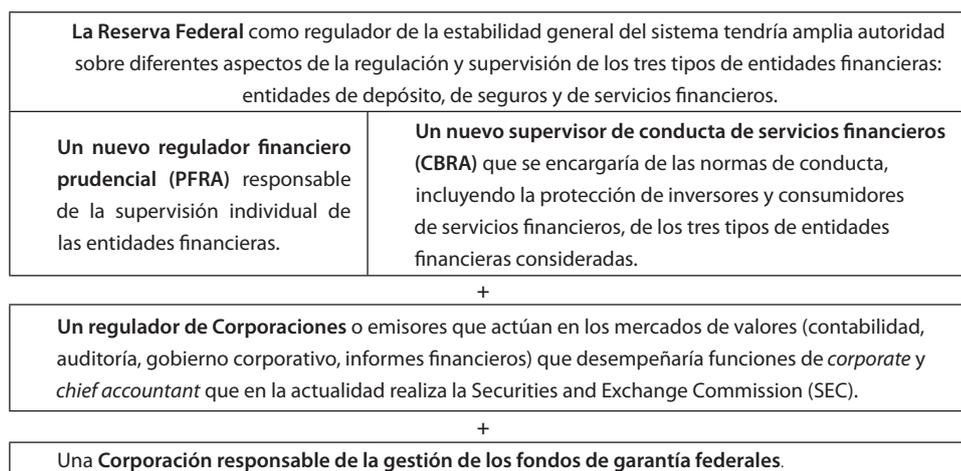
La propuesta plantea este modelo como el más deseable a largo plazo pero también contiene medidas a adoptar a corto y medio plazo, como pasos previos a alcanzar el modelo considerado óptimo.

El cuadro 1 presenta un esquema con algunos de los detalles más importantes de esta propuesta. En concreto, se propone la constitución de dos supervisores para las entidades financieras, uno referido al ámbito prudencial y otro al de normas de conducta. La Reserva Federal, como supervisor de la estabilidad financiera del sistema, adquiere un protagonismo especial.

7 Ver Department of the Treasury, US (2008).

8 Por el entonces Secretario del Tesoro, Henry Paulson.

9 Cabe señalar la particular estructura supervisora existente en EE.UU., que cuenta con múltiples supervisores. Así, un estudio realizado por el Grupo de los Treinta o G-30 (2008) trata el modelo estadounidense como una excepción entre las distintas clases en las que se suelen clasificar los sistemas vigentes.



La propuesta está siendo debatida en estos momentos en el Congreso y el Senado de los EE.UU.¹⁰, y se espera que sirva de base para aprobar una reforma del modelo de supervisión financiera a lo largo de 2010. El debate político ha dado lugar a una propuesta de reforma parcial con las siguientes modificaciones respecto de la propuesta inicial:

- El seguimiento de la estabilidad del sistema financiero recaería en un consejo en el que estarían representados los diferentes supervisores financieros, incluyendo la Reserva Federal.
- Se propone la creación de una agencia de protección del consumidor de servicios financieros.
- Se propone la creación de una agencia federal para supervisar el subsector de los seguros¹¹.

4 Reforma de la supervisión en Europa

Los primeros pasos en la creación del mercado financiero único pueden ser situados en el Plan de Acción de Servicios Financieros (FSAP), aprobado en 1999, y en el denominado Informe Lamfalussy¹², publicado en 2001. Estos dos elementos establecieron el marco de actuación de la regulación y supervisión financieras en Europa sobre la base de la necesidad de converger en las estructuras nacionales de regula-

10 Fruto de las negociaciones de la nueva Administración con las cámaras estadounidenses, el Tesoro formalizó una nueva propuesta que fue aprobada por el Comité del Congreso correspondiente. El 11 de diciembre de 2009 el pleno del Congreso aprobó un proyecto de ley de reformas financieras que aborda algunos aspectos que afectan al modelo de supervisión, sobre la base de la propuesta del Tesoro norteamericano. Este proyecto de ley ha sido remitido al Senado para su estudio y aprobación.

11 Si bien esto no es realmente una diferencia respecto de la propuesta inicial, ya que la creación de esta agencia estaba contemplada como medida a tomar en el medio plazo (como paso previo al modelo considerado óptimo por la propuesta).

12 El Barón Alexander Lamfalussy presidió en el año 2000 el Comité de Sabios sobre la Regulación de los Mercados de Valores Europeos, cuyas propuestas fueron adoptadas por el Consejo de la Unión Europea en marzo de 2001 dando lugar al denominado "proceso Lamfalussy".

ción y supervisión, así como reforzar la cooperación entre supervisores, reguladores y autoridades responsables de la estabilidad macroeconómica nacional y europea.

Uno de los resultados centrales de este esfuerzo multilateral fue el actual modelo de regulación y supervisión, conocido como esquema Lamfalussy. Este esquema se basa en el establecimiento de cuatro niveles: el primero, en el que el Parlamento Europeo y el Consejo de la UE adoptan una norma; el segundo, en el que la Comisión Europea coordina el trabajo de comités sectoriales específicos y reguladores sobre detalles técnicos, dando lugar así a la aprobación de una norma de desarrollo; el tercero, en el que los reguladores y supervisores nacionales trabajan en coordinar la aplicación de las nuevas normas y el cuarto, en el que la CE realiza el seguimiento del cumplimiento de la nueva normativa.

El tercer nivel se articula a partir de tres comités de nivel 3, que agrupan a los supervisores financieros nacionales. Estos comités se conocen por sus siglas en inglés: CEBS para el sector bancario, CESR para el de valores y CEIOPS para el de seguros. Cabe resaltar que en los últimos años este modelo ha favorecido de forma notable la coordinación e intercambio de información entre los mismos.

La reciente crisis financiera, no obstante, ha evidenciado las limitaciones del actual modelo de supervisión paneuropeo. En sus principios, el esquema Lamfalussy consolidó el mercado financiero único, que contaba entonces con trece economías bastante homogéneas entre sí, en términos de riqueza, lo que facilitaba la toma de decisiones por unanimidad. Asimismo, el contexto de estabilidad y crecimiento de esos años facilitó los posibles arbitrajes y permitió confiar en los sistemas de presión informal mutua entre supervisores para garantizar el seguimiento de las recomendaciones y acuerdos. Actualmente, el mantenimiento de una supervisión altamente fragmentada y con un énfasis excesivo en el ámbito puramente nacional, en una UE ampliada hasta 27 miembros, no resulta compatible con el elevado grado de integración de los mercados financieros. Es necesario, por tanto, realizar un salto cualitativo en el proceso de integración europeo.

En este contexto, la Comisión Europea encargó a un grupo de expertos dirigidos por Jacques De Larosière la elaboración de propuestas concretas que reforzaran el actual sistema de supervisión europeo para que éste fuera más integrado, eficiente y sostenible en el tiempo. El resultado de ese encargo fue el Informe Larosière, publicado en febrero de 2009.

Las propuestas del informe Larosière han sido asumidas en su mayor parte por la Comisión Europea, que, a su vez, aceleró el calendario previsto inicialmente en el informe con el objetivo de que la reforma pudiera estar ultimada en el transcurso de 2010. Tras varios procesos de consulta, existe ya una propuesta de Reglamento comunitario formulada por la Comisión Europea en septiembre de 2009, que en estos momentos está pendiente de aprobación por el Parlamento Europeo y el Consejo, lo que, previsiblemente, tendrá lugar en los próximos meses¹³.

Los principales aspectos de la reforma pueden agruparse en los tres bloques que se detallan a continuación, según se refieran a la supervisión macroprudencial, microeconómica o individual, relativa a las entidades y los mercados en los que éstas actúan, o a la coordinación entre las autoridades supervisoras.

13 En un primer paso en este proceso, el Consejo de Ministros de Economía de la UE (ECOFIN) aprobó, el 2 de diciembre pasado, el texto propuesto por la CE con mínimas modificaciones.

4.1 El Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (ESRB)

Uno de los principales objetivos de la reforma es el refuerzo de la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. Para ello, en la nueva propuesta europea se establece la creación del Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (ESRB, en sus siglas en inglés) como institución encargada de la supervisión macroprudencial del sistema financiero europeo. Aunque la idea de establecer un organismo europeo para el seguimiento de los posibles riesgos sistémicos no es nueva, su concreción y puesta en marcha supondrán un cambio importante en la estructura supervisora europea. En concreto, el ESRB se encargará de vigilar e identificar los riesgos que puedan afectar a la estabilidad del sistema financiero europeo en su conjunto, recopilando para ello toda información relevante de los supervisores nacionales. De este modo, mediante el desarrollo de una perspectiva europea que considere las diversas interconexiones de los mercados financieros, se pretende paliar la fragmentación del análisis de riesgos que en estos momentos realiza cada autoridad nacional.

El resultado de los análisis del ESRB se traducirá en recomendaciones y alertas tempranas destinadas a mitigar o prever los posibles riesgos para la estabilidad del sistema financiero europeo. Estos avisos podrán estar dirigidos a la comunidad financiera en su conjunto, a las nuevas autoridades supervisoras europeas, a las autoridades nacionales de forma directa o al resto de instituciones europeas (Consejo, Comisión y Parlamento).

Los destinatarios de las recomendaciones deberán cumplir con las mismas o, en caso contrario, justificar los motivos de su no seguimiento. De este modo, las recomendaciones del ESRB no tendrán carácter vinculante, sino que actuarán sobre la base de los efectos reputacionales que el incumplimiento de las mismas conllevará para las distintas autoridades. En particular, el ESRB decidirá en cada caso concreto si hace públicas las alertas y recomendaciones que acuerde. Si bien es cierto que la publicidad de las mismas puede aumentar la presión para su seguimiento, la difusión de determinada información puede provocar efectos no deseados en los mercados, lo que justifica un análisis individualizado de la conveniencia de su publicidad.

El principal órgano de decisión del ESRB será su Consejo. La composición del Consejo otorgará un relevante papel a los bancos centrales, al contar con la participación de los gobernadores de los 27 bancos centrales de la Unión y dotar de un especial protagonismo al Banco Central Europeo (BCE) que, además de estar representado en el Consejo directamente por su Presidente y Vicepresidente, ofrecerá los servicios de secretariado necesarios. El Consejo contará también con la presencia de los presidentes de las tres nuevas autoridades supervisoras sectoriales europeas (ver a continuación), un representante de la CE, así como un representante por Estado Miembro de los supervisores nacionales (que podrá rotar en función de la materia a tratar) y el Presidente del Comité Económico y Financiero; estos dos últimos actuarán como observadores, con voz pero sin voto. En conjunto, el Consejo puede llegar a contar con un número apreciable de miembros (hasta un máximo de 61, si bien sólo 33 tendrán derecho de voto). El Consejo contará con un Presidente y un Vicepresidente, que serán elegidos por cinco años entre los miembros del Consejo del ESRB que también sean miembros del Consejo General del BCE. Debido al tamaño del Consejo y para facilitar la toma de decisiones, se establecerá un *steering committee*, así como un comité asesor técnico, destinado a asesorar y asistir al Consejo en sus decisiones.

Además de los aspectos organizativos, uno de los requisitos relevantes para garantizar el buen funcionamiento del ESRB es el acceso a la información necesaria para la identificación de los riesgos. El seguimiento de los posibles riesgos que afecten al sistema requiere un amplio conjunto de indicadores macroeconómicos y microfinancieros que permitan no sólo identificar posibles riesgos sino también cuantificar y valorar sus efectos sobre el sistema en su conjunto. Para ello, el ESRB dispondrá de toda la información necesaria disponible en el BCE, así como de la que pueda solicitar a las autoridades supervisoras europeas o, en caso de ser necesario, directamente a las autoridades nacionales.

Finalmente, dada la fuerte interrelación entre los distintos sistemas financieros, el ESRB mantendrá una estrecha coordinación con las instituciones financieras internacionales relevantes como el FMI y el FSB, así como con terceros países.

4.2 Nuevas autoridades supervisoras europeas

En el ámbito de la supervisión microeconómica, el nuevo Reglamento comunitario establece el Sistema Europeo de Supervisores Financieros como estructura que integra a los supervisores financieros nacionales y a las tres nuevas autoridades supervisoras europeas (ESA, por sus siglas en inglés), que nacen a partir de los actuales comités sectoriales de nivel 3

Esta transformación de los comités sectoriales CESR, CEBS y CEIOPS en autoridades europeas responde a la necesidad de ampliar los límites de actuación de las estructuras de supervisión europeas más allá de la simple función de coordinación y asesoramiento que desarrollan los mencionados comités de nivel 3. Para ello, está previsto que las nuevas autoridades asuman nuevas competencias, lo que, inevitablemente, vendrá en detrimento de las competencias nacionales en determinados aspectos. Cabe esperar, no obstante, que este traspaso parcial de competencias facilite el consenso y la toma de decisiones cooperativas entre supervisores nacionales, que en todo caso seguirán siendo los responsables de la supervisión de las entidades individuales, manteniendo los principios de subsidiariedad y proporcionalidad. Así, por ejemplo, la Autoridad Europea de Mercados de Valores (ESMA), que resultará de la transformación de CESR, asumirá las competencias supervisoras sobre las agencias de *rating* reguladas por el nuevo Reglamento 1060/2009.

En concreto, las ESA contribuirán al establecimiento de estándares y prácticas regulatorias y supervisoras comunes. Para ello, además de las guías que emiten los comités sectoriales, las ESA podrán dictar normas técnicas de obligado cumplimiento por los supervisores nacionales, cuya publicación irá precedida de la correspondiente consulta pública. Estas normas deberán ser validadas por la CE.

Asimismo, las ESA adquieren un importante papel en la tarea de favorecer el establecimiento de una cultura supervisora común y acorde con la regulación europea. Para lograr el objetivo de garantizar una aplicación coherente de las normas comunitarias, las ESA podrán publicar guías y recomendaciones dirigidas a las autoridades nacionales y a los participantes en los mercados. Asimismo, es previsible que las ESA tengan capacidad, incluso, para actuar sobre entidades financieras concretas, cuando se cumplan determinadas situaciones muy tasadas y se cuente con la participación de la CE, y siempre tras las oportunas comunicaciones al supervisor nacional competente. Este extremo, que ha sido muy debatido, encuentra su justificación en la

necesidad de garantizar el buen funcionamiento de las ESA y favorecer la aplicación consistente de la normativa comunitaria.

Por otra parte, las ESA podrán mediar en caso de desacuerdo entre los supervisores nacionales y tendrán capacidad para desarrollar determinadas actuaciones en situaciones de emergencia, entendidas como aquéllas en las que se amenace el ordenado funcionamiento de los mercados de valores y la estabilidad del sistema financiero de la UE, que serán determinadas por la CE.

Las nuevas autoridades contarán con un Consejo de supervisores y un órgano de gestión (*management board*). El Consejo estará integrado por los altos representantes de los supervisores nacionales y tendrá al frente un presidente con dedicación exclusiva, nombrado por un periodo de cinco años. Asimismo, asistirán con voz pero sin voto un representante de la CE, uno del ESRB y uno por cada una de las otras ESA.

Las decisiones se adoptarán por mayoría simple como criterio general, a excepción de asuntos concretos como la adopción de estándares técnicos, guías y recomendaciones, y temas presupuestarios, en los que previsiblemente se requerirá mayoría cualificada.

Finalmente, cabe señalar que las ESA serán el punto de contacto para supervisores de terceros países y cumplirán funciones de asesoramiento al resto de instituciones europeas (Parlamento Europeo, Comisión y Consejo).

4.3 Coordinación entre Autoridades

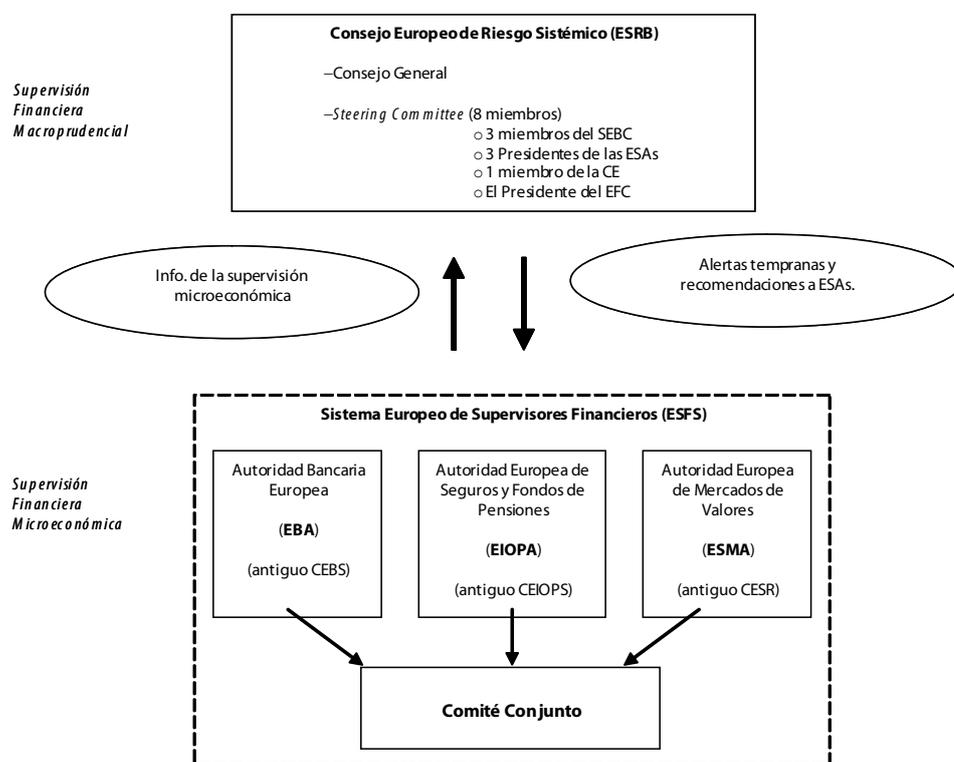
Para garantizar el éxito de la reforma es conveniente concretar el sistema de coordinación entre las distintas autoridades nacionales y organismos europeos, reforzando algunos de los ya existentes. A continuación, se describen algunos elementos clave para la coordinación entre los supervisores europeos previstos en el nuevo ordenamiento.

- **Colegios de supervisores.** Los colegios de supervisores desempeñan un papel relevante para asegurar un flujo equilibrado de intercambio de información entre las autoridades supervisoras de origen y de acogida. Las ESA contribuirán a promover la eficiencia y el funcionamiento consistente de estos colegios y deberán velar por la coherencia en la implementación de la legislación comunitaria en los distintos países miembros. Para ello, las ESA podrán participar como observadores en los colegios de supervisores y recibir toda la información relevante compartida entre los miembros del colegio.
- **Relación de las ESA con el ESRB.** Las nuevas autoridades deberán cooperar estrechamente con el ESRB para facilitar el seguimiento de los aspectos macroprudenciales, mediante el intercambio de información relevante. Por otra parte, la regulación especificará los procedimientos que deberán seguir las ESA para asegurar que se realiza un seguimiento adecuado de las recomendaciones del ESRB.
- **Comité Conjunto de Autoridades Supervisoras Europeas.** La reforma europea sigue descansando en la tradicional división de la supervisión por sectores financieros. Para paliar las limitaciones de este modelo, se requiere de una estrecha cooperación entre las tres autoridades. Para ello, se prevé la creación de un Comité Conjunto de Autoridades Supervisoras Europeas que asegure el enten-

dimiento mutuo, la cooperación y la consistencia de los enfoques supervisores empleados por las tres autoridades. El ESRB también será invitado a las reuniones del Comité. Por otra parte, un subcomité tratará específicamente los asuntos intersectoriales, incluyendo los relativos a los conglomerados financieros, y velará por el mantenimiento de las mismas reglas para todos los participantes (*level playing field*).

Esquema de la reforma supervisora en la Unión Europea

CUADRO 2



5 Algunas reflexiones sobre la propuesta de reforma de la supervisión en Europa

La reforma en curso, descrita en la sección anterior, es un gran avance en la armonización de la regulación y supervisión europeas, que, a la vez, fortalece los organismos supervisores y les dota de mejores instrumentos para alcanzar sus objetivos. No obstante, el proyecto no está exento de algunas limitaciones. A continuación se señalan algunos aspectos sobre los que podría reflexionarse en el futuro.

5.1 Independencia de las ESA

Una condición esencial para garantizar la confianza en el funcionamiento de las nuevas autoridades es asegurar su independencia de los poderes políticos, mediante sistemas de autonomía funcional y económica similares a los que se otorgan a los supervisores nacionales.

Las nuevas autoridades se han establecido sobre la base del artículo 114 del Tratado de funcionamiento de la UE, lo que ha permitido agilizar el proceso de definición del nuevo modelo supervisor, al no requerir una modificación del Tratado. No obstante,

a través de esta fórmula se otorga un papel relevante a la CE en las decisiones de las ESA. En efecto, la validación por parte de la CE de las normas técnicas de obligado cumplimiento es uno de los elementos que, en función de la concreción del procedimiento, podría llegar a distorsionar los resultados. Así, parece conveniente que toda propuesta de modificación de las normas técnicas por parte de la CE debería ser acordada con la ESA correspondiente.

Otro aspecto significativo relacionado con la independencia y autonomía de las ESA es el que se refiere a las fuentes de financiación de las autoridades. El proyecto de regulación contempla que los recursos financieros provendrán, principalmente, de las contribuciones de sus miembros y de las subvenciones de la CE, así como de posibles tasas cobradas por cada autoridad. En este ámbito parece deseable, con vistas a no condicionar sus actuaciones a la aprobación de terceros, que las autoridades cuenten con la máxima autonomía posible en la captación de recursos. Sin embargo, el sistema de contribuciones que establece el Reglamento no favorece que las autoridades puedan financiarse mayoritariamente mediante las aportaciones de sus miembros, pues éstas se definen sobre la base de la representatividad poblacional sin considerar aspectos como el tamaño de las economías o de los mercados financieros. Ello limita la magnitud del presupuesto total de las autoridades y puede distorsionar sus incentivos, en la medida en que se puede producir una falta de proporcionalidad entre las aportaciones de los miembros y los tamaños de los sistemas que supervisan¹⁴. Parece conveniente, por tanto, tratar de avanzar en el futuro hacia un modelo parecido al establecido en el BCE, ponderando las contribuciones de los países miembros por parámetros relacionados con el PIB o el tamaño de los mercados.

5.2 Complejo equilibrio entre las competencias nacionales y europeas

El proyecto de reforma establece fronteras entre las competencias nacionales y europeas que inevitablemente se irán definiendo sobre la base de la experiencia. Así, por ejemplo, las decisiones de las ESA no pueden tener implicaciones fiscales para los Estados Miembros. Esto es, se reserva el derecho a los Estados Miembros de no seguir un acuerdo de las ESA, en la medida que el Estado en cuestión justifique ante la ESA y la CE que tal decisión puede implicar una responsabilidad patrimonial para éste. El asunto puede acabar siendo decidido por el Consejo Europeo.

En cierto modo, esta última limitación no está exenta de justificación, en la medida en que la misma mantiene la coherencia entre responsabilidad fiscal y responsabilidad de poderes. No obstante, es conveniente concretar la aplicación práctica de este principio de forma que se evite un abuso del mismo en perjuicio de la efectividad de los acuerdos de las ESA.

5.3 Mínima diferenciación entre supervisores

Durante el proceso de definición del proyecto de reforma se ha mantenido un enfoque muy similar para las tres autoridades supervisoras europeas, de modo que la propuesta de regulación de las ESA apenas establece diferencias entre ellas. Si bien es cierto que este criterio ofrece ventajas en el desarrollo del proceso, la homogeneidad puede derivar en consensos que no permitan avanzar en aspectos clave que, en

14 Ello puede ser especialmente relevante en el caso de los países de Europa Central y del Este.

la práctica, diferencian la actividad de los distintos supervisores. Sería conveniente, por tanto, que en el futuro se estudiaran cuidadosamente las particularidades de cada una de las ESA a la hora de concretar su funcionamiento y competencias.

5.4 Organización sobre la base de los comités sectoriales

Finalmente, la reforma propuesta por la CE no se posiciona sobre la recomendación que el informe Larosière hace con relación a la necesidad de revisar el funcionamiento del sistema de autoridades en un plazo de cinco años y la conveniencia de evolucionar hacia un modelo supervisor funcional del tipo *twin peaks*; esto es, hacia un modelo donde la prestación de servicios financieros y actividades desarrolladas en los mercados de valores se engloben bajo el supervisor de conductas, y el supervisor prudencial controle la actividad interna y la solvencia de las entidades, independientemente de la naturaleza de las mismas. El propio Parlamento Europeo ha reconocido¹⁵, al recibir el proyecto de reforma, que es posible que sea necesario ir más allá del modelo sectorial y que, en todo caso, en el futuro serán necesarias más reformas.

La heterogeneidad de los diseños institucionales de la supervisión en el ámbito nacional es uno de los argumentos que se suelen esgrimir para mantener el *statu quo*, a pesar de que, como se ha señalado anteriormente, en la práctica no existe una división sectorial clara de las entidades que operan en los distintos mercados. Sin embargo, esta heterogeneidad a nivel nacional podría afectar al funcionamiento de las nuevas autoridades europeas, ya que la misma es susceptible de generar costes de duplicidad y conflictos de interés entre distintos supervisores o en el seno de los mismos. En este sentido, también se echa de menos en la propuesta de la CE alguna recomendación sobre el mejor diseño de la supervisión financiera a nivel nacional.

6 Consideraciones finales

La crisis financiera iniciada en agosto de 2007 puso de manifiesto algunas debilidades de los sistemas de supervisión, motivadas en parte por fallos en el diseño y funcionamiento de las instituciones supervisoras. Estos fallos han impulsado recientemente diversas reformas en el ámbito internacional destinadas, principalmente, a reforzar la supervisión macroprudencial, mejorar el intercambio de información y cooperación entre supervisores y adecuar las competencias y herramientas disponibles por parte de las autoridades supervisoras a las nuevas necesidades de supervisión.

Entre las reformas actualmente en marcha, este artículo destaca de forma singular la reforma de la arquitectura supervisora en la UE, que supondrá un gran avance en el proceso de integración del mercado financiero europeo. La propuesta europea de reforma, actualmente en su fase final, establece un Consejo a nivel europeo para la supervisión del riesgo sistémico, a la vez que refuerza la supervisión financiera microeconómica mediante la transformación de los actuales comités de nivel 3 en tres autoridades europeas. Entre las novedades que introducirá este sistema destacan la

15 Nota de prensa del 25 de noviembre de 2009 del Presidente del Comité de Asuntos Económicos y Financieros del Parlamento Europeo.

posibilidad con que contarán las autoridades europeas de dictar normas técnicas de obligado cumplimiento o de mediar entre los supervisores nacionales.

Si bien restan determinados aspectos por concretar, que deberán ser revisados en el futuro próximo, la valoración de la reforma que se hace en este artículo es claramente positiva, en la medida en que la misma permite avanzar en la homogeneización de la supervisión financiera en Europa, a la vez que refuerza los mecanismos existentes para el seguimiento de la estabilidad del sistema financiero en su conjunto.

En cualquier caso, la necesidad de llegar a un acuerdo sobre la reforma supervisora no debe limitar el debate sobre la mejor organización de la supervisión financiera, especialmente a raíz de la experiencia de los últimos años. Ello es conveniente en el ámbito europeo, pero también en el ámbito nacional de los respectivos países miembros, donde la heterogeneidad de modelos existentes puede limitar la efectiva coordinación de los países miembros y afectar al buen funcionamiento de las instituciones supervisoras europeas.

7 Bibliografía

Cihák, M. y R. Podpiera (2008): “Integrated financial supervision: Which model?”, North American Journal of Economics and Finance, Volumen 19, Issue 2.

Comisión Europea (2009a): “Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on Community macro prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board”, COM (2009) 499 final.

Comisión Europea (2009b): “Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European Securities Markets Authority”, COM (2009) 503 final.

Comisión Europea (2009c): “Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European Banking Authority”, COM (2009) 501 final.

Comisión Europea (2009d): “Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European Insurance and Occupational Pensions Authority”, COM (2009) 502 final.

De Larosière (2009): “The high-level group on financial supervision in the EU report”, elaborado por el Grupo presidido por Jacques de Larosière por encargo de la Comisión Europea y presentado el 25 de febrero de 2009.

Department of the Treasury, US (2008): “Blueprint for a modernized financial regulatory structure”, Department of the Treasury, US Government.

Group of Thirty (2008): “The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace”, G30 Financial Regulatory Systems Working Group, The.

Los esquemas de compensación de inversores en la Unión Europea

Elías López Blanco (*)

* Elías López Blanco pertenece al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

1 Introducción

Los esquemas de compensación protegen a los inversores en situaciones de insolvencia de los intermediarios, garantizándoles la restitución, por lo menos parcial, de sus activos o una indemnización equivalente. Los inversores pueden estar expuestos al riesgo de insolvencia de los intermediarios por diversos motivos. El más obvio es la no segregación de los activos de los clientes respecto a los del intermediario, situación que la regulación permite, en muchos países, para determinados tipos de intermediarios y activos. La integración de los activos de los clientes en la masa patrimonial de la entidad comporta, generalmente, la equiparación de los derechos de los primeros con los del conjunto de los acreedores del intermediario durante los procedimientos concursales. Así, por ejemplo, ante una eventual liquidación de la entidad, el patrimonio de los inversores en manos de la misma se utilizará, al igual que el resto de los activos del intermediario, para atender los derechos de la totalidad de los acreedores.

La segregación de los activos de los inversores atenúa el riesgo de que éstos no obtengan la restitución de su patrimonio en caso de insolvencia del intermediario, pero no lo elimina por completo, debido a que los inversores también están expuestos a los riesgos operativos de la entidad. Puede ocurrir, por ejemplo, que, en un contexto de segregación obligatoria de activos, se cometan errores involuntarios en la asignación de titularidades o en el cómputo de los activos correspondientes a un determinado titular. También pueden producirse conductas negligentes, apropiación indebida o fraude por parte de los empleados de la entidad o sus directivos, que se traduzcan en un daño patrimonial para el cliente. Cuando la firma es solvente, el cliente puede obtener, en principio, resarcimiento directo de la misma por los daños causados, acudiendo, si es necesario, a los tribunales de justicia. Sin embargo, tal resarcimiento es más incierto cuando los problemas se detectan una vez que la firma es insolvente o cuando la situación de insolvencia se desencadena sin que los mismos hayan sido resueltos previamente.

Con muy pocas excepciones, los sistemas de compensación de inversores tienden a cubrir exclusivamente el riesgo de desaparición “física” de los activos pertenecientes a los clientes, es decir, situaciones en las que no es posible reintegrar al cliente los activos acreditados. Sin embargo, los errores y las conductas negligentes o fraudulentas del intermediario o de sus empleados también pueden generar pérdidas indebidas en los inversores por materialización de riesgos de mercado, liquidez o contraparte. La exposición a este tipo de pérdidas puede ser particularmente significativa en servicios como el asesoramiento financiero, la venta de productos financieros, la transmisión o ejecución de órdenes de compraventa o la gestión de carteras. Como en el caso de la desaparición “física” de los activos, el afloramiento de una situación de insolvencia puede comprometer la posibilidad de que los clientes obtengan resarcimiento por estas pérdidas indebidas.

El presente artículo describe las principales características de los esquemas de compensación de inversores de la Unión Europea, centrándose, sobre todo, en los países con mercados más importantes: Alemania, Francia, Italia, Reino Unido y España. Los esquemas europeos son relativamente recientes en comparación con el estadounidense. Con pocas excepciones, casi todos ellos se crearon tras la aprobación de la actual directiva europea en la materia, la Directiva sobre Esquemas de Compensación de Inversores, que se produjo en 1997 (Directiva 1997/9/EC - ICSD¹), mientras que la norma base estadounidense, la Ley de Protección de Inversores en Valores (SIPA²), data de 1970. La ICSD es, esencialmente, una norma armonizadora de mínimos, que deja en manos de los Estados un amplio grado de discreción para determinar las características de los esquemas constituidos en su jurisdicción.

La comparación entre los sistemas de compensación de inversores europeos hará especial hincapié en tres aspectos particularmente importantes, como son el alcance de la cobertura, la organización de los esquemas y el régimen de financiación. En el ámbito de los riesgos, servicios y productos cubiertos, la mayoría de los Estados se han limitado a garantizar los exigidos en la Directiva, pero algunos países han optado por excepciones significativas, entre las que destacan la cobertura de pérdidas generadas por el incumplimiento de las normas de conducta por parte del intermediario y la inclusión de los servicios de asesoramiento financiero, ambas en el Reino Unido. También son llamativas las diferencias en el límite máximo de la garantía. Algunos países, entre ellos España, sobrepasan actualmente, de forma considerable, el mínimo de 20.000 euros por cliente exigido en la ICSD. En materia organizativa o institucional sobresalen, especialmente, las diferencias en el tratamiento de las entidades de crédito. Mientras que en algunos países, entre ellos Alemania, Francia y España, se permite que los esquemas de garantía de depósito proporcionen también la garantía derivada de la ICSD, en otros, como el Reino Unido e Italia, tal cobertura se brinda mediante un único esquema de compensación. En el ámbito de la financiación, las diferencias son sustantivas. Mientras que en algunos países, como Alemania, Francia y España, se acumulan fondos de reserva mediante las contribuciones de los intermediarios, en otros, entre los que destacan el Reino Unido e Italia, las contribuciones se desembolsan una vez conocidos los compromisos de compensación.

El artículo se completa con un breve análisis de las sugerencias más relevantes que la Comisión Europea ha trasladado recientemente a las autoridades, la industria y los consumidores, para su consideración en vistas a una posible modificación de la ICSD. En particular, entre otras posibles modificaciones, se reflexionará sobre la conveniencia de mantener un alineamiento con el importe mínimo garantizado para las actividades de depósito que, como se comentará más adelante, ha sido incrementado recientemente de modo sustancial. También se valorará la conveniencia de que una ICSD reformada incluya diversas extensiones en el alcance de la cobertura, entre ellas la de los servicios de asesoramiento financiero y las pérdidas indebidas por incumplimientos del intermediario respecto a las normas de conducta. Finalmente, se analizará si conviene que la ICSD establezca criterios explícitos respecto a la financiación de los esquemas de compensación de inversores con objeto de incrementar su capacidad para cumplir sus obligaciones, incluso ante situaciones que comporten un volumen muy elevado de pagos por compensación.

1 Investor Compensation Scheme Directive.

2 Securities Investor Protection Act.

El artículo se organiza del modo siguiente: el apartado 2 describe los principales mecanismos contemplados por la regulación para proteger el patrimonio de los inversores, entre los que se cuentan los esquemas de compensación de inversores, el apartado 3 destaca las principales características de la ICSD, el apartado 4 compara los esquemas de compensación en los cinco mayores países europeos, el apartado 5 analiza las sugerencias iniciales de la Comisión Europea respecto a una posible modificación de la ICSD y, finalmente, el apartado 6 presenta las conclusiones.

2 Los esquemas de compensación de inversores como mecanismos de protección de última instancia

Los esquemas de compensación de inversores suelen entrar en funcionamiento como recurso de última instancia, por lo que su mayor o menor necesidad vendrá dada, en gran medida, por la eficacia de otros mecanismos diseñados para proteger al inversor. La regulación contempla un amplio arsenal de medidas de este tipo que, a grandes rasgos, pueden ser agrupadas en cuatro categorías: normas de conducta, requisitos sobre administradores y propietarios, exigencias en materia de organización y requisitos prudenciales. Para asegurar su cumplimiento, la regulación prevé, asimismo, la realización de auditorías externas y la sujeción de las entidades a un régimen de supervisión y sanciones administrado por las autoridades.

Las normas de conducta apuntan directamente hacia la reducción de los riesgos operativos. Su finalidad es asegurar que los servicios de inversión se prestan, de forma honesta y profesional, en el mejor interés del cliente. Entre otros contenidos típicos, estas normas regulan la resolución de los conflictos de interés, la ejecución de las órdenes de los clientes, los registros relativos a las actividades de la entidad, el tratamiento del patrimonio custodiado o administrado por cuenta de los clientes, la prevención de las prácticas abusivas de mercado, la información suministrada a los clientes y los códigos internos de conducta, vinculantes para empleados y directivos. Entre todos ellos destacan especialmente, por su impacto potencial en la preservación del patrimonio de los inversores, los requisitos en materia de segregación de activos y los relativos a la información suministrada a los clientes.

Los requisitos de segregación de activos han sido utilizados por la regulación con distinto alcance. En su versión más estricta, se exige no sólo la separación de los activos de los clientes, sin que éstos se integren en la masa patrimonial de la entidad, sino también su custodia separada a través de una entidad independiente. Dentro de este enfoque se halla, por ejemplo, el tratamiento de las sociedades gestoras de cartera y de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva en España, donde la regulación exige que tanto el dinero como los instrumentos financieros de los clientes estén custodiados por bancos y entidades depositarias de valores, respectivamente. En las versiones más livianas, se requiere la segregación contable, pero se permite que el intermediario mantenga la custodia de los activos, o se admite la no segregación de determinados activos, como ocurre, por ejemplo, en España con los saldos transitorios de efectivo asociados a las órdenes de compraventa por cuenta de clientes.

En principio, el enfoque de segregación y custodia por terceras partes independientes parece el más atractivo para reducir la exposición de los clientes al riesgo de insolvencia del intermediario. Aún cuando, bajo este enfoque, los inversores estén también expuestos a los riesgos operativos y al riesgo de insolvencia de las entidades custodias, éstas se hallarán normalmente sujetas a requisitos de la regulación más específicamente ajustados al servicio que prestan. Además, apoyándose en la independencia y especialización de estas entidades, el regulador puede exigirles otras funciones complementarias, encaminadas a reducir los riesgos operativos a los que el inversor está expuesto en virtud de su relación con el proveedor principal de servicios de inversión. Así ocurre, por ejemplo, en España, con los depositarios de instituciones de inversión colectiva, a los que se exige el desarrollo de importantes funciones de control respecto a la actuación de los gestores, entre ellas revisar el cálculo de los valores liquidativos de los fondos de inversión.

Respecto a las obligaciones de información de los intermediarios, su importancia radica en que facilitan el establecimiento de una barrera de protección frente a las pérdidas patrimoniales basada en el control del propio cliente. Tales obligaciones ayudan a reducir los problemas de agencia entre el cliente y su intermediario y facilitan la detección de anomalías en las posiciones de los clientes. Así, por ejemplo, tanto en los servicios de transmisión o ejecución de órdenes como en los de gestión discrecional de carteras, una información completa, precisa y oportuna en el tiempo sobre las condiciones de ejecución de las operaciones realizadas por cuenta del cliente y el estado de sus posiciones facilitará a éste el control sobre la calidad de los servicios prestados y la integridad de su patrimonio. Las obligaciones de información resultan también esenciales en el contexto de las actividades de comercialización y asesoramiento sobre productos financieros. En este caso, la regulación debe asegurar que el intermediario ponga a disposición del cliente la información adecuada para que éste pueda evaluar los riesgos asociados a las opciones de inversión consideradas, evitando, en lo posible, “sorpresas” futuras por desconocimiento de las características del producto.

Los requisitos en materia de administradores y propietarios significativos, organización y requisitos prudenciales tienen un alcance más amplio que el de las normas de conducta en cuanto a los riesgos que se pretende reducir. Así, los requisitos de idoneidad exigidos a administradores y propietarios significativos actúan como un filtro para reducir, por una parte, el riesgo de conductas deshonestas (requisito de honorabilidad) y, por otro, para facilitar el control de la totalidad de los riesgos a los que están expuestos la firma y sus clientes (requisito de competencia), incluidos los riesgos operativos. Recientemente, la Financial Services Authority (FSA) británica, como parte de su respuesta a las debilidades detectadas en el sistema de regulación a raíz de la crisis financiera, ha subrayado la importancia de este filtro, al dotarse de un grupo externo de expertos que le asesorará en los procesos de evaluación en esta materia y en aspectos relacionados con las prácticas de gobierno corporativo en el sector financiero. En el ámbito de los requisitos organizativos, la exigencia de capital humano y medios técnicos suficientes, entendida tanto en términos cuantitativos como cualitativos, actúa en el mismo sentido. Dentro de los requisitos organizativos, los sistemas de control interno y la función de auditoría interna tienen un papel esencial en la identificación y la prevención tanto de los riesgos generados internamente, entre ellos los riesgos operativos, como de los derivados de factores externos (mercado, contrapartes, evolución de la industria, marco legal, etc.), todo ello en el contexto de la estrategia de negocio elegida por la entidad.

En cuanto a las normas prudenciales, se destaca generalmente el papel de los requisitos de liquidez y capital como mecanismos de protección “ex post”, destinados a asegurar el cumplimiento a corto plazo de los compromisos de la firma y a absorber pérdidas inesperadas, respectivamente. Sin embargo, estos requisitos, si se diseñan de manera apropiada, pueden tener, además, un efecto positivo en la prevención de los riesgos de la entidad, especialmente en el caso de los requisitos de capital. En efecto, si los recursos directamente comprometidos por los propietarios de la entidad son significativos, cabe esperar una atención también significativa a los riesgos asumidos, incluidos, por su potencial en la generación de pérdidas, los riesgos operativos. Las recomendaciones del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea de los últimos años han subrayado, precisamente, la vertiente preventiva de los requisitos de capital, vinculándolos de un modo cada vez más estrecho a riesgos específicos, entre ellos los operativos³. No obstante, la experiencia de la reciente crisis financiera sugiere que algunas estrategias de prevención contempladas en las recomendaciones, y trasladadas ya a la regulación de los países desarrollados, como la opción de utilizar modelos internos para determinar los requisitos de capital, pueden resultar ineficaces e, incluso, contraproducentes si no se revisa el marco general de incentivos de administradores y directivos y no se realiza una supervisión adecuada.

Como se ha indicado, los controles externos resultan necesarios para asegurar el buen funcionamiento de los mecanismos de prevención descritos anteriormente. La regulación utiliza, básicamente, dos tipos de controles: las auditorías externas, contratadas por la propia entidad en el marco de sus obligaciones de control e información pública, y la supervisión a través de entidades legalmente habilitadas para ello. Respecto a la supervisión, cabe señalar que durante los últimos años las agencias públicas han desplazado claramente a los organismos de autorregulación en el ejercicio de esta competencia, incluso en el ámbito de las empresas de servicios de inversión no bancarias. Este predominio reconoce, esencialmente, la importancia de la actividad financiera en la economía y la necesidad de limitar al máximo los conflictos de interés. Además de desempeñar un papel clave en el control de los mecanismos preventivos, los supervisores también suelen resultar determinantes en la activación de los mecanismos paliativos. Así sucede, por ejemplo, en la Unión Europea, donde la legislación habilita a las autoridades competentes para determinar, incluso al margen de un procedimiento judicial, que una entidad no puede hacer frente a sus obligaciones respecto a sus clientes, activando, de esta forma, el mecanismo de compensación de inversores.

También se ha señalado anteriormente la necesidad de disponer de un régimen sancionador suficientemente disuasivo. Una supervisión adecuada puede incrementar la probabilidad de que se detecten los incumplimientos a las normas de conducta, pero requiere el complemento de un sistema de sanciones que sea percibido como una amenaza por parte de los infractores potenciales de la regulación. La experiencia sugiere que puede ser difícil detectar o probar con arreglo a las exigencias del proceso legal algunas conductas contrarias a las normas. En estos casos, la previsión de una sanción estricta, que eleve el coste “ex ante” para el infractor potencial, incluso cuando la probabilidad de que se imponga la sanción sea baja, constituye un recurso disuasorio especialmente aconsejable.

3 Véase Basel Committee of Banking Supervision (2006).

3 La Directiva sobre Esquemas de Compensación de Inversores

La actual directiva sobre esquemas de compensación de inversores tiene su origen en el esfuerzo legislativo de la primera mitad de los años noventa para impulsar el mercado único. Aunque aprobada en 1997, esta directiva estaba ya prevista en una de las normas europeas más importantes de aquel periodo, la Directiva de Servicios de Inversión (Directiva 1993/22/EC - ISD⁴), actualmente reemplazada por la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (Directiva 2004/39/EC - MiFID⁵). Entre otras medidas, la ISD estableció un pasaporte comunitario para las empresas de servicios de inversión que se basaba en la autorización del Estado de origen, sobre el que recaía, además, la responsabilidad supervisora. La apertura de las fronteras interiores de la Unión Europea a los servicios de inversión se realizó en un contexto de amplia diversidad de las regulaciones nacionales en materia de protección al inversor, por lo que no debe extrañar que, en aquel momento, la ICSD se concibiese como un complemento de las garantías contenidas en la propia ISD, entendiéndose que reforzaba la confianza de los inversores en el sistema financiero y favorecía el avance hacia el mercado único.

La ICSD obliga a los Estados Miembros de la Unión Europea a establecer esquemas de compensación que proporcionen una cobertura mínima a los inversores, fundamentalmente a los de carácter minorista, ante la eventualidad de que éstos no puedan obtener directamente de sus proveedores de servicios de inversión la restitución del dinero o de los instrumentos financieros confiados a los mismos en conexión con sus actividades de inversión. La garantía sólo es aplicable en una situación de insolvencia o suspensión de pagos del proveedor reconocidas por la autoridad judicial o cuando la autoridad administrativa competente determine que el proveedor, por razones relacionadas con su situación financiera, no puede hacer frente a sus obligaciones con sus clientes.

Siguiendo la estela de la Directiva sobre Esquemas de Garantía de Depósitos (Directiva 94/19/EC, parcialmente enmendada por la Directiva 2009/14/EC - DGSD⁶), la ICSD optó por una armonización de mínimos que dejaba en manos de los Estados un amplio margen de maniobra. Así, entre otros aspectos importantes, los Estados pueden determinar si extienden el alcance de la cobertura, en cuanto a servicios y instrumentos financieros, y su importe más allá de los mínimos contemplados y disponen de una amplísima discreción en materia organizativa y de financiación.

El contenido de la ICSD puede resumirse como sigue:

- Los Estados Miembros deben asegurar la existencia de uno o más esquemas de compensación de inversores dentro de su territorio.
- Los servicios de inversión y los instrumentos financieros cubiertos son los incluidos en la Directiva de Servicios de Inversión de 1993. No es obligatorio cubrir, por tanto, las extensiones contempladas en la MiFID, como el servicio de asesoramiento financiero o, en el ámbito de los instrumentos financieros, los contratos de productos derivados sobre materias primas u otras mercaderías.

4 Investment Services Directive.

5 Markets and Financial Instruments Directive.

6 Deposit Guarantee Scheme Directive.

- Todos los proveedores de servicios de inversión, incluidas las entidades de crédito que tengan autorización para realizar estas actividades, deben pertenecer a alguno de estos esquemas. No obstante, los Estados Miembros pueden optar por excluir de tal pertenencia a empresas cuya actividad no comporte el mantenimiento o la custodia de saldos monetarios o instrumentos financieros de sus clientes.
- Tratamiento flexible de las entidades de crédito: dado que éstas, de acuerdo con la DGSD, deben pertenecer a un esquema de garantía de depósitos, los Estados pueden optar por requerir su pertenencia a un único esquema, siempre que éste proporcione ambos tipos de cobertura.
- Las actividades transfronterizas de las empresas de servicios de inversión están cubiertas por un esquema de compensación constituido en el Estado de origen. Sin embargo, las sucursales tienen la opción de afiliarse también, de forma complementaria, a un esquema del Estado de acogida si la garantía ofrecida por éste es superior, de forma que puedan ofrecer a sus clientes una cobertura adicional por la diferencia (*top-up clause*).
- La garantía ofrecida debe cubrir, por lo menos, el 90% del valor de los activos de cada cliente, con un límite no superior a 20.000 euros.
- Se protege esencialmente a los inversores minoristas. Los Estados Miembros deciden si se excluye o no de la protección a otros inversores, como los profesionales (incluidas las instituciones de inversión colectiva), las instituciones públicas, las instituciones supranacionales o las grandes empresas.
- Una vez admitida la incapacidad de una entidad para hacer frente a sus obligaciones (por vía judicial o mediante una decisión de la autoridad administrativa competente), el esquema de compensación debe informar a los inversores afectados y, en su caso, compensarles en el plazo más breve posible⁷.
- Los Estados Miembros deben asegurarse de que los esquemas de compensación de inversores constituidos en su territorio están en condiciones de hacer frente a sus compromisos bajo la Directiva, aunque ésta no establece requisitos específicos respecto a la organización de los esquemas o su financiación.

4 Los esquemas de compensación de inversores en los principales países europeos

En esta sección se comparan entre sí los esquemas de compensación de inversores implantados en las cinco mayores economías de la Unión Europea (Alemania, Francia, Italia, el Reino Unido y España). Las diferencias más significativas, en las que se centrará esta comparación, son las que se refieren a la cobertura, la organización

⁷ Los esquemas pueden establecer un plazo razonable, no inferior a seis meses, para que los inversores remitan sus reclamaciones, pero no pueden alegar el agotamiento de dicho plazo como causa de denegación de una reclamación cuando el retraso esté justificado. Asimismo, una vez comprobado el derecho de un inversor a recibir compensación, el plazo máximo para hacerla efectiva no puede ser mayor de tres meses, salvo por circunstancias extraordinarias, en las que se admite una demora adicional máxima de otros tres meses.

y la financiación de los esquemas, aunque también se aprecian diferencias en los procedimientos de tramitación de las indemnizaciones, que están condicionados, en algunos casos, por las particularidades de la legislación nacional en materia de insolvencias. En cambio, existe un elevado grado de coincidencia en la determinación del tipo de inversor cubierto por la garantía, ya que la mayoría de los países han optado por excluir de la misma, con pocas excepciones, a los inversores no minoristas. En Oxera (2005) puede obtenerse una descripción más amplia y detallada de las características de los esquemas de compensación de inversores en los Estados Miembros de la Unión Europea.

Las comparaciones respecto al alcance de la cobertura se concentran en los riesgos, servicios de inversión e instrumentos financieros cubiertos, en el importe de la garantía y en el tratamiento del efectivo en manos de las entidades de crédito asociado a operaciones de inversión de sus clientes. En el ámbito de la organización, junto a la descripción del régimen de propiedad, gestión y supervisión de los esquemas en cada país, se destacan las diferencias respecto al encuadramiento de las entidades de crédito y la inclusión o no en los esquemas de las entidades no autorizadas a mantener efectivo o instrumentos financieros por cuenta de sus clientes. Finalmente, en materia de financiación, se pone de manifiesto la existencia de elementos de divergencia, sobre todo, en la constitución o no de fondos de reserva, en los criterios para determinar las contribuciones de los participantes, en la posibilidad de financiación cruzada entre esquemas con distinto ámbito de cobertura y en el acceso a la financiación externa, incluida la posibilidad de obtener financiación del Estado.

4.1 Alcance de la cobertura

Riesgos cubiertos

Los esquemas de compensación europeos, con excepción del existente en el Reino Unido, se limitan a cubrir el riesgo de restitución en caso de insolvencia del intermediario, de acuerdo con lo requerido por la ICSD. Se sigue así, por tanto, un enfoque mayoritario que podría denominarse de desaparición “física” de los activos. Los instrumentos financieros que pertenecen a los clientes suelen estar segregados del balance de las entidades, por lo que la principal fuente del riesgo de no restitución procede de los riesgos operativos de la entidad. En el caso del dinero de los clientes, por ejemplo las provisiones de efectivo para compras de valores o los saldos monetarios procedentes de las ventas, la segregación es menos frecuente, porque se entiende que estos saldos son puramente transitorios y se prima la agilidad de las operaciones. En este caso, además de los riesgos operativos, el riesgo de insolvencia de la propia firma resulta especialmente relevante.

El esquema del Reino Unido, denominado Financial Services Compensation Scheme (FSCS), ofrece, junto a la cobertura del riesgo de restitución, cierta cobertura para pérdidas por materialización de riesgos típicamente financieros (riesgo de precio, tipo de interés, tipo de cambio, contraparte, etc.), cuando dichas pérdidas hayan sido inducidas por la violación de las normas de conducta por parte del intermediario y no sea posible obtener resarcimiento directamente de éste. Esta ampliación permite cubrir, por ejemplo, pérdidas por prácticas negligentes o fraudulentas en el ámbito del asesoramiento financiero, la gestión de carteras o la comercialización de produc-

tos financieros. De hecho, las indemnizaciones por este motivo concentran la mayor parte de los desembolsos de este esquema⁸.

Servicios de inversión e instrumentos financieros cubiertos

La ICSD cubre los servicios nucleares contemplados en el Anexo A de la Directiva de Servicios de Inversión de 1993, relacionados con los instrumentos financieros contemplados en el Anexo B de esta directiva. Estos servicios son los siguientes:

- Recepción y transmisión de órdenes de los inversores.
- Ejecución de órdenes por cuenta de terceros.
- Negociación por cuenta propia.
- Gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los inversores.
- Aseguramiento de emisiones.

La ICSD cubre, además, el servicio de custodia y administración de valores en relación con los instrumentos financieros contemplados en la Directiva de Servicios de Inversión. Este servicio, incluido en el Anexo C de la citada directiva, está considerado como un servicio auxiliar.

Por su parte, los instrumentos cubiertos son los siguientes:

- Valores negociables.
- Participaciones en organismos de inversión colectiva.
- Instrumentos del mercado monetario.
- Futuros financieros, incluidos los instrumentos equivalentes que se liquiden en efectivo.
- Contratos a plazo sobre tipos de interés.
- Contratos de permuta (swaps) sobre tipos de interés y divisas o ligados a acciones o índices sobre acciones.
- Opciones destinadas a la adquisición o venta de cualquiera de los instrumentos anteriores, incluidos los instrumentos equivalentes que requieran liquidación en efectivo. En particular, se incluyen opciones sobre divisas y tipos de interés.

Casi todos los esquemas nacionales se limitan a ofrecer la cobertura mínima en materia de servicios de inversión e instrumentos financieros que establece la ICSD. Respecto a los servicios cubiertos, la excepción más destacada se produce, nuevamente, en el Reino Unido, que extiende la cobertura a los servicios de asesoramiento financiero, una actividad que en la Directiva de Servicios de Inversión estaba considerada como un servicio auxiliar pero que la MiFID reconoce ya como servicio nuclear. El esquema británico cubre, además, actividades que están claramente fuera del ámbito de la MiFID, entre las que destacan las relacionadas con los esquemas de inversión

8 Esta circunstancia proviene de la revisión realizada por la FSA de las prácticas de venta en el ámbito de los planes de pensiones. Tal revisión ha puesto de manifiesto la existencia de malas prácticas por parte de un elevado número de pequeños asesores financieros que ya no están en el mercado, por lo que el FSCS asume la compensación a los inversores.

colectiva: establecimiento, gestión o liquidación de tales esquemas, actuación como agente fiduciario (*trustee*) de fondos de inversión y depositarios o administración de sociedades de inversión de carácter abierto (*open-ended investment companies*). Asimismo, el sistema británico cubre el establecimiento, gestión y liquidación de esquemas basados en planes de pensiones (*stakeholder pension schemes*).

Por el lado de los instrumentos financieros, una de las principales diferencias respecto a la cobertura mínima de la ICSD se encuentra en la interpretación más amplia que algunos países, entre ellos Alemania e Italia, han hecho de los productos derivados, para incluir en la cobertura los contratos sobre commodities. Estos contratos están ya incluidos en el ámbito de aplicación de la MiFID. También cabe destacar la extensión de la cobertura, por parte del Reino Unido, a planes de pensiones y ciertos productos de seguro personal a largo plazo, claramente fuera del ámbito de la MiFID.

Alcance de la cobertura de los esquemas de compensación de inversores en Alemania, Francia, Italia, Reino Unido y España CUADRO 1

	Alemania	Francia	Italia	Reino Unido	España
Riesgos cubiertos en caso de insolvencia del intermediario	No restitución de los activos	No restitución de los activos	No restitución de los activos	No restitución de los activos y pérdidas inducidas por violación de las normas de conducta	No restitución de los activos
Servicios de inversión cubiertos	Mínimo ICSD	Mínimo ICSD	Mínimo ICSD	Mínimo ICSD más asesoramiento financiero, inversión colectiva y fondos de pensiones	Mínimo ICSD
Instrumentos financieros cubiertos	Mínimo ICSD más derivados sobre commodities	Mínimo ICSD	Mínimo ICSD más derivados sobre commodities	Mínimo ICSD más algunos productos de seguro personal a largo plazo	Mínimo ICSD
Importe máximo garantizado	20.000 € (efectivo más instrumentos)	70.000 € para el efectivo y 70.000 € para los instrumentos	20.000 € (efectivo más instrumentos)	48.000 € (efectivo más instrumentos)	100.000 € (efectivo más instrumentos)
Tratamiento del efectivo para las entidades de crédito	Depósito	Depósito	Activo de inversión	Activo de inversión	Depósito

Fuente: Oxera (2005) y elaboración propia.

El importe garantizado

La mayoría de los Estados Miembros de la Unión Europea mantienen una compensación máxima de 20.000 euros, el mínimo previsto por la ICSD, aunque cubren el 100% de las pérdidas inferiores o iguales a esta cantidad. Entre los grandes países europeos, éste es el caso, por ejemplo, de Alemania e Italia.

España también aplicó esta indemnización, básicamente mínima, hasta octubre de 2008, incrementándola a partir de entonces hasta el 100% de los primeros 100.000

euros de pérdida por inversor. Este nuevo límite se adoptó a raíz de una propuesta de la Comisión Europea, asumida por el Consejo Económico y Financiero de la Unión Europea del 7 de octubre de 2008, para promover, en el contexto de la crisis financiera, la confianza de los depositantes de las entidades bancarias mediante el reforzamiento y la convergencia de la cobertura ofrecida por los esquemas de garantía de depósitos en Europa. El Gobierno español decidió extender la ampliación de la cobertura no sólo a los esquemas de garantía de depósitos, sino también al sistema de indemnización de inversores (Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre).

Entre los países que ya mantenían un límite más alto que el mínimo de la Directiva se encuentran Francia y Reino Unido. En el primer caso, la garantía cubre, por separado, saldos monetarios e instrumentos financieros, hasta un límite de 70.000 euros para cada uno de estos activos, de forma que el importe máximo potencial de la compensación a los inversores se fija en 140.000 euros. La garantía cubre el 100% de los activos por debajo de la cantidad señalada. En el Reino Unido, se establece un límite de 48.000 libras esterlinas, estructurado del siguiente modo: el 100% de las primeras 30.000 libras esterlinas de pérdida y el 90% de las 20.000 siguientes. En la actualidad, el Reino Unido estudia fijar como límite el 100% de las primeras 50.000 libras esterlinas.

El tratamiento de los saldos de efectivo en las entidades de crédito

Los proveedores de servicios de inversión pueden mantener saldos monetarios de sus clientes como consecuencia de la prestación de estos servicios. En el caso de las entidades de crédito, no siempre es fácil distinguir entre este tipo de saldos y los asociados al servicio típico de depósito. La ICSD previó, en su momento, esta dificultad, permitiendo que el efectivo pudiera ser tratado, a efectos de compensación, bien como activo de inversión, al igual que los instrumentos financieros, bien como parte del saldo en depósitos. Entre los principales países de la Unión Europea, Italia y el Reino Unido optaron por la primera opción, mientras que Francia, Alemania y España lo hicieron por la segunda. La elección de un tipo de tratamiento u otro puede dar lugar a diferencias notables en las indemnizaciones percibidas por los inversores en determinadas circunstancias, incluso cuando la cobertura aplicada se establece en el nivel mínimo de la Directiva.

4.2 Aspectos relacionados con la organización de los esquemas

Encuadramiento de las entidades de crédito

Como se ha indicado, la ICSD permite que un mismo esquema proteja los depósitos y los activos de los clientes de las entidades de crédito vinculados a la prestación de servicios de inversión. A la hora de implementar la Directiva, optaron por esta vía algunos Estados en los que ya existía, con anterioridad, uno o más esquemas de garantía de depósitos. Así ocurrió, por ejemplo, en Alemania y España. En Alemania hay actualmente cinco esquemas de compensación de inversores, de los que cuatro también ofrecen la protección requerida por la DGSD para distintos tipos de entidades de crédito (bancos privados, bancos públicos, cajas de ahorro regionales y cooperativas de crédito). El quinto esquema alemán corresponde a intermediarios no bancarios y se sitúa exclusivamente en el ámbito de la ICSD.

En el caso español, los tres fondos de garantía de depósito de las entidades de crédito existentes, de aplicación a bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito, respecti-

vamente, ofrecen también la cobertura requerida por la ICSD. Junto a la cobertura de ambos tipos de garantía, los esquemas bancarios españoles también pueden realizar actuaciones que refuercen la solvencia de las entidades en dificultades y defiendan los intereses de los depositantes. Así, por ejemplo, estos esquemas han participado en la financiación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, creado en junio de 2009 por el Gobierno para gestionar los procesos de reestructuración de entidades bancarias y contribuir a reforzar los recursos propios en los procesos de integración. En cuanto a las empresas de servicios de inversión no bancarias españolas, éstas pertenecen a un esquema de compensación específico (Fondo General de Garantía de Inversiones – FOGAIN).

La mayor parte de los Estados de la Unión Europea optaron, sin embargo, por asegurar el cumplimiento de los requisitos de la ICSD a través de un esquema único para entidades de crédito y empresas de servicios de inversión no bancarias. Bajo esta opción, las entidades de crédito que presten servicios de inversión y tomen depósitos deben pertenecer simultáneamente a un esquema de compensación de inversores y a otro de garantía de depósitos. Así ocurre, en particular, en Francia, el Reino Unido e Italia. En los dos primeros países, ambos tipos de esquemas son administrados por una misma entidad, pero las entidades de crédito deben aportar contribuciones específicas a cada uno de ellos para financiarlos. En el caso italiano, tanto la gestión como la financiación de ambos tipos de esquemas son independientes.

Tratamiento de los intermediarios no autorizados a mantener saldos de efectivo ni instrumentos financieros de sus clientes

La mayoría de los países han optado por exigir la pertenencia a un esquema de compensación a todos los proveedores de servicios de inversión, aunque no estén autorizados a mantener saldos monetarios o instrumentos financieros de sus clientes. La principal excepción se produce, en este caso, en Francia, donde no se exige la pertenencia de los gestores de carteras individualizadas. Inicialmente, España tampoco la requería, pero empezó a hacerlo en 2003 (Ley 53/2002, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social), a raíz del caso Gescartera. Por otra parte, tras la aprobación de la Directiva 2001/107/EC, que comportó la posibilidad de autorizar la prestación de servicios de gestión de carteras individuales por parte de las sociedades gestoras de las instituciones de inversión colectiva con pasaporte comunitario (UCITS⁹), la mayoría de los Estados Miembros han extendido la obligación de pertenecer a un esquema de compensación de inversores a las gestoras de inversión colectiva con autorización para prestar dicho servicio.

9 Undertakings of Collective Investments in Tradable Securities.

Organización de los esquemas de compensación de inversores en Alemania, Francia, Italia, Reino Unido y España

CUADRO 2

	Alemania	Francia	Italia	Reino Unido	España
Cobertura en el caso de las entidades de crédito	Esquemas de garantía de depósitos	Esquemas de garantía de depósitos	Esquema común con entidades no bancarias	Esquema común con entidades no bancarias	Esquemas de garantía de depósitos
Entidades no autorizadas a mantener activos de clientes	Incluidas	Excluidas (sociedades gestoras de cartera)	Incluidas	Incluidas	Incluidas
Gestión de los esquemas y papel de las autoridades	Bancos: gestionados por los participantes No bancos: gestionados por banco público Bafin supervisa ambos tipos de esquemas	Bancos y no bancos: el Ministerio de Economía nombra al presidente de la gestora y aprueba el nombramiento del resto de miembros (elegidos por los participantes)	Esquema común gestionado por representantes de los participantes (aprobados por el Ministerio de Economía)	Subesquema del Financial Services Compensation Scheme (FSCS). Gestora nombrada por la FSA	Bancos: gestora nombrada por Banco de España No bancos: gestionados por los participantes (aprobación de la CNMV)

Fuente: Oxera (2005) y elaboración propia.

La gestión de los esquemas y el papel del supervisor

Sólo Holanda, Portugal y Suecia han optado por esquemas gestionados directamente por los supervisores o por otra autoridad pública. En la mayoría de los Estados Miembros, el régimen de gestión de los esquemas contempla un cierto grado de participación de los proveedores de servicios de inversión, pero existe una considerable variedad en cuanto a la estructura y la gestión de los mismos, así como en el nivel de control que las autoridades administrativas, generalmente el supervisor del mercado de valores, ejercen sobre ellos. Estas diferencias se aprecian, incluso, dentro de un mismo país, especialmente cuando la cobertura se realiza a través de esquemas separados para empresas de servicios de inversión y entidades de crédito.

En el caso de los principales países europeos, las características más destacadas en este ámbito son las siguientes:

- En Alemania, los cuatro esquemas que encuadran a las entidades de crédito (bancos privados, bancos públicos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito) pertenecen y son gestionados por las asociaciones profesionales relevantes para cada tipo de entidad, mientras que el esquema de compensación correspondiente a las empresas de servicios de inversión está administrado por un banco público. Todos los esquemas están supervisados por la autoridad alemana de servicios financieros (BaFin).
- En Francia, el esquema de compensación de inversores, común para entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, es gestionado por una entidad de derecho privado, el Fondo de Garantía de Depósitos (Fonds de Garantie des Dépôts), que administra también el esquema de garantía de depósitos. El Ministerio de Economía nombra al presidente de la entidad gestora, mientras que los

restantes consejeros son elegidos por un comité integrado por representantes de las entidades adheridas y que fiscaliza la actuación del consejo. La entidad gestora opera el fondo de modo independiente respecto a los reguladores relevantes, en este caso, la Comisión Bancaria y la Autoridad de los Mercados Financieros, con los que mantiene, no obstante, un estrecho contacto.

- El esquema de compensación de inversores italiano (Fondo Nazionale di Garanzia), también común para entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, es, asimismo, una entidad de derecho privado, cuyo órgano de gestión está integrado por representantes de las entidades contribuyentes. El nombramiento de los miembros de este órgano requiere, sin embargo, la aprobación del Ministerio de Economía.
- En el Reino Unido, el sistema de indemnización de inversores es un subesquema del Financial Services Compensation Scheme, que ofrece también cobertura en el ámbito de los depósitos bancarios y en relación a algunos productos de seguros. El FSCS es una entidad privada constituida al amparo del régimen británico de las sociedades por garantía, cuyos propietarios (“garantes”) son las entidades adheridas a los esquemas. Sin embargo, todos los miembros del consejo de administración son nombrados por la (FSA), que tiene encomendada la supervisión del sistema financiero en su conjunto.
- En el caso español, cada uno de los tres fondos de garantía de depósitos es una entidad con personalidad jurídica cuyo órgano de gestión está integrado, al 50%, por representantes del Banco de España y de las entidades participantes, todos ellos nombrados por el Ministerio de Economía y Hacienda. En cambio, el esquema de compensación de inversiones (Fondo General de Garantía de Inversiones –FOGAIN) es un mero patrimonio sin personalidad jurídica, administrado por una sociedad anónima cuyos accionistas son las empresas de servicios de inversión participantes. El nombramiento de los consejeros de esta sociedad requiere la aprobación de la CNMV, que, además, tiene un representante en el consejo, con voz pero sin voto¹⁰.

4.3 Aspectos relacionados con la financiación de los esquemas

Los esquemas de compensación de inversores soportan, básicamente, dos tipos de gasto: los pagos por indemnización a los inversores y los gastos operativos del esquema¹¹. Prácticamente, todos los esquemas de compensación financian los gastos operativos mediante contribuciones obligatorias de las entidades participantes que se realizan una vez aprobado el presupuesto anual. En el caso de las compensaciones, la financiación puede ser “ex ante”, con contribuciones de las entidades participantes basadas en una previsión, o “ex post”, sobre la base de los compromisos conocidos. Entre los esquemas que han optado por un sistema de financiación “ex ante” están los alemanes, el francés y los españoles. En cambio, Italia y el Reino Unido han optado por una financiación “ex post”.

10 También tienen un representante en el consejo de la sociedad gestora las tres comunidades autónomas con competencias en materia de mercados de valores: Cataluña, País Vasco y Comunidad Valenciana.

11 Los gastos asociados a la determinación del derecho a indemnización de los inversores y, en su caso, de la cuantía de ésta pueden ser incluidos en cualquiera de estos dos conceptos, aunque guardan una relación más estrecha con las compensaciones por indemnización.

Las características del sistema de financiación adoptado en los principales países se resumen a continuación:

- Alemania:
 - Los esquemas alemanes se financian de forma independiente entre sí y no se contempla la posibilidad de que exista financiación cruzada entre ellos para cubrir una posible insuficiencia de fondos.
 - La regulación establece que los esquemas bancarios deben alcanzar un determinado volumen mínimo de fondos, mientras que no se exige tal requisito para el correspondiente a las empresas de servicios de inversión no bancarias.
 - En el esquema para empresas de servicios de inversión no bancarias, las contribuciones de las entidades participantes se gradúan teniendo en cuenta el tipo de actividades autorizadas. Las contribuciones se aplican sobre los ingresos brutos por comisiones y, en algunos casos, sobre los ingresos brutos derivados de transacciones financieras reflejados en el balance de la entidad, oscilando aquéllas entre el 0,35% y el 2,2%. Al determinar la base de la contribución, no se tiene en cuenta el 90% de los ingresos brutos por transacciones con inversores no cubiertos por el esquema. Se establece una contribución mínima de 300 euros por entidad. Pueden exigirse contribuciones adicionales, si fueran necesarias, con un límite máximo del 10% de los ingresos netos de la entidad.
 - En los esquemas para entidades de crédito no hay una contribución específica basada en los activos de inversión mantenidos por cuenta de los clientes. Las contribuciones se basan en las obligaciones totales hacia los clientes consignadas en el balance, fijándose las mismas en el 0,008% de esta partida.
 - Los esquemas alemanes pueden recurrir al crédito para cubrir situaciones de insuficiencia de fondos. No está prevista la posibilidad de obtener financiación del Estado.
- Francia:
 - No existe un requisito legal que determine un tamaño mínimo para los fondos acumulados por el esquema. El regulador (Comisión Bancaria) determina el monto total de las contribuciones anualmente.
 - La asignación de contribuciones entre los participantes está basada en el riesgo generado para los clientes. A tal efecto se calcula una cuota de riesgo neto para cada entidad que tiene en cuenta los distintos activos cubiertos y su contribución al riesgo (por ejemplo, se asume que las tenencias en efectivo tienen más riesgo que las de instrumentos financieros), la cobertura en términos de recursos propios y la rentabilidad de las operaciones corrientes de la entidad. Dicha cuota se aplica sobre la contribución agregada de las entidades que se pretende obtener para determinar la contribución individual. Se establece una contribución mínima de 800 euros para empresas de inversión no bancarias y de 400 euros para entidades de crédito.
 - El esquema sólo puede solicitar préstamos a las entidades participantes. No está prevista la financiación del Estado.

- Italia:
 - Los gastos operativos son cubiertos mediante contribuciones anuales, iguales para todas las entidades participantes. Si los ingresos por este concepto son superiores a los gastos, la diferencia se retiene en el esquema.
 - Las entidades participantes contribuyen “ex post” a la cobertura de los compromisos de compensación. No existe un límite a las contribuciones individuales. Éstas se determinan mediante un coeficiente aplicable, primero, a los ingresos brutos, en caso de actividades de negociación por cuenta de terceros, colocaciones, administración de carteras individuales y recepción y transmisión de órdenes, y, segundo, al volumen de intermediación, si se trata de negociación por cuenta propia. Se contemplan ajustes reductores para los coeficientes aplicados en determinados casos, entre ellos la pertenencia simultánea de la entidad a un esquema de garantía de depósitos.
 - El esquema no puede solicitar préstamos ni se prevé financiación del Estado.
- Reino Unido:
 - Las entidades participantes están sujetas, primero, a una carga inicial que se hace efectiva en plazos durante un periodo de tres años, segundo, a una carga periódica para cubrir los gastos básicos del esquema que no dependen del nivel de actividad del mismo y, tercero, a cargas específicas para cubrir tanto el pago de compensaciones como los costes de comprobación y evaluación necesarios para determinarlo.
 - Las contribuciones destinadas al pago o comprobación de contribuciones se determinan mediante proyecciones basadas en las reclamaciones presentadas o en los casos de insolvencia conocidos (*pay as you go*). El presupuesto anual suele incluir contribuciones de este tipo, pero éstas pueden ser exigidas en cualquier otro momento en función de las necesidades. Existe, sin embargo, un límite máximo anual de 400 millones de libras para el importe que puede ser recaudado.
 - Como se ha indicado, el esquema británico cubre la industria de servicios financieros en su conjunto. A efectos operativos y de financiación, se divide en subesquemas basados en los tres grandes sectores (banca, seguros y valores) que, a su vez, se dividen en compartimentos o grupos de contribución basados en los distintos tipos de actividades autorizadas a las entidades participantes (una entidad puede pertenecer a distintos compartimentos en función de sus actividades). En relación con los pagos por compensación, éstos se atienden exclusivamente mediante contribuciones de las entidades participantes en el compartimento afectado, aunque cabe la posibilidad de prestar de forma remunerada excedentes a otros compartimentos e incluso a otros subesquemas. El subesquema correspondiente a actividades de inversión tiene siete compartimentos: gestores de cartera individual, gestores de esquemas de inversión colectiva y depositarios, negociantes por cuenta propia (*dealers as principal*), mediadores asesores (*advisory brokers*) con autorización para mantener saldos e instrumentos de clientes, mediadores asesores sin autorización para mantener activos de clientes, asesores en ac-

tividades de corporate y un grupo de contribución asociado al programa de revisión de pensiones.

- Salvo la contribución inicial, las contribuciones individuales de los participantes se calculan de acuerdo con el mismo criterio empleado para fijar las tasas satisfechas al supervisor, en este caso la FSA. Dicho criterio se basa, a su vez, en indicadores de actividad que varían en función del tipo de actividad, por ejemplo, activos bajo gestión para las gestoras de cartera, ingresos brutos para los gestores de inversión colectiva y los depositarios, número de personas con autorización para negociar o mediar, etc.
 - Además del préstamo interno de excedentes entre compartimentos, el esquema puede recurrir al préstamo externo. No está previsto el recurso a la financiación del Estado.
- España:
 - El esquema para empresas de servicios de inversión, FOGAIN, y los tres fondos de garantía de depósito se financian y atienden sus obligaciones de modo independiente, sin que esté prevista la posibilidad de utilizar excedentes de forma cruzada entre ellos¹².
 - FOGAIN exige a sus miembros contribuciones anuales para atender los gastos operativos y los pagos relacionados con la compensación de inversores, así como para mantener un fondo de reserva suficiente. La regulación no contempla un tamaño mínimo para tal fondo. La aportación individual anual de las entidades participantes se obtiene como la suma de las siguientes cantidades:
 - Un importe fijo de 20.000 euros para las empresas de servicios de inversión con ingresos brutos inferiores a 5 millones de euros; 30.000 euros, si se hallan entre 5 y 20 millones de euros; y 40.000 euros, si son superiores a 20 millones de euros.
 - El 2 por mil del dinero y el 0,5 por mil del valor de los instrumentos financieros pertenecientes a los clientes cubiertos por la garantía.
 - El resultado de multiplicar el número de clientes cubiertos por 3 euros.
 - Respecto a los fondos de garantía de depósito, las contribuciones individuales de sus miembros se establecen anualmente en el 2 por mil de los depósitos garantizados más el 5% del valor de mercado de los instrumentos financieros mantenidos por cuenta de sus clientes y cubiertos por la garantía. El Ministerio de Economía y Hacienda puede reducir estos porcentajes en un ejercicio dado si considera que los fondos han alcanzado un tamaño suficiente (de forma indicativa, si sus recursos propios alcanzan un importe superior al 1% de la suma de depósitos cubiertos y al 5% del saldo en valores cubiertos).

12 De modo excepcional, en 2001, cuando se traspuso la ICSD, se requirió que todos los esquemas contribuyeran al pago de indemnizaciones generadas por algunos casos de insolvencia que se habían producido en el ámbito de las empresas de servicios de inversión no bancarias con anterioridad a dicha trasposición.

- Tanto en el caso de FOGAIN como en el de los fondos bancarios está prevista la posibilidad de requerir contribuciones extraordinarias.
- FOGAIN puede financiarse mediante préstamos comerciales externos, pero esta posibilidad no está contemplada para los esquemas bancarios. En cuanto al recurso al Estado, está contemplado para los fondos bancarios en circunstancias extraordinarias, mientras que FOGAIN puede recurrir al supervisor, en este caso la CNMV, para obtener financiación extraordinaria.

Financiación de los esquemas de compensación de inversores en Alemania, Francia, Italia, Reino Unido y España

CUADRO 3

	Alemania	Francia	Italia	Reino Unido	España
Financiación: contribuciones de los participantes	"Ex ante" (fondo acumulado). Tamaño mínimo para esquemas bancarios	"Ex ante" (fondo acumulado). No se prevé tamaño mínimo	"Ex ante" para gastos recurrentes y "ex post" para indemnizaciones (compromisos)	"Ex ante" para gastos recurrentes y "ex post" para indemnizaciones (compromisos) y proyecciones basadas en reclamaciones). Contribuciones por compartimentos (servicios)	"Ex ante" (fondo acumulado). Tamaño mínimo indicativo para esquemas bancarios
Financiación entre esquemas	No	No	No	Sí (préstamos no gratuitos entre compartimentos)	No
Acceso a préstamos comerciales	Sí	Sólo de las entidades participantes	No previstos	Sí	Sólo el esquema no bancario
Acceso a la financiación pública	No prevista	No prevista	No prevista	No prevista	Prevista: Estado y CNMV para esquemas bancarios y no bancarios, respectivamente

Fuente: Oxera (2005) y elaboración propia.

5 Algunas cuestiones relativas a una posible revisión de la ICSD

En febrero de 2009, la Comisión Europea publicó un documento en el que se solicitaba la opinión de las autoridades y de los participantes en los mercados sobre diversas cuestiones relativas a la ICSD, con vistas a su posible modificación. La solicitud de aportaciones (*call for evidence*)¹³ sigue la estela de una iniciativa paralela de reforma de la Directiva sobre Esquemas de Garantía de Depósitos de 1994, cuyo primer paso se produjo en marzo de 2009, con una enmienda parcial de dicha directiva que supuso, entre otras medidas, la elevación de su cobertura mínima de 20.000 a 50.000 euros a partir de junio del mismo año y la posibilidad de un incremento aún mayor,

13 Véase Comisión Europea (2009).

hasta los 100.000 euros, a finales de 2010¹⁴. Asimismo, la Comisión Europea está considerando el desarrollo de sistemas de garantía en el ámbito de los seguros.

En el documento referido, la Comisión Europea subrayaba la necesidad de tener en cuenta la emergencia, desde la aprobación de la ICSD, de determinados factores que pueden estar condicionando la eficacia de esta directiva para proteger el efectivo y los instrumentos financieros de los clientes confiados a las entidades que prestan servicios de inversión. En particular, la Comisión destacaba los tres factores siguientes:

- El reemplazamiento de la Directiva de Servicios de Inversión por la MiFID, cuyo alcance es mayor que la primera en términos de servicios de inversión e instrumentos financieros.
- El proceso en curso, ya mencionado, de revisión de la DGSD, suscitado por las condiciones particularmente difíciles por las que ha atravesado recientemente el sector bancario. La Comisión Europea se pregunta si conviene mantener un alineamiento entre ambas directivas.
- Las diferencias que se aprecian entre los Estados Miembros respecto a las características y el funcionamiento de los esquemas de compensación de inversores; en particular, la Comisión Europea solicita valorar si tales diferencias limitan la eficacia de la norma comunitaria.

Teniendo en cuenta estos factores, la Comisión Europea sugirió concentrar la reflexión en torno a la conveniencia de revisar los siguientes aspectos: el ámbito de aplicación de la Directiva, la cuantía de la compensación, la financiación de los esquemas, la existencia de limitaciones temporales en la legislación nacional respecto a la vigencia de la obligación de compensar y la reducción del plazo de indemnización. Asimismo, la Comisión suscitó una cuestión adicional respecto a si debería establecerse un mecanismo de garantía para los fondos de inversión monetaria, con objeto de evitar una posible distorsión del mercado, dada la percepción que muchos inversores tienen de estos instrumentos como equivalentes a los depósitos. El periodo de consulta se cerró en abril de 2009¹⁵. En la fecha de publicación de este artículo, la Comisión Europea aún no había dado nuevos pasos al respecto.

En lo que sigue de esta sección se analizan brevemente algunas de las cuestiones planteadas por la Comisión Europea respecto a la cuantía de la compensación, el abanico de actividades a cubrir y la financiación de los esquemas.

Cuantía mínima de la indemnización

La Comisión Europea suscita la cuestión de si el mínimo de la ICSD debe alinearse con el de la Directiva sobre Esquemas de Garantía de Depósitos. Si se considera el impacto potencial de estos mecanismos en la prevención o en la atenuación del riesgo sistémico y en la protección de los pequeños ahorradores, la igualación de las coberturas no parece necesaria. Ambos tipos de garantía contribuyen a incrementar la confianza de los inversores en el sistema financiero y, por tanto, pueden actuar como elementos de amortiguación en las reacciones del público ante situaciones de inestabilidad financiera, pero es dudoso que este efecto pueda tener la misma inten-

14 La decisión sobre este posible incremento adicional tendrá en cuenta, entre otros factores, el resultado de un análisis de impacto de la medida que está siendo realizado por encargo de la Comisión Europea.

15 Las respuestas con autorización de publicación por parte de los participantes pueden consultarse a través de Internet: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/investor_compensation_en.htm.

sidad en ambos casos. Dadas las características de los depósitos (liquidez, difusión en la canalización del pequeño ahorro, integración en el balance de las entidades de crédito y elevado peso relativo en el sistema financiero, entre otras), es razonable suponer que los sistemas de garantía de estos activos financieros tienen una mayor relevancia en los dos objetivos indicados anteriormente que los esquemas de compensación de inversores.

Cabe considerar, también, el impacto de las garantías sobre las decisiones de inversión. En este sentido, se ha argumentado en alguna de las respuestas al cuestionario de la Comisión Europea que la existencia de garantías mínimas distintas entre ambos tipos de activos (depósitos e instrumentos financieros) distorsionaría tales decisiones y penalizaría a una parte de la industria financiera (en este caso, si no se adaptase la ICSD, a las entidades no bancarias).

Al margen de la discusión sobre la equiparación o no respecto a la garantía mínima aplicada a los depósitos, la conveniencia de elevar la garantía en el ámbito de los servicios de inversión también ha sido justificada, en ocasiones, por razones de tipo competitivo, en este caso, por comparación entre distintas jurisdicciones. La actual ICSD ya tiene en cuenta esta perspectiva, al permitir que las sucursales de las entidades puedan complementar la garantía del Estado de origen adhiriéndose, también, al esquema de compensación del Estado de acogida para cubrir la diferencia entre ambas garantías. Desde una perspectiva comunitaria, este punto de vista puede tener una cierta relevancia si se tiene en cuenta que, en Estados Unidos, la garantía mínima proporcionada por el esquema de compensación de inversores se eleva a 500.000 dólares, incluido un máximo de 100.000 dólares por saldos de efectivo.

Los argumentos a favor de una equiparación con la garantía mínima de depósitos o, simplemente, a favor de un aumento de la garantía en los servicios de inversión dan por sentado, por lo menos de forma implícita, que los costes del aumento serán asumibles para los intermediarios. Esta presunción tiene un cierto apoyo en la experiencia, puesto que, como señala Oxera (2005), la siniestralidad en el ámbito cubierto por la ICSD ha sido, hasta ahora, reducida y, con ella, el importe desembolsado por indemnizaciones.

Posible extensión de las actividades a cubrir

Entre otras posibles extensiones, el cuestionario de la Comisión Europea contemplaba las siguientes:

- Actividades contempladas en la MiFID que no estaban incluidas en la Directiva de Servicios de Inversión de 1993. En particular, el documento hace referencia a las operaciones de los sistemas multilaterales de negociación (SMN). No es, en principio, una cuestión excesivamente relevante, por cuanto no es usual el acceso directo de los inversores minoristas a este tipo de infraestructuras. De todas formas, si la MiFID ampara la posibilidad del acceso directo de estos inversores a los SMN o a cualquier otra infraestructura de negociación, la cobertura resulta razonable. Más relevante resulta, dentro de esta línea, una posible extensión de la cobertura a los servicios de asesoramiento financiero. En este caso, la extensión debería estar condicionada a una clarificación previa sobre el alcance de tales servicios, cuestión que está siendo examinada por la Comisión Europea en el actual proceso de revisión de la MiFID.

- Entidades cuya autorización no incluya el mantenimiento de activos de clientes y entidades que sólo prestan servicios a clientes no minoristas. En estos casos, el argumento principal a favor de la inclusión es la dificultad del cliente para informarse adecuadamente del régimen de autorización de actividades de los intermediarios. Quienes así opinan asumen que los inversores tendrían menos confianza en el sector si se hace recaer sobre ellos la responsabilidad de informarse adecuadamente sobre el régimen de autorización de la entidad. Sin embargo, una medida de este tipo puede generar problemas de riesgo moral significativos, que supongan un aumento de las actividades no autorizadas. De ahí que, si se adopta el criterio de inclusión, sea razonable complementarlo con un aumento o mejora de la supervisión y, posiblemente, con sanciones más estrictas.
- Reclamaciones basadas en la insolvencia de terceras partes. Esta línea de ampliación contempla casos de insolvencia en entidades a las que un intermediario, actuando por cuenta de su cliente, ha transferido activos de éste para la realización de determinadas operaciones. Dos ejemplos de terceros relevantes en este caso son las entidades depositarias y los subcustodios. No parece razonable que el mecanismo de compensación de inversores se active si el intermediario principal, esto es, el intermediario con el que el cliente mantiene una relación contractual, no se halla en situación de insolvencia. Mientras ésta no se produzca, debería ser dicho intermediario quien asumiese ante su cliente la responsabilidad patrimonial de las operaciones con terceros. Cosa distinta es que los custodios y otras entidades estén obligados a contribuir a un sistema de compensación de inversores incluso si no mantienen una relación contractual directa con los titulares de los activos custodiados. Tal contribución es razonable, porque estas entidades pueden generar riesgos para el patrimonio de los inversores que, en caso de insolvencia del intermediario principal, requerirían la intervención del mecanismo de compensación.
- Pérdidas de los inversores minoristas generadas como consecuencia de violaciones de las normas de conducta. Como se ha indicado, este tipo de cobertura está ya garantizado, bajo determinadas condiciones, en el Reino Unido. La inclusión de este tipo de pérdidas indebidas en la ICSD resulta razonable siempre que el derecho del inversor esté acreditado, puesto que no es una situación conceptualmente distinta a la de la cobertura del riesgo de desaparición “física” de los activos. Ahora bien, la acreditación de tales derechos puede requerir un proceso legal complejo y dilatado en el tiempo, lo que supondría una indudable complicación en la operativa de los esquemas y podría generar una cierta inseguridad jurídica.

Financiación de los esquemas

Como se ha indicado, los esquemas de compensación de inversores se financian, con pocas excepciones, mediante contribuciones de las entidades proveedoras de servicios de inversión. Sin embargo, más allá de esta mayoritaria coincidencia, hay considerables diferencias entre países e, incluso, entre esquemas de un mismo país. La Comisión Europea, en el documento de consulta de referencia, solicitó opinión sobre la conveniencia de una cierta armonización en esta materia, pero la diversidad del punto de partida hace que sea difícil prever una línea de consenso en torno a esta cuestión.

Algunas de las respuestas a la consulta de la Comisión Europea abogan por el establecimiento en la Directiva de algunos principios básicos sobre la financiación de los esquemas. En particular se propugna la incorporación, entre otros, de criterios de capacidad financiera, eficiencia en la gestión, ponderación del riesgo en la distribución de las cargas y neutralidad de las mismas respecto a la competencia entre las distintas entidades.

Respeto a los criterios de capacidad, algunos participantes sugieren que los sistemas de compensación “ex ante”, es decir, los que se basan en la acumulación de un fondo de reserva, ofrecen, de manera natural, una mayor garantía de solidez respecto al cumplimiento de las obligaciones de compensación y pueden generar una mayor confianza entre los inversores que los sistemas “ex post”. En efecto, entre otras ventajas, la existencia de un fondo de reserva puede facilitar el pago de las indemnizaciones en plazos más breves y asegurar, a diferencia de los sistemas “ex post”, que las entidades insolventes que desencadenan la activación del mecanismo de compensación contribuyan al pago de indemnizaciones a través de sus aportaciones pasadas. Asimismo, cuando la garantía se activa en momentos de especial dificultad para el sector, los sistemas basados en un fondo de reserva tienen un menor impacto negativo sobre las cuentas de resultados.

Otras respuestas subrayan, en cambio, que lo importante en relación con la capacidad del fondo para atender sus obligaciones no es armonizar los sistemas de financiación, sino asegurar que están en condiciones de obtener liquidez cuando lo necesitan, especialmente en momentos críticos. Para alcanzar tal capacidad puede no ser suficiente el recurso a los fondos de reserva o a nuevas contribuciones de las entidades, por lo que es aconsejable, se subraya, contar con la posibilidad de endeudarse o recibir financiación pública.

Con independencia del enfoque respecto a los fondos de reserva, puede ser aconsejable que la Directiva establezca de una forma más concreta criterios que aseguren la existencia de una capacidad financiera suficiente, incluso en casos excepcionales por el tamaño de las pérdidas a indemnizar. Obviamente, ninguna garantía puede ser, en la práctica, ilimitada, por lo que tal vez debería buscarse un consenso sobre el límite global de los pagos por indemnización o, mejor, sobre cómo determinar tal límite, puesto que esta decisión puede ser relevante respecto al riesgo sistémico y requerir un juicio distinto en distintos momentos. Dejar esta decisión exclusivamente en manos de los Estados, como ocurre actualmente, comporta riesgos de descoordinación, potencialmente graves en los momentos de inestabilidad financiera, riesgos de distorsión sobre las decisiones de los inversores y riesgos de alteración del marco competitivo para los proveedores de servicios de inversión.

6 Conclusiones

Las situaciones de insolvencia de los intermediarios pueden comportar pérdidas patrimoniales para sus clientes, fundamentalmente, por dos motivos: no segregación de los activos de los clientes y exposición del patrimonio del cliente a los riesgos operativos del intermediario. Los esquemas de compensación de inversores proporcionan protección a los clientes de las entidades que prestan servicios de inversión cuando éstas se hallan en situación de insolvencia, asegurando a los clientes la res-

titución de los activos confiados al intermediario si no pueden obtenerlos directamente de éste. Los esquemas de compensación se activan, normalmente, como mecanismos de protección de última instancia, por lo que su mayor o menor necesidad dependerá, en gran medida, de la eficacia del resto de las medidas previstas por la regulación para proteger al inversor en sus relaciones con los intermediarios.

La directiva reguladora de los esquemas de compensación de inversores en la Unión Europea, ICSD, aprobada en 1997, establece una armonización de mínimos, que deja en manos de los Estados un amplio margen de maniobra en temas clave como la cobertura, la organización y la financiación de los esquemas. Entre las principales disposiciones de la norma cabe destacar que (i) los Estados deben asegurar la existencia de uno o varios esquemas en su territorio; (ii) la cobertura mínima por cliente se establece en el 90% del valor de los activos, con un límite de 20.000 euros; (iii) el alcance de la cobertura en cuanto a valores y servicios está referenciado a la antigua Directiva de Servicios de Inversión de 1993, sin incluir las novedades en este ámbito de la MiFID; (iv) prevé un tratamiento flexible de la cobertura de los servicios de inversión que prestan las entidades de crédito, permitiéndose, a voluntad de los Estados, que la misma pueda realizarse a través de los esquemas de garantía de depósito; (v) permite a las sucursales de las entidades de otros países encuadrarse en el esquema del Estado de acogida para mejorar su cobertura, si ésta es inferior; (vi) protege esencialmente a los inversores minoristas; (vii) establece que el mecanismo de compensación se activa, bien tras una decisión judicial, bien tras el reconocimiento de la situación de insolvencia por la autoridad administrativa y (viii) los Estados deben asegurarse de que los esquemas constituidos en su territorio están en condiciones de cumplir con sus compromisos, pero no se establecen requisitos específicos de organización o financiación.

La comparación entre los esquemas de compensación de inversores constituidos en los cinco mayores países de la Unión Europea (Alemania, Francia, Italia, Reino Unido y España) pone de manifiesto la existencia de diferencias significativas en el alcance de la cobertura, la organización y la financiación. Respecto al alcance de la cobertura, destaca la extensión, en el Reino Unido, de los riesgos y servicios cubiertos respecto a los mínimos contemplados en la Directiva. En particular, el Reino Unido extiende la cobertura, por una parte, no sólo al riesgo de desaparición “física” de los activos, sino también a pérdidas causadas por violaciones de las normas de conducta, siempre que el cliente no pueda obtener restitución del intermediario debido a una situación de insolvencia de éste; por otra parte, dicho país también ha extendido los servicios cubiertos para incluir, entre otros, los de asesoramiento financiero. Asimismo, el Reino Unido, Alemania e Italia han incorporado a la cobertura productos no previstos en la ICSD. Cabe destacar, igualmente, diferencias en cuanto al importe de la cobertura. En este caso, Francia, el Reino Unido y España ofrecen garantías claramente por encima de la de la ICSD.

En materia de organización, Alemania, Francia y España permiten la cobertura de los servicios de inversión de las entidades de crédito a través de los esquemas de garantía de depósitos, mientras que Italia y Reino Unido mantienen un único esquema. Debe señalarse, no obstante, que el esquema británico es, en realidad, un esquema compartimentado, en el que se integran diversos subesquemas diferenciados e independientes, a efectos de financiación y pagos de contribuciones, entre ellos los correspondientes a depósitos bancarios y valores (las entidades de crédito que ofrecen depósitos y servicios de inversión deben pertenecer a ambos). En materia

de financiación, la gran mayoría de los esquemas europeos obtienen sus recursos de los intermediarios. La principal diferencia en este ámbito surge del momento de la contribución: mientras que en unos casos ésta se realiza “ex ante”, permitiendo la acumulación de fondos de reserva, en otros las contribuciones se realizan “ex post”, como respuesta a compromisos conocidos de pago de indemnizaciones. Alemania, Francia y España se hallan en el primer caso e Italia y el Reino Unido en el segundo. También se observan algunas diferencias en los criterios para determinar las contribuciones y en la flexibilidad para obtener recursos por otras vías (préstamos comerciales, utilización de excedentes de otros esquemas y financiación pública)

La Unión Europea está considerando la posibilidad de reformar la ICSD para tener en cuenta, entre otros factores, el reemplazo de la ISD por la MiFID, el proceso en curso de revisión de la Directiva sobre Esquemas de Garantía de Depósito y el impacto que puedan tener en los objetivos de la ICSD las diferencias observadas entre los esquemas de compensación de los distintos Estados. El pasado mes de febrero, la Comisión Europea solicitó la opinión de las autoridades reguladoras nacionales, la industria y los consumidores acerca de diversas posibilidades de reforma. Entre ellas, destaca una posible igualación con la nueva garantía mínima, ya aprobada, de la DGSD, que se eleva de 20.000 euros a 50.000, con la posibilidad de un incremento adicional hasta los 100.000 euros a finales de 2010. La igualación de la cobertura de ambas directivas no parece necesaria, si se toma en consideración el impacto potencial de ambos tipos de esquemas en la prevención del riesgo sistémico y en la protección de los pequeños ahorradores, mayor en la garantía de depósitos. Sin embargo, puede resultar razonable un aumento significativo de la cobertura de la ICSD, con objeto de reducir el efecto distorsionador sobre las decisiones de los ahorradores de una excesiva diferencia entre la cobertura de ambas directivas. En principio, tal aumento no supondría un coste excesivo para las entidades que prestan servicios de inversión, si se tiene en cuenta la reducida siniestralidad observada hasta ahora en el ámbito cubierto por la ICSD.

Otro asunto interesante respecto a una posible reforma de la ICSD es la extensión de los supuestos de cobertura. Quizás la más importante de ellas, aunque no haya sido sugerida explícitamente en la consulta de la Comisión, sea la incorporación de los servicios de asesoramiento financiero. En este caso, dada la confusión actual en torno a su alcance, convendría delimitar claramente en qué consisten tales servicios. También resulta interesante la sugerencia de incluir en la protección el riesgo de pérdidas indebidas por violaciones de las normas de conducta cometidas por los intermediarios. Conceptualmente, este tipo de protección no es distinto del referido a la desaparición “física” de los activos, pero operativa y legalmente puede comportar serios inconvenientes que deberían analizarse con cuidado.

Cabe destacar, finalmente, la posibilidad de que la reforma comporte una cierta armonización en materia de financiación de los esquemas. Como se ha indicado, la siniestralidad en el ámbito de la ICSD ha sido, hasta ahora, reducida y los esquemas de compensación de inversores han cumplido con sus obligaciones sin mayores problemas. Algunos participantes en la consulta han suscitado, sin embargo, dudas sobre la adecuación de las previsiones de las legislaciones nacionales en materia de financiación de los esquemas, tan distintas entre sí, para afrontar situaciones extraordinarias. Aunque no es fácil llegar a un consenso sobre esta cuestión, dadas las diferencias de partida a escala nacional, quizás convenga hacer un esfuerzo para

incorporar a la ICSD algunos criterios comunes sobre financiación que refuercen la capacidad de los esquemas para atender sus compromisos.

7 Bibliografía

Basel Committee on Banking Supervision (2006): “Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework - Comprehensive Version”. Junio.

European Commission (2009): “Directive 1997/9/EC on Investor-Compensation Schemes. Call for Evidence”. Documento disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/investor_compensation_en.htm .

Oxera (2005): “Description and assessment of the national investor compensation schemes established in accordance with Directive 97/9/EC”. Disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/investor_compensation_en.htm .

Proceso de consolidación de las infraestructuras de mercado

Javier González Pueyo (*)

* Javier González Pueyo pertenece al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

1 Introducción

El objetivo de este artículo es realizar un análisis de los procesos de consolidación experimentados por las bolsas y las entidades que prestan los servicios de post-contratación, que constituyen las infraestructuras originales de los mercados de valores donde se negocian, compensan, liquidan, registran y custodian acciones¹.

Los mercados de valores, que desde su creación hasta hace poco habían desarrollado su actividad en un entorno de nula rivalidad, vieron modificado su *statu quo* a finales del siglo XX con la entrada de nuevos competidores y la expansión de su ámbito de actuación. Como respuesta al nuevo marco competitivo global, los mercados de valores iniciaron una primera etapa de consolidación en la que ganaron tamaño mediante fusiones. Los movimientos de concentración se produjeron primero entre los diferentes mercados e infraestructuras de cada país, para posteriormente dar lugar a fusiones transnacionales e incluso intercontinentales.

Algunos indicios sugieren que se ha iniciado una segunda etapa y en ella los mercados de valores tendrán que hacer frente a nuevos cambios en su estructura, principalmente como consecuencia de la fragmentación de la liquidez en varias plataformas y la irrupción de nuevas estrategias de negociación automatizada (negociación de alta frecuencia o *high frequency trading*) Estos cambios pueden diluir aún más las barreras históricas entre mercados regulados y plataformas alternativas, al poderse producir consolidaciones entre las bolsas tradicionales y las nuevas alternativas de negociación.

En este artículo se identifican los factores que propician los procesos de consolidación, se realiza una descripción de los procesos de concentración ya completados y se analizan las perspectivas de futuro en este ámbito.

El artículo está organizado como sigue. En el apartado segundo se describen los procesos que forman la cadena de valor de la negociación de una acción y la tipología de las empresas proveedoras de cada uno de ellos, distinguiendo entre infraestructuras de negociación y de post-contratación. En el tercer apartado se detallan los principales factores que propician la concentración de la industria, entre los que se destacan los avances tecnológicos y el marco regulador de los mercados. En los apartados cuarto y quinto se hace un repaso de las consolidaciones producidas en las

1 Este artículo se centra en los procesos de consolidación de las infraestructuras de los mercados de renta variable. No es por tanto objeto de este artículo analizar la evolución de las infraestructuras o los movimientos estratégicos específicos con origen en otros segmentos de negociación, como la renta fija o los derivados, que serían materia de otros estudios. Ocasionalmente, se hace referencia a estos segmentos cuando, como consecuencia de los procesos de consolidación de los mercados, comparten algún tipo de infraestructura. A efectos de unificar la terminología internacional, nos referimos a los mercados secundarios regulados de las bolsas de valores, donde se negocian principalmente acciones, genéricamente como "bolsas", y en sentido amplio como "mercados regulados" o "mercados de valores". Esto implica una cierta simplificación, ya que en algunos países, como en España, también se negocian otro tipo de valores (renta fija, warrants, ...).

infraestructuras de negociación y post-contratación en EE.UU. y Europa, y se ponen de relieve las diferencias entre ambos procesos. Finalmente, en el apartado sexto se analizan los cambios previsibles en la estructura de los mercados y el nuevo marco competitivo al que tienen que hacer frente los mercados regulados, se describe la situación de las plataformas de negociación alternativas en España y el proyecto Target 2 Securities del Banco Central Europeo, y se sugieren posibles actuaciones normativas en el ámbito de la post-contratación en Europa.

2 Las infraestructuras de mercado y la cadena de valor de la negociación

Aunque los términos ‘integración’ y ‘consolidación’ se utilizan con frecuencia indistintamente, conviene establecer una diferenciación. De acuerdo con Baele et al. (2004), un mercado de servicios financieros está plenamente integrado cuando todos los participantes están sujetos a las mismas reglas y cuentan con igualdad de acceso y tratamiento. La integración así definida, que es la noción adoptada en este artículo, permitiría que un inversor pagase el mismo precio por el mismo servicio con independencia de su localización geográfica. Por otra parte, la consolidación se refiere al proceso de concentración de las entidades proveedoras de las infraestructuras de mercado. La consolidación facilita la integración y permite reducir los costes de los servicios, siempre que se trasladen al consumidor los ahorros derivados de la explotación de las economías de escala y externalidades de red que más adelante se describen.

La conclusión de una orden de compraventa de acciones en un mercado secundario supone la realización de una serie de actividades que constituyen la cadena de valor de la negociación. La cadena comienza con la decisión de realizar una compra-venta (pre-negociación) y concluye con la liquidación y registro de la operación. En función de la etapa en la que se desarrollan las actividades, pueden distinguirse dos grandes tipos de infraestructuras de mercado: las infraestructuras de negociación y las de post-contratación (compensación, liquidación y registro-custodia):

- Infraestructuras de negociación: en las que confluyen oferta y demanda y se determinan los precios y cantidades de cada transacción. Están constituidas por mercados regulados (bolsas de valores), sistemas multilaterales de negociación (SMN, operados por empresas de inversión o mercados regulados) e internalizadores sistemáticos (empresas de inversión). También es posible comprar y vender acciones en mercados *over the counter* (OTC) o en plataformas alternativas como los *dark pools*², si bien estas alternativas suelen estar limitadas a los inversores institucionales.
- Infraestructuras de post-contratación que ofrecen servicios en cada una de las etapas siguientes a la negociación en mercado:

2 Las *dark pools* son plataformas alternativas de negociación privadas y anónimas en las que no se publican los precios de las órdenes ni de las transacciones ejecutadas. Son utilizadas mayoritariamente por inversores institucionales. En EE.UU. deben registrarse como bolsas de valores o como *broker-dealers*. De acuerdo con la Securities and Exchange Commission (SEC) hay 29 *dark pools* operativos en EE.UU. con una cuota de mercado del 7% de la negociación.

- **Compensación.** Es el proceso que tiene lugar entre la negociación y la liquidación, en el que se calculan las obligaciones de efectivo a pagar, por parte del comprador de acciones, y los valores a entregar, por parte del vendedor. Los servicios de compensación son ofrecidos por entidades habilitadas específicamente (*clearing houses*), los depositarios centrales de valores (DCV³), los depositarios centrales de valores internacionales (DCVI⁴) y las cámaras de contrapartida central (CCP⁵).
- **Liquidación.** Es la fase de intercambio del efectivo y los valores. Requiere la intervención de un banco liquidador, generalmente un banco central, y de los depositarios centrales de valores y custodios para la transferencia de valores.
- **Registro-custodia.** Es la fase final en la que se anotan en las correspondientes cuentas las compras y ventas de valores una vez liquidadas. El registro lo realizan los DCV y sus miembros participantes, los custodios. Entre sus funciones, se encuentran el mantenimiento de las cuentas de valores, que incluye la acreditación de titularidades, y el suministro de información para facilitar la gestión de derechos económicos (dividendos) y políticos (derecho a voto). En muchas jurisdicciones, incluida la española, pueden autorizarse varias entidades liquidadoras, pero en la práctica sólo se autoriza una única entidad para realizar las funciones de registro central.

En España, los tres procesos de post-contratación (compensación, liquidación y registro) son realizados por una misma entidad, IBERCLEAR. Ésta actúa como depositario central de los valores admitidos a negociación en las bolsas de valores, en el mercado de deuda pública en anotaciones, en AIAF (mercado de renta fija), y en Latibex. MEFF (derivados financieros) y MFAO (futuros sobre aceite de oliva) son las cámaras de compensación, liquidación y contrapartida central de los mercados de derivados. Además, MEFF gestiona MEFFClear, que opera una CCP para operaciones en valores de renta fija.

3 Determinantes de la consolidación de las infraestructuras de mercado

Desde la creación de las primeras bolsas de valores en el siglo XIV hasta finales del siglo XX, los mercados bursátiles desarrollaron su actividad en un entorno local caracterizado por una nula rivalidad y, prácticamente, en régimen de monopolio, garantizado, en muchos casos, por las normativas nacionales.

Los avances en las comunicaciones, la incorporación de sistemas electrónicos de negociación, las modificaciones y armonizaciones normativas internacionales y los cambios en la estructura de propiedad de las bolsas han facilitado la competencia

3 Los DCV son entidades que mantienen y administran valores. Son las encargadas de la transferencia de los valores, en la mayoría de las ocasiones mediante anotaciones en cuenta.

4 Los DCVI liquidan las operaciones de valores internacionales y de valores domésticos. Los dos mayores DCVI europeos, Euroclear y Clearstream, están autorizados y supervisados como bancos.

5 Las CCP son entidades que garantizan el buen fin de las operaciones, actuando como comprador frente a todos los vendedores y como vendedor frente a todos los compradores.

entre los mercados, la ampliación de su ámbito de actuación y los procesos de consolidación, como estrategia para hacer frente al nuevo entorno competitivo global.

En este contexto, pueden distinguirse dos tipos de consolidación de infraestructuras:

- Consolidación horizontal, en la que se produce la fusión de instituciones o sistemas que proveen los mismos servicios de negociación o post-contratación en diferentes mercados y/o jurisdicciones.
- Consolidación vertical, que da origen a los denominados “silos”, que integran todos los procesos de la cadena de valor de la negociación (negociación y post-contratación). Como ejemplos de silos europeos pueden destacarse Deutsche Börse Group y Bolsas y Mercados Españoles (BME).

Entre los motivos más comunes por los cuales los mercados inician acuerdos estratégicos o fusiones se encuentran: i) incrementar el poder de mercado o defenderse de la competencia mediante la adquisición/fusión con los principales rivales; ii) incrementar la gama de productos ofrecidos; iii) acceder a mercados foráneos; iv) diversificar ingresos y áreas de negocio; y v) acceder a sistemas de negociación con tecnología superior.

A continuación se exponen los principales factores que favorecen los procesos de consolidación de las infraestructuras de mercado. Pueden distinguirse factores endógenos, como la economía de la industria, y exógenos, como el marco normativo, que configuran y condicionan el entorno competitivo de actuación de las plataformas. En muchas ocasiones, un incremento de la competencia, facilitado por los avances tecnológicos y la regulación, viene acompañado de un aumento de las fusiones como estrategia defensiva de respuesta.

3.1 Desarrollo tecnológico

Los avances en las comunicaciones y en los sistemas de información han ampliado el ámbito de actuación y el entorno competitivo de los mercados de valores, facilitando y favoreciendo los procesos de concentración⁶.

Así, los sistemas electrónicos de negociación han rebajado los costes de entrada, a la vez que han permitido deslocalizar físicamente los mercados de valores. Por otro lado, la tecnología ha facilitado la entrada de nuevos competidores, pero también el acceso a nuevos mercados y las alianzas transfronterizas entre mercados regulados.

En los últimos años, la tecnología también ha modificado las condiciones de la demanda, favoreciendo la aparición de un nuevo grupo de inversores que hace un uso intensivo de la tecnología orientada a la negociación. Una nueva operativa, denominada negociación algorítmica o de alta frecuencia (*high frequency trading*⁷), exige a las bolsas contar con sistemas de negociación que permitan canalizar las órdenes de

6 McAndrews y Stefanais (2002) identifican uno de los primeros ejemplos en los siglos XIX y XX con la aparición del telégrafo y las conferencias telefónicas, que eliminaron las barreras geográficas y permitieron la competencia entre las diferentes bolsas regionales de EE.UU.

7 El *high frequency trading* es una estrategia de inversión en la que las órdenes de compraventa se generan de manera automatizada en función de las señales que se extraen de los precios y órdenes del mercado. Los mercados norteamericanos generan un volumen muy significativo del total negociado. Eurex estima que el 50% de la negociación de su mercado tiene su origen en las órdenes automatizadas.

compraventa con extrema rapidez, reduciendo el tiempo desde que se transmite una orden al mercado hasta su ejecución (*latency*). La continua inversión en la mejora de los sistemas de negociación justifica la necesidad de buscar alianzas o fusiones con otros mercados para permitir el uso compartido de las plataformas de contratación y así conseguir la masa crítica de operaciones necesaria para garantizar su supervivencia y rentabilidad⁸.

3.2 Economías de escala, alcance y externalidades de red

Tanto los mercados regulados como las infraestructuras de post-contratación son industrias caracterizadas por elevados costes fijos, relacionados con la necesidad de efectuar cuantiosas inversiones en sistemas de información y comunicaciones, y unos costes marginales decrecientes que pueden llegar a ser prácticamente nulos. Estas características han sido subrayadas por Malkamäki (1999), quien destaca la importancia de las economías de escala en los mercados de valores. Posteriormente, en un trabajo conjunto con Schmiedel (2002) y Tarkka analizaron las actividades de liquidación y registro en las que también encontraron evidencia de significativas economías de escala. Este último factor condiciona la búsqueda de una masa crítica de operaciones mediante el acceso a un mayor número de inversores. A su vez, este acceso puede lograrse facilitando la negociación remota y mediante operaciones empresariales en forma de alianzas y concentraciones, siempre que no existan restricciones normativas y/o técnicas que lo impidan.

Otra de las características de la industria es la presencia de economías de alcance, fruto de las eficiencias generadas cuando se oferta la negociación en varios productos (por ejemplo, contado y derivados) y/o la realización de varias actividades (negociación y post-contratación) a través de una única plataforma. Las economías de alcance benefician tanto a las plataformas proveedoras como a sus usuarios. Esto hace que la mayoría de inversores, y muy especialmente los institucionales, prefieran los mercados que ofrecen una amplia gama de servicios y productos (*one stop shop*), que permiten importantes ahorros al contratar y liquidar en un único ámbito operativo y regulatorio. Los mercados que en la actualidad ofrecen esta variedad de servicios y productos suelen ser fruto de un proceso de consolidación.

Diversos autores han destacado la existencia de externalidades de red en las actividades de negociación y post-contratación de valores. El argumento básico es que la incorporación de un nuevo usuario incrementa el valor de la red para todos los participantes. Economides (1993), en particular, identifica dos tipos de externalidades en los mercados financieros, referidas a las infraestructuras de negociación:

- La primera proviene de la liquidez del mercado⁹, que mejora con el tamaño y se autorrefuerza; es decir, cuanto más líquido es un mercado, mayor atractivo presenta para sus participantes, lo que atrae a nuevos participantes, incrementando así el grado de liquidez.

8 En septiembre de 2009, la London Stock Exchange adquirió Millennium, una empresa de software para desarrollar su nueva plataforma de contratación electrónica.

9 En este contexto, entendemos que un mercado es más líquido conforme aumenta la facilidad para comprar o vender un activo sin que la operación tenga efectos en su precio. Así esta noción de liquidez presenta dos dimensiones: la inmediatez en la ejecución de la operación y la facilidad para ejecutar órdenes sin impactar en los precios.

- La segunda externalidad se refiere al proceso de formación de precios en el mercado, cuya eficiencia aumenta con el tamaño y número de operaciones negociadas. En este sentido, existe consenso en que el proceso de formación de precios sigue llevándose a cabo en los mercados regulados y el resto de infraestructuras utilizan estos precios como referencia. Pese al incremento de la cuota de mercado de los sistemas multilaterales tanto en Europa como en EE.UU., este tipo de plataformas alternativas suelen utilizar los precios de los mercados regulados como referencia.

Las economías de escala y alcance, junto a las externalidades de red, suponen un incentivo a la búsqueda de una mayor dimensión de los mercados de valores. De hecho, varios autores defienden que la solución óptima conlleva un único proveedor de servicios en las actividades de negociación y post-contratación de valores, como sucede con frecuencia en los de infraestructuras ferroviarias, aeropuertos y telecomunicaciones.

En las actividades de contrapartida central, Duffie y Zhu (2009) defienden una única CCP para cada tipo de instrumento derivado, con el objetivo de reducir las necesidades de colaterales. Así, desde el punto de vista de los usuarios, mantener posiciones en múltiples CCP no les permite obtener los beneficios derivados de la disminución de exigencia de garantías por la compensación de posiciones con riesgo contrario. No obstante, frente a los beneficios de una única entidad de contrapartida, debe confrontarse el riesgo sistémico de concentrar en una CCP todas las posiciones y riesgos del mercado. Anteriormente, Pirrong (2007) había destacado la tendencia de las infraestructuras de negociación y post-contratación a integrarse verticalmente. Las razones que apunta este autor son la obtención de una mayor eficiencia en los costes de transacción y una disminución de duplicidades en las exigencias de garantías.

3.3 Marco normativo y estructura de propiedad de los mercados

Los mercados de EE.UU. funcionan bajo una única moneda y jurisdicción nacionales. Sin embargo, y al contrario de lo que sucede en Europa, la regulación y la supervisión están fragmentadas entre los mercados de contado y los de derivados: la Securities and Exchange Commission (SEC) regula y supervisa los mercados de contado y la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) hace lo propio con los mercados de derivados. Una de las implicaciones de esta fragmentación supervisora es la ausencia de concentraciones entre los mercados de derivados y de contado de EE.UU., en contraste con lo sucedido en Europa.

Así, los procesos de consolidación de infraestructuras de negociación localizadas en diferentes jurisdicciones europeas se han visto favorecidos por la consecución de un marco normativo y supervisor armonizado. Como refuerzo a la armonización normativa, la introducción del euro eliminó el riesgo divisa para los valores denominados en esta moneda y amplió el horizonte de inversión para inversores institucionales y particulares. Otra de las consecuencias de la divisa común fue la convergencia de las primas de riesgo soberanas, que supuso la pérdida de diferenciación entre los diferentes contratos nacionales de futuros sobre bono. El resultado fue la concentración de la negociación de estos contratos en un único mercado (Eurex) y la desaparición del resto de mercados europeos.

A finales de los noventa comenzaron a darse en Europa los primeros procesos de consolidación, primero, dentro de cada país¹⁰, buscando la creación de “campeones nacionales” capaces de competir en un entorno único de dimensión continental. Posteriormente, se iniciaron las primeras alianzas transnacionales, que incluían el acceso recíproco a los mercados por parte de los miembros y, en ocasiones, las fusiones entre distintos mercados.

La Directiva 93/22/CEE de servicios de inversión, primero, y muy especialmente la Directiva 2004/39/CE relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID), después, han dotado a los 27 Estados de la Unión Europea (UE) de un marco regulador común. La MiFID es uno de los pilares del Plan de Acción de Servicios Financieros (con el acrónimo en inglés FSAP) de 1999, y tiene como objetivo la integración de los mercados financieros en la UE. La MiFID incorpora dos cambios fundamentales para permitir la competencia entre mercados: i) acaba con el monopolio de la negociación de los mercados regulados establecidos y ii) crea unas reglas comunes y homogéneas para los mercados regulados y las plataformas alternativas. Tras dos años desde su entrada en vigor, como señala Davies (2008), la MiFID ya ha cubierto uno de sus objetivos: el de incrementar la competencia entre las diferentes plataformas de negociación en la mayoría de países. Sin embargo, no puede descartarse que esta mayor competencia inicial se vea reducida en un futuro si las nuevas plataformas no alcanzan el volumen de negocio requerido para cubrir los costes operativos, en cuyo caso las fusiones pueden ser una estrategia de supervivencia.

No obstante, la MiFID no contiene prescripciones acerca de las actividades de post-contratación más allá de establecer la libertad de elección y acceso a los sistemas de compensación, liquidación y contrapartida central por parte de los miembros de los mercados regulados, las empresas de inversión¹¹ y los sistemas multilaterales de negociación.

Con respecto a la estructura de propiedad de los mercados, en sus orígenes los mercados de valores eran propiedad de sus miembros, que mantenían la exclusividad de acceso (*mutual ownership*). Esta organización mutualista coincidía con un ámbito de actuación local, mercados de corros físicos y ausencia de interconexiones internacionales e inversores no residentes. Pero, en los primeros años de la década de los noventa, los mercados comenzaron un proceso de desmutualización en el que se separaron las figuras de miembro y accionista. El capital de las bolsas de valores se abrió a los inversores y muchas realizaron ofertas públicas de venta y comenzaron a cotizar en el mercado que gestionaban. Este proceso coincidió con la expansión de los sistemas electrónicos de negociación y los avances en comunicaciones y en el incremento de la competencia entre mercados.

Aggarwal (2002) señala dos motivos para el cambio en el gobierno corporativo y la estructura de propiedad de las bolsas: el primero es dotar a los mercados de mayor flexibilidad en la toma de decisiones estratégicas de negocio y, el segundo, obtener fondos que permitan acometer las inversiones en infraestructuras o adquisiciones

10 En 1999 se producen de manera independiente las fusiones de los mercados de contado y derivados en Francia, Bruselas y Portugal. También se produjo en 1999 la fusión de Deutsche Börse Clearing, el DCV alemán, con Cedel, un DCVI, para formar Clearstream.

11 La MiFID reconoce como empresa de inversión a toda persona jurídica cuya profesión o actividad habitual consista en prestar uno o más servicios de inversión o en realizar una o más actividades de inversión con carácter profesional para terceros.

de competidores. Una estructura accionarial abierta facilita los procesos de fusiones y adquisiciones entre mercados y, por tanto, la consolidación de infraestructuras.

El siguiente cuadro incluye las fechas de desmutualización, salidas a bolsa e inicio de las consolidaciones entre los principales mercados. En la mayoría de los mercados, la desmutualización y posterior salida a bolsa anteceden a los procesos de concentración. Salvo BME, fruto de un proceso de consolidación nacional horizontal (bolsas, renta fija y derivados) y vertical (negociación y post-contratación), el resto de mercados competidores forma parte de grupos transnacionales surgidos de la consolidación de varios mercados y entidades.

Desmutualización de los principales mercados regulados

CUADRO 1

Bolsa	Desmutualización	Salida a bolsa	Inicio consolidación
Stockholmsbörsen (NASDAQ OMX)	1993	1993	2003
Bolsa Helsinki (NASDAQ OMX)	1995	1993	1997
Borsa Italiana (LSE ¹ -Borsa Italiana)	1997		2007
Amsterdam Exchange (NYSE Euronext)	1997	2001	2000
London Stock Exchange (LSE-Borsa Italiana)	1999	2001	2007
Deutsche Börse Group	2000	2001	2000
Bolsas y Mercados Españoles (BME)	2000	2006	2003
NASDAQ (actual NASDAQ OMX)	2002	2002	2007
NYSE-Archipielago (NYSE Euronext)	2006	2006	2007

Fuente: Fleckner (2006) y elaboración propia con datos de las bolsas.

1 LSE London Stock Exchange.

4 El proceso de consolidación de las infraestructuras de negociación

Los procesos de consolidación de las infraestructuras de los mercados se han materializado a diferente ritmo en Europa y Estados Unidos. Uno de los motivos fundamentales estriba en la unidad normativa, fiscal, monetaria, cultural y lingüística presente en Estados Unidos, que contrasta con la diversidad europea. Ésta puede ser una de las razones por las cuales un avance tecnológico muy significativo, la introducción del teléfono, tuvo una repercusión en la consolidación e integración de los mercados muy importante en EE.UU. y casi nula en Europa.

Así, la consolidación de las infraestructuras de negociación en Europa ha tenido como factores determinantes la introducción del euro y las diferentes iniciativas comunitarias de armonización normativa y fomento de la competencia, que han actuado como catalizadores de los avances tecnológicos. A pesar del retraso en los procesos de consolidación de los mercados europeos, una vez culminadas las concentraciones dentro de cada Estado, la siguiente etapa, la de fusiones y alianzas internacionales, se acometió de manera casi inmediata y antes que en los EE.UU.

4.1 La consolidación de los mercados regulados en Estados Unidos

Con los inicios del siglo XX comienza la primera etapa de consolidación de las infraestructuras de negociación de los mercados norteamericanos, que tiene como factor

determinante la aparición del teléfono, que eliminó las barreras de entrada e incrementó la rivalidad entre las cien bolsas regionales existentes en ese momento. El resultado fue la práctica desaparición de las bolsas regionales y la concentración de la negociación en la Bolsa de Nueva York (NYSE).

Una vez incorporados los avances en las comunicaciones, no se producen novedades reseñables hasta el último cuarto de siglo. Es entonces cuando, en el año 1975, se crea el mercado electrónico NASDAQ, especializado en valores tecnológicos, y comienzan a aparecer sistemas alternativos de negociación electrónicos competidores de la NYSE.

La siguiente etapa de consolidación tiene lugar a principios del siglo XXI y mantiene su ámbito local, es decir se producen fusiones entre mercados estadounidenses. Sin embargo, existe una novedad reseñable: se produce la fusión/adquisición entre mercados regulados como NYSE y NASDAQ y sistemas alternativos de negociación como Archipiélago e Instinet. Ambas adquisiciones constituyen un ejemplo de movimiento defensivo por parte de los mercados regulados ante la aparición de un nuevo tipo de competidor que comenzaba a detraer una parte creciente del volumen de negocio.

La tercera etapa se inicia ya en el año 2007 tras la salida a bolsa de NASDAQ y NYSE, que les permite captar recursos para acometer adquisiciones de mercados europeos. NASDAQ adquiere entonces el grupo nórdico OMX y NYSE se fusiona con Euronext para crear el mayor mercado mundial.

Otra de las características propias de los mercados financieros de EE.UU. es la presencia de dos centros financieros especializados: Nueva York en los mercados de acciones de contado y Chicago en los mercados regulados de derivados. Actualmente, puede establecerse el siguiente mapa de los mercados de valores de EE.UU.:

- Mercados de acciones: operados por dos grandes grupos internacionales, Nasdaq-OMX y NYSE-Euronext, con una cuota conjunta de mercado en EE.UU. del 90% del volumen negociado. Además de estos dos grandes grupos, también operan treinta y nueve sistemas alternativos de negociación.
- Mercados de derivados: dominados por un gran grupo, CME Group, fruto de la consolidación del Chicago Mercantile Exchange (CME), el Chicago Board of Trade (CBOT) y el New York Mercantile Exchange (NYMEX), con una cámara de contrapartida central integrada en el propio grupo (CMEC).
- Post-contratación: con una única empresa, Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC), que compensa, liquida y registra todas las operaciones en los mercados regulados de acciones.

4.2 La consolidación de los mercados regulados en Europa

Pese a que los mercados de valores europeos han sido especialmente innovadores en la incorporación de los sistemas electrónicos de contratación, la falta de un marco normativo armonizado y una moneda única han retrasado los procesos de consolidación entre mercados de diferentes países hasta finales del siglo XX.

Así, a finales de la década de los noventa, la mayoría de los países europeos comenzó un proceso de consolidación nacional de sus infraestructuras de negociación y post-

contratación. Los diferentes mercados de cada país se integraron en holdings que, en algunos casos, como Alemania, España e Italia, dieron lugar a silos verticales que integran todos los procesos de negociación y post-contratación y, como en el caso de BME y Deutsche Börse, de los mercados de contado y derivados. En términos generales, podría decirse que estos procesos buscaban la aparición de grandes grupos a nivel nacional, capaces de competir en el entorno de dimensión europea que la entrada del euro anticipaba.

Casi sin solución de continuidad comenzó la segunda etapa, que dio lugar a consolidaciones entre mercados de diferentes Estados de la UE. Como resultado de este proceso se han formado cuatro grandes grupos transnacionales que integran a la mayoría de países europeos y suponen tres cuartas partes del volumen negociado en el continente:

- Euronext. En el año 2000 las bolsas de Ámsterdam, Bruselas y París se fusionaron para crear Euronext. En 2002 las bolsas de Lisboa y Oporto se unieron a Euronext y el grupo adquirió el mercado de derivados londinense LIFFE¹². En 2007 Euronext se fusionó con el grupo NYSE para formar NYSE-Euronext, el primer grupo mundial con operaciones en dos continentes. NYSE-Euronext cuenta en estos momentos con seis mercados de contado y ocho de derivados en los siete países en los que opera.

En Euronext, cada mercado integrante del grupo mantiene su licencia individual y la supervisión por parte de la entidad correspondiente según su país de origen. Esta segmentación de la supervisión del grupo en sus respectivas jurisdicciones de origen se mantuvo tras la fusión con NYSE. Con el fin de coordinar la supervisión del grupo, los diferentes organismos europeos encargados de la supervisión de los mercados integrados en Euronext han firmado dos acuerdos de entendimiento (MOU¹³).

Desde 2009 todos los mercados del grupo NYSE-Euronext operan con la misma plataforma de contratación, habiéndose logrado así uno de los objetivos de las fusiones entre mercados: la explotación de las economías de escala y alcance y las externalidades de red que permitirán seguir con la creciente inversión en la mejora de los sistemas de negociación.

La compensación y la liquidación no están actualmente integradas verticalmente en el grupo Euronext, ya que el grupo ha ido desinvirtiendo su participación minoritaria en las infraestructuras de post-contratación, LCH.Clearnet y Euronext. En una primera fase, las cámaras de contrapartida central de Bélgica, Francia y Holanda se fusionaron dando lugar a Clearnet, S.A., que desde 2001 pasó a ser la infraestructura de liquidación de los mercados operados por Euronext. En 2003 Clearnet se fusionó con la London Clearing House para formar LCH.Clearnet (participada en un 5% por Euronext). En cuanto al registro central, éste sigue siendo mantenido por los depositarios centrales de cada país pertenecientes al grupo Euroclear (donde Euronext cuenta con un 5%) e Interbolsa para Portugal.

- London Stock Exchange (LSE)-Borsa Italiana. La LSE es la segunda mayor bolsa de valores de Europa por volumen negociado y ha sido objeto de varias ofertas fallidas de compra por parte de OMX de Suecia (2000), Deutsche Börse (2004),

12 London Financial and Futures Exchange.

13 Memorandum of Understanding.

Macquarie Bank (2005) y NASDAQ, que llegó a poseer en el año 2006 cerca del 30% de su capital. En 2007, NASDAQ, tras ver rechazada su oferta de compra por los accionistas de la LSE, vendió su participación a la Dubai Borse. Anteriormente, en el año 2000, la LSE había anunciado y posteriormente cancelado su fusión con la Deutsche Börse.

En 2007, la LSE completó la adquisición de la Borsa Italiana. De este modo se integraron dos modelos de negocio distinto. Por un lado, la LSE es una bolsa de valores que no tiene integrados los sistemas de compensación y liquidación, y que es precursora de la apertura de la competencia en los servicios de post-contratación y, por otro lado, la Borsa Italiana, que cuenta con mercados de acciones, renta fija y derivados y con los servicios de post-contratación integrados (Cassa di Compensazione e Garanzia y Monte Titoli).

Los sistemas de negociación de LSE y Borsa Italiana no están integrados y, como en el resto de grupos europeos, su supervisión está segmentada en los mercados nacionales de origen: la LSE está supervisada por la Financial Services Authority de Reino Unido y la Borsa de Italia por la CONSOB italiana.

- Deutsche Börse Group. Es un silo vertical, ya que sus actividades incluyen la negociación (acciones, bonos y derivados) y los servicios de post-contratación. El origen del grupo es la Bolsa de Frankfurt, que pasó a llamarse Deutsche Börse en 1992.

En 1998 nace Eurex, el segundo mercado de derivados mundial, fruto de la fusión de los mercados de derivados de Alemania (DTB) y Suiza (SOFFEX). A continuación, en el año 2000, Deutsche Börse Clearing se fusiona con el depositario central de valores internacional Cedel para formar Clearstream Internacional, que pasa a ser la infraestructura de post-contratación del grupo, ofreciendo servicios de compensación, liquidación, registro y contrapartida central. En 2007 este grupo adquiere el mercado de derivados Internacional Securities Exchange (ISE), que se mantiene bajo la supervisión de la SEC estadounidense.

Los sistemas de negociación de los mercados de contado y derivados no están integrados, aunque está previsto que en 2011 cuenten con una misma plataforma. El grupo está supervisado por la BaFIN, autoridad financiera alemana con competencias en los mercados de contado y derivados.

- NASDAQ-OMX. En 1985 se crea el mercado de derivados OMX, con sede en Suecia. En 1998 OMX se fusiona con la bolsa de Estocolmo. En posteriores fusiones se van incorporando varias bolsas nórdicas (Copenhague, Helsinki e Islandia) y bálticas (Estonia, Letonia y Lituania). A finales de 2007 OMX es adquirido por NASDAQ. El nuevo grupo NASDAQ-OMX tiene integrado su sistema de negociación, compartido por los mercados integrantes del mismo. NASDAQ-OMX no está integrada verticalmente, ya que los servicios de post-contratación los realiza Euroclear. Las bolsas bálticas mantienen sus respectivos depositarios centrales de valores.

Al margen de estos cuatro grandes grupos paneuropeos operan otros mercados, incluyendo Bolsas y Mercados Españoles (BME), que se creó en 2003 como resultado de la consolidación vertical de las infraestructuras españolas de negociación (acciones, renta fija y derivados) y post-contratación (IBERCLEAR). Por volumen de negociación en renta variable, BME ocuparía el cuarto lugar europeo por detrás de

NYSE-Euronext, LSE-Borsa italiana, Deutsche Börse y por delante del grupo NASDAQ-OMX. BME cuenta con sistemas de negociación diferentes para los mercados de acciones, derivados y renta fija y el grupo es supervisado por la CNMV y el Banco de España (negociación de la Deuda pública).

El cuadro 2 resume la organización de los principales mercados de valores europeos.

Organización principales mercados europeos					CUADRO 2
País	Mercado Contado	Mercado Derivados	Post-Contratación	Tipo consol.	
Alemania, Suiza (DB Group)	Deutsche Börse	Eurex & ICE	Clearstream & Eurex	Vertical	
Austria (Wiener Börse)	Wiener Börse	Wiener B.	CCPA	Vertical	
España (BME)	BME	MEFF	IBERCLEAR & MEFF	Vertical	
Noruega (Oslo Bors VPS Group)	Oslo Bors VPS ¹	Oslo Bors	Oslo Clearing & VPS	Vertical	
Reino Unido e Italia	LSE ² Borsa Italiana	EDX London, IDEM	LCH.Clearnet ³ , Euroclear, X-Clear Monte Titoli&CC&G	Horizontal y vertical	
Bélgica, Francia, Holanda, Portugal, Reino Unido (NYSE Euronext)	NYSE Euronext	NYSE Liffe	LCH.Clearnet & Euroclear ⁴	Horizontal	
Dinamarca, Estonia, Letonia, Lituania, Finlandia, Islandia, Suecia (NASDAQ OMX)	NASDAQ OMX ⁵	NASDAQ OMX	Euroclear (2008) & NASDAQ OMX & CSD (bálticos)	Horizontal	

Fuente: Elaboración propia.

- 1 Hasta junio de 2009 NASDAQ OMX mantenía una participación del 6%. Fue vendida tras anunciarse la alianza entre Oslo Bors y LSE.
- 2 LSE está participada en un 20% por Borse Dubai Limited y por la Qatar Invest. Authority en un 26%.
- 3 LCH.Clearnet está participado por Euronext (reducida hasta el 5%) y Euroclear.
- 4 Euroclear está participada en un 4% por Euronext.
- 5 NASDAQ OMX está participado en un 19,9% por Borse Dubai.

El cuadro 3 resume los principales momentos del proceso de consolidación de las infraestructuras de negociación en EE.UU. y Europa.

Estados Unidos	Europa
A principios del siglo XX comienza a aumentar la competencia y tienen lugar las primeras fusiones entre las 100 bolsas regionales.	A finales del siglo pasado comienza la desmutualización de los mercados. Y se dan las primeras consolidaciones locales.
En 1975, la SEC impone la concentración obligatoria de las infraestructuras de post-contratación que se culmina a finales de 1990.	En el año 2000, tienen lugar las primeras consolidaciones paneuropeas (Euronext).
En 2002 y 2006 se desmutualizan NASDAQ y NYSE, respectivamente.	
En 2005, NYSE y NASDAQ adquieren dos SMN competidores, Archipelago e Instinet, respectivamente.	
En 2007 NYSE se fusiona con Euronext y NASDAQ adquiere OMX.	En 2007 LSE adquiere Borsa Italiana.
2009 Dos grandes mercados regulados. 39 sistemas multilaterales de negociación. Post-contratación consolidada (DTCC).	2009 Cuatro grandes grupos paneuropeos ¹ . 123 sistemas multilaterales. Post-contratación fragmentada.
	2013 Proyecto T2S BCE. Consolidación liquidación.

Fuente: McAndrews y Stefanadis y elaboración propia.

1 NYSE Euronext, NASDAQ-OMX; LSE-Borsa Italiana, Deutsche Börse.

5 El proceso de consolidación de las infraestructuras de post-contratación

En el proceso de consolidación de los mercados regulados, el papel de las autoridades reguladoras se ha limitado en la mayoría de los casos a facilitar un marco normativo armonizado que, junto con otros factores, como la tecnología o, en algunos casos, la existencia de una moneda común, han facilitado la competencia y posterior concentración de las bolsas de valores.

Sin embargo, en el caso de las infraestructuras de post-contratación el papel del regulador ha sido determinante en EE.UU., y puede llegar a serlo en Europa. El lanzamiento en 2013 del proyecto Target 2 Securities por parte del Banco Central Europeo (para habilitar la liquidación de valores y de efectivo) puede constituirse en una vía de consolidación, por iniciativa institucional, de los servicios de liquidación en la zona euro.

En Estados Unidos, el modelo de negocio predominante a principios del siglo XX eran los silos verticales regionales, en los que cada bolsa poseía sus propias infraestructuras de compensación y liquidación. Posteriormente, los procesos de concentración de los mercados redujeron hasta siete el número de silos verticales, en el año 1975.

Hasta ese momento, la consolidación de las infraestructuras de post-contratación replicaba a la de los propios mercados y estaba liderada y propiciada por la industria. Sin embargo, el regulador estadounidense se vio obligado a intervenir a finales

de los años sesenta por los problemas en la liquidación de operaciones en títulos físicos que, durante el episodio conocido como *paperwork crisis*, obligaron a cerrar los mercados un día a la semana y a reducir su horario de negociación ante la imposibilidad de realizar las liquidaciones pendientes. Tras ese episodio, la SEC propuso al Congreso la modificación de la Ley del Mercado de Valores para crear el National Market System con el objetivo de establecer un sistema unificado nacional de compensación y liquidación.

A pesar de que la consolidación estaba promovida directamente por el regulador, su culminación se demoró veinticinco años hasta la creación en 1999 de la Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC). La DTCC es una sociedad holding que consolida las dos compañías que ofrecen los servicios de compensación y liquidación y depósito central de valores en Estados Unidos¹⁴.

Con respecto a las infraestructuras de post-contratación europeas, también se ha producido un proceso de consolidación a partir de finales de los años noventa. Salvo excepciones paneuropeas como Euroclear y Clearstream, la consolidación en Europa se ha limitado al ámbito local, entre DCV encargados de diferentes segmentos (acciones, renta fija) en su mercado nacional. Schmiedel y Schönenberger (2005), contabilizaron en 1999 veintitrés DCV domésticos en los doce países que entonces integraban el área euro, y dieciocho en el año 2004. De acuerdo con los últimos datos del registro mantenido por el CESR, hay veintisiete DCV, uno por cada Estado Miembro de la UE. El cuadro 4 resume los procesos de concentración de las infraestructuras de post-contratación más importantes llevados a cabo en Europa.

Consolidación de los depositarios centrales de valores (DCV)

CUADRO 4

Países	DCV	DCV resultante
Alemania y Luxemburgo	Deutsche Börse Clear. y Cedelbank	Clearstream Int. (2000)
Francia, Holanda, Reino Unido, Bélgica e Irlanda	SICOVAM, Necigef, CREST, CIK, CBISSO	Euroclear(2001)
Suecia y Finlandia	VPC y APK	NCDS ¹ (2004)
España	SCLV y CADE	IBERCLEAR (2003)

Fuente: Schmiedel, Schönenberger y Fleckner (2005) y elaboración propia.

1 En 2008 NCSD fue adquirido por Euroclear.

6 Situación actual y perspectivas del proceso de consolidación

El mapa competitivo actual de los mercados de valores deja dos grandes grupos transcontinentales: NYSE-Euronext y NASDAQ-OMX, ambos fruto de un proceso de consolidación intercontinental, el grupo LSE-Borsa Italiana y varios mercados aún no inmersos en procesos de consolidación internacional como Deutsche Börse, Bolsas y Mercados Españoles (BME) y las bolsas asiáticas. Dado que una fusión NYSE-Euronext-NASDAQ-OMX resultaría difícilmente factible por la elevada con-

¹⁴ Estas dos compañías son respectivamente la National Securities Clearing Corporation (NSCC) y la Depository Trust Company (DTC).

centración de poder de mercado que la entidad resultante supondría, los siguientes movimientos de consolidación podrían tener a las bolsas asiáticas como protagonistas para la creación de un gran grupo de dimensión mundial. En este contexto, la NYSE ya ha entrado en un acuerdo estratégico con la bolsa de Tokio como primer paso hacia una posible fusión.

En Europa, aún quedan varios mercados no integrados en grupos transnacionales que podrían entrar en algún tipo de acuerdo conjunto o con los dos grandes grupos ya establecidos. Otra posibilidad es la expansión hacia Europa del Este, donde, por vínculos históricos y geográficos, la Deutsche Börse es la bolsa mejor posicionada para realizar adquisiciones y/o fusiones con otros mercados regulados. De hecho, Deutsche Börse ya ha realizado una oferta para hacerse con una participación mayoritaria de la Bolsa de Varsovia.

El aumento de tamaño mediante la consolidación puede ser la respuesta adecuada a las nuevas condiciones, especialmente cuando el objetivo sea la consecución de economías de escala y masa crítica en el volumen de operaciones. Por el contrario, no es la alternativa idónea cuando se trata de competir con plataformas especializadas en determinados segmentos en los que el tamaño y las economías de escala no son determinantes.

El entorno competitivo futuro de las bolsas de valores estará condicionado por los cambios en la estructura de los mercados, que determinarán sus reacciones estratégicas y los posibles procesos de concentración. Estos cambios tienen un doble origen:

- las nuevas necesidades de la demanda motivadas por las estrategias de negociación de alta frecuencia (*high frequency trading*); y,
- la fragmentación de la liquidez entre los mercados regulados y plataformas alternativas encabezadas por los SMN, los internalizadores sistemáticos y los *dark pools*.

6.1 Nuevas necesidades de demanda con origen en la negociación de alta frecuencia

Los inversores especializados en este tipo de negociación llevan a cabo un gran número de operaciones de compraventa en los mercados regulados y SMN de manera continua. Los dos rasgos diferenciadores más singulares de su operativa son la concentración de su actividad en los valores más líquidos y la utilización de órdenes de reducido tamaño que les permite garantizar su ejecución simultánea en varios mercados y plataformas alternativas. Para llevar a cabo su actividad, requieren sistemas de negociación que reduzcan al mínimo el tiempo desde que una orden se transmite hasta que se ejecuta.

A su vez, la reducción del volumen efectivo de las órdenes ejecutadas en los mercados ha llevado a otros inversores institucionales a buscar en los *dark pools* el anonimato y la garantía en la ejecución de grandes órdenes y a un único precio. Con respecto a los *dark pools*, su proliferación responde a necesidades específicas de un segmento de la demanda y, en este sentido, las fusiones entre mercados regulados no parecen ser una opción estratégica defensiva efectiva.

La atención a los nuevos segmentos de demanda exigirá a los mercados realizar cuantiosas inversiones en sistemas de negociación, comunicaciones e infraestructuras que permitan la ubicación en sus instalaciones (o en la proximidad de las mismas) de los servidores informáticos utilizados para llevar a cabo este tipo de operaciones (*co-location*¹⁵) y la reducción del tiempo de respuesta. En este caso, los procesos de concentración sí pueden ser una respuesta estratégica adecuada a la nueva estructura de los mercados, ya que permitirían una amortización de las inversiones más rápida mediante la utilización de sistemas de negociación y comunicaciones compartidos.

6.2 Fragmentación de la liquidez por apertura de la competencia

La entrada de los sistemas multilaterales de negociación como competidores de los mercados regulados va a generar, con elevada probabilidad, nuevos movimientos de concentración de infraestructuras de negociación. Desde su lanzamiento, los SMN han intentado captar un volumen de negociación suficiente para alcanzar una masa crítica que garantice su supervivencia. Una de las estrategias utilizadas para atraer volumen es la competencia vía precios (tarifas) con los mercados regulados. En algunos mercados europeos como Londres, París y Frankfurt, según los datos publicados por Fidesa, los SMN han logrado una cuota de mercado superior al 30%, mientras que en España no llegan al 1%.

Hasta el momento, los participantes en los mercados se han visto beneficiados con una reducción en las tarifas de negociación, resultado de la competencia entre mercados regulados y SMN. Sin embargo, no es previsible que todos los SMN actuales puedan subsistir y, por ello, no deben descartarse consolidaciones entre distintos SMN y entre mercados regulados y SMN. Como señalan Christiansen y Kolderstsova (2009) el incremento de cuota de mercado de los SMN se produjo en una etapa en la que los volúmenes de negociación aumentaban cada año y su supervivencia futura dependerá de la capacidad de seguir creciendo en un entorno de reducción global del negocio. En este nuevo entorno competitivo de mayor rivalidad es previsible un movimiento defensivo por parte de los mercados regulados, que podrían optar por las siguientes alternativas estratégicas:

- La compra de aquellos SMN que pudieran llegar a suponer una amenaza a la hegemonía de los mercados regulados. Dos ejemplos son las ya mencionadas adquisiciones, en el año 2005, de Archipelago e Instinet por parte de NYSE y NASDAQ, respectivamente. En Europa, la LSE y Turquoise han anunciado recientemente un acuerdo para crear una nueva plataforma de negociación a partir de la fusión entre Turquoise y Baikal, cuyo principal accionista será la LSE. La plataforma resultante ofrecerá servicios de negociación tanto en régimen de pre-transparencia como a modo de *dark pool*. Esta operación representa la primera consolidación entre un mercado regulado y un SMN en Europa, lo que puede suponer una cierta reversión al entorno competitivo anterior a la entrada en vigor de la MiFID, al reducirse los niveles de rivalidad.

15 Este término inglés hace referencia a esta práctica por la que los mercados regulados ofrecen espacio físico a los participantes para que instalen sus servidores junto a los de la bolsa y de esta manera todos tengan acceso en igualdad de condiciones y tiempo de respuesta.

- El lanzamiento de SMN por parte de los propios mercados regulados. Este movimiento se complementaría con la entrada en competencia directa con otros mercados regulados, incluyendo la posibilidad de negociar acciones de compañías extranjeras que cotizan en otras bolsas. Ésta es la estrategia que va a iniciar Deutsche Börse con su plataforma Xetra International Market, en la que en una primera fase podrán negociarse todas las acciones incluidas en el índice DJ EURO STOXX 50, para posteriormente ampliarse a los principales valores (blue chips) de los mercados de Bélgica, España, Finlandia, Francia, Holanda e Italia.

6.3 La actuación de los SMN en el mercado español

La cuota de mercado de los SMN que ofrecen la negociación de valores españoles incluidos en el índice Ibex-35 no llega al 1% de la contratación efectuada en BME. Esta cifra contrasta con las cuotas de mercado que los SMN han logrado en el resto de mercados europeos. Las razones para la reducida contratación de valores españoles en los SMN pueden residir en las particularidades actuales del sistema de liquidación y registro que a continuación se describe.

El sistema de registro bursátil español descansa en las denominadas 'referencias de registro'. IBERCLEAR, como DCV Español, mantiene un fichero de referencias de registro que amparan el número de valores que mantienen en sus cuentas las entidades participantes. Las referencias de registro son generadas por las sociedades rectoras de las bolsas cuando se produce una compra o un cambio de titularidad y su aportación es imprescindible para liquidar las ventas. Este sistema de registro tiene entre sus ventajas permitir una elevada trazabilidad de las operaciones y facilitar su supervisión.

Bajo este sistema, la liquidación de operaciones realizadas en los SMN requiere, previamente, la generación de las correspondientes referencias de registro. Por tanto, una operación de compraventa realizada en un SMN sobre un valor español estaría sujeta a costes adicionales con respecto a las efectuadas sobre valores cotizados en otros mercados regulados europeos. En este contexto, cabe destacar la reciente aprobación de una modificación del Reglamento de Organización y Funcionamiento de IBERCLEAR, que permitirá la liquidación y el registro de operaciones realizadas en los SMN sin tener que pasar a través del mercado regulado.

Otra de las características idiosincrásicas del mercado regulado español es la elevada cuota de mercado que los intermediarios españoles mantienen en las operaciones realizadas en BME y la ausencia de éstos en el accionariado de las plataformas alternativas actualmente operativas.

En la actualidad, BME mantiene una estrategia de especialización en los mercados de valores españoles y no forma parte de ningún grupo internacional. No obstante, sí ha emprendido un intento de diversificación de su actividad con el lanzamiento en 1999 del Latibex, un SMN de valores latinoamericanos cotizados en euros.

6.4 Posibles actuaciones en las actividades de post-contratación europeas

En el año 2001, un grupo de expertos liderado por Alberto Giovannini elaboró, a instancias de la Comisión Europea (CE), un informe en el que se identificaron quince

barreras a la integración de las actividades de post-contratación en Europa (Informe Giovannini). Estas barreras, clasificadas en tres grandes grupos (diferencias técnicas, impositivas y legales), suponen unos mayores costes de liquidación de las operaciones transfronterizas. En este informe se reconocía que para conseguir la eliminación de las barreras sería preciso en algunos casos la iniciativa de la industria y, en otros, la de los gobiernos, mediante la aplicación de medidas impositivas y regulatorias.

Una vez conocidos los campos de actuación destacados en el Informe Giovannini, la CE comunicó en el año 2004 su intención de elaborar una directiva aplicable a los servicios de post-contratación. Sin embargo, dos años más tarde cambió de criterio y trasladó a la industria la búsqueda de soluciones para conseguir reducir los obstáculos a la integración de estos mercados a nivel europeo.

Dentro de las iniciativas impulsadas por la industria, destaca el Código de Conducta, aprobado en 2006, que incluye como una de sus principales medidas la interconexión entre las diferentes infraestructuras nacionales. La puesta en práctica de esta medida se plasma en el proyecto Link Up Markets¹⁶, que permitirá la interoperabilidad entre los DCV europeos participantes. Una de las críticas al proyecto es el mantenimiento de las infraestructuras locales de cada DCV integrante, en lugar de la creación de una única entidad central similar a la DTCC norteamericana. En este escenario, la industria ha optado por preservar el *statu quo*, en lugar de proponer un único proveedor de servicios de post-contratación que podría acceder de manera más eficiente a las economías de escala y las externalidades de red.

Algunos de los aspectos de las actividades de post-contratación con mayor potencial para la actuación de los reguladores serían los siguientes:

- El reforzamiento de la seguridad del sistema, por sus implicaciones sobre el riesgo sistémico. Por un lado, un problema en la liquidación de valores por parte de una entidad puede extenderse al resto de participantes y, por otro, es necesario un sistema de registro que garantice la integridad de las titularidades de los valores.
- La puesta en marcha de un marco normativo homogéneo aplicable a la post-contratación, que facilite la competencia en aquellos procesos donde, desde el punto de vista de la eficiencia económica, ésta sea posible a unos costes razonables. Además, en los grupos consolidados verticalmente debe garantizarse que los precios de acceso a los servicios de post-contratación no impidan la competencia en los servicios de negociación.

Además del acceso y la competencia en los servicios de compensación y liquidación, otro de los aspectos que podría resolverse por medio de la intervención de los reguladores es la actual heterogeneidad de las cámaras de contrapartida central en lo referido a figuras jurídicas, supervisión y recursos propios. La búsqueda de cierta homogeneidad y estándares mínimos es especialmente relevante en el marco de la reforma de los mercados de derivados, actualmente en desarrollo en EE.UU. y Europa, y que va a conceder a las cámaras un papel determinante en la contención del riesgo sistémico.

¹⁶ Link Up Markets es una sociedad formada por los depositarios de Alemania (Clearstream Banking Frankfurt), Austria (Österreichische Kontrollbank), Chipre (Cyprus Stock Exchange), Dinamarca (VP), España (IBERCLEAR), Grecia (Hellenic Exchanges), Noruega (VPS) y Suiza (SIX SIS).

6.5 El proyecto Target 2 Securities del Banco Central Europeo

En un contexto en el que la fragmentación de los servicios de post-negociación parecía perpetuarse, el BCE anunció en julio de 2006 que el Eurosistema¹⁷ estaba preparado para ofrecer servicios de liquidación nacional y transfronteriza de valores en efectivo del Banco Central. Esta iniciativa, que estará operativa en 2013, implicará la integración de las dos partes de la liquidación (efectivo y valores) en una única plataforma.

Target 2 Securities (en adelante T2S) se limita exclusivamente a la liquidación, manteniéndose el registro y custodia en los respectivos DCV nacionales que continuarán con la gestión de los derechos económicos y políticos de los valores y con las funciones notariales. Así, el éxito del proyecto del BCE, que es de carácter voluntario, estará condicionado por el número de entidades liquidadoras que decidan participar. Dado que los costes de desarrollo y mantenimiento¹⁸ suponen la mayor parte de los costes fijos del proyecto, cuanto mayor sea el número de DCV participantes y las operaciones liquidadas, menores serán los costes medios por operación. Además, habría que añadir los costes indirectos que podrían evitarse al no tener que soportar los costes de administración (*back office*) derivados de operar con varias infraestructuras y el mantenimiento de garantías, que podrían compensarse al liquidar en una única plataforma.

Según estimaciones del BCE, los costes de liquidación de una operación transfronteriza pasarían de una media cercana a los tres euros actuales a unos quince céntimos, comparables con las tarifas domésticas más económicas. Las comisiones de T2S se basarán en la cobertura de costes y no en la generación de beneficios económicos.

Este movimiento del BCE encuentra su explicación desde una doble vertiente. Por un lado, la liquidación de efectivo y valores es esencial para la integridad de la estabilidad financiera y, por otro, la falta de integración de los procesos de post-contratación redundan en unos mayores costes para los participantes y afecta negativamente a la competitividad de los mercados europeos.

Una participación mayoritaria de los DCV en el proyecto del BCE reportaría todas las ventajas de operar en una única entidad pero con unas tarifas calculadas para cubrir únicamente costes, lo que eliminaría el posible abuso de poder de mercado. No obstante esta importante ventaja, todavía quedaría por resolverse otro de los principales problemas de la actuación monopolística, que es la falta de incentivos a la innovación.

17 El Eurosistema está integrado por el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales de los países del área euro.

18 Costes de desarrollo del T2S estimados en unos 200 millones de € y de mantenimiento anual (60-100 millones) según el estudio *T2S Economic impact assessment*. ECB, May 2008.

7 Conclusiones

El modelo de negocio de las bolsas de valores se mantuvo inalterado desde su creación hasta finales del siglo XX. Durante ese periodo, las bolsas limitaron su actuación al ámbito local, estuvieron protegidas de la competencia del resto de mercados y no existían plataformas alternativas de negociación. En muchas ocasiones, la normativa de cada país garantizaba el monopolio a sus mercados locales y, de modo general, la ausencia de comunicaciones en tiempo real impedía la interconexión y la competencia entre los diferentes mercados. La armonización normativa, los avances tecnológicos y, en el caso europeo, la adopción de la moneda única han incrementado la competencia entre los mercados regulados y los sistemas multilaterales de negociación (SMN). Además, las necesidades específicas de un nuevo segmento de usuarios, que requieren un uso intensivo de técnicas automatizadas de negociación y la búsqueda del anonimato en la ejecución de sus operaciones, han dado lugar a la aparición de nuevas plataformas alternativas como los *dark pools*. En este entorno de mayor rivalidad, la consolidación es una de las estrategias seguidas por los mercados regulados en EE.UU. y Europa para hacer frente a las nuevas infraestructuras de negociación y conseguir economías de escala y alcance que les permitan afrontar y rentabilizar las inversiones en sistemas de negociación y comunicaciones.

En Europa, la Directiva 2004/39/CE (MiFID) ha abierto a la competencia las infraestructuras de negociación y ha permitido la actuación de los SMN en antiguos monopolios de contratación. A corto plazo, esto ha producido un incremento de la competencia y una rebaja de las comisiones. No obstante, es muy posible que a medio y largo plazo se produzca una consolidación de los SMN actuales o que algún mercado regulado adquiriera aquellos SMN que puedan suponer una amenaza a su hegemonía, como ya ha sucedido en el pasado.

En la actualidad, las bolsas de valores se enfrentan a cambios significativos en su infraestructura consecuencia, por un lado, de una mayor fragmentación de la liquidez (dividida en varias plataformas de negociación) y, por otro, de las nuevas estrategias de negociación algorítmica (negociación de alta frecuencia o, en inglés, *high frequency trading*). Estos cambios van a seguir exigiendo a los mercados regulados importantes inversiones tecnológicas, que condicionarán la rentabilidad de la industria y los futuros procesos de consolidación de las infraestructuras de negociación.

Con respecto a los servicios de post-negociación, pese a su gran importancia para la salvaguarda de la estabilidad financiera, no existe en Europa un marco normativo homogéneo que favorezca la competencia y la integración, a través de las consolidaciones de las infraestructuras existentes, que hasta la fecha han tenido un carácter marcadamente local. El resultado de la falta de integración son unos mayores costes de liquidación de las operaciones transfronterizas. No obstante, el proyecto Target 2 Securities del Banco Central Europeo puede suponer el impulso institucional definitivo para la consolidación europea de los servicios de liquidación. En EE.UU., la consolidación de la industria de post-negociación fue promovida en el año 1975 por la Securities and Exchange Commission mediante una reforma de la Ley del mercado de valores y se culminó en el año 1999.

8 Bibliografía

- Aggarwal, R. (2002). "Demutualization and corporate governance of stock exchanges". *Journal of applied corporate finance*, Spring, p. 108.
- Arnold, T., Hersch, J., Harold, M. and Netter J. (1999). "Merging markets". *Journal of finance*, 54, No. 3, pp. 1083-1107.
- Baele, L., Ferrando, A., Höhrdahl, P., Krylova, E. and Monnet, C. (2004). "Measuring integration in the euro area". ECB, *Occasional Paper Series*, No. 14, April.
- Christiansen, H. and Koldertsova, A. (2009). "The role of stock exchanges in corporate governance". OECD, *Financial markets trends*.
- CNMV - BdE (informe conjunto, 2007). *Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones*.
- Davies, R. (2008). *MiFID and a changing competitive landscape*. Babson College.
- Duffie, D. and Zhu, H. (2009). "Does a central clearing counterparty reduce counterparty risk?". Rock Center for corporate governance, *Working Paper* 46.
- Economides, N. (1993). "Network economics with application to finance". *Financial markets, institutions & instruments*, pp. 89-97.
- Linciano, N., Siciliano, G. and Trovatore, G. (2005). "The clearing and settlement industry. Structure, competition and regulatory issues". CONSOB, *Quaderni di Finanza*, N. 58.
- Malkamäki, M. (1999). "Are there economies of scale in stock exchange activities?". Bank of Finland, *Discussion Papers*, 4/99.
- McAndrews, J. and Stefanadis, C. (2002). *The consolidation of European stock exchanges*. Federal Reserve Bank of New York.
- Milne, A. (2002). "Competition and the rationalisation of European securities clearing and settlement". City University Business School, London, *Working paper*.
- Pirrong, C. (2007). *The industrial organization of execution, clearing and settlement in financial markets*. University of Houston.
- Ramos, S. (2003). "Competition between stock exchanges: a survey". Fama-International Center for Financial Asset Management and Engineering, *Research paper*, No. 77.
- Schmiedel, H., Malkamäki, M. and Tarkka, J. (2002). *Economies of scale and technological development in securities depository and settlement systems*. Bank of Finland Discussion Papers.
- Schmiedel, H. and Schönenberger, A. (2005). "Integration of securities market infrastructure in the euro area". European Central Bank, *Occasional paper series*, July.

III Novedades regulatorias

Las obligaciones de mantenimiento de registros de las entidades supervisadas

Adela Aguilar Fernández (*)

* Adela Aguilar Fernández pertenece a la Dirección de Autorización y Registro de Entidades de la CNMV.

1 Introducción

El presente artículo describe y analiza la normativa que obliga a las entidades financieras a mantener determinados registros relacionados con la prestación de servicios de inversión. Estas obligaciones, que forman parte de los requisitos de organización exigidos a las entidades para su autorización y funcionamiento, proporcionan un instrumento de gran utilidad para la protección de los inversores, puesto que los registros ayudan a reconstruir las condiciones en las que el intermediario ha prestado sus servicios y permiten conocer, en todo momento, el estado de las posiciones en valores que los clientes mantienen bajo custodia de la entidad, así como el estado de las operaciones pendientes. Los registros están a disposición de la autoridad supervisora o, en su caso, de la autoridad judicial, pero también resultan útiles para los auditores externos y las funciones de control interno y cumplimiento de la propia firma.

La normativa española en materia de mantenimiento y llevanza de registros de las entidades proveedoras de servicios de inversión se enmarca en la normativa comunitaria, cuyo texto base en este ámbito es la Directiva 2004/39/CE, de mercados de instrumentos financieros (en adelante, MiFID)¹. De acuerdo con el mandato establecido en la MiFID, las previsiones de esta norma sobre registros fueron desarrolladas, posteriormente, mediante dos medidas de aplicación (nivel 2 del esquema Lamfalussy): la Directiva 2006/73/CE (en adelante MiFID Nivel 2)² y el Reglamento 1287/2006/CE³.

Como se indica más adelante, la emisión de las normas comunitarias no comportó un cambio sustancial de la regulación española en materia de mantenimiento y llevanza de registros, puesto que ésta ya había ido incorporando la mayoría de las prescripciones ahora contenidas en la normativa europea. La transposición de la MiFID al ordenamiento jurídico nacional comportó una reforma parcial de la Ley del Mercado de Valores (LMV), a través de la Ley 47/2007⁴; la MiFID Nivel 2 se transpuso mediante el Real Decreto 217/2008⁵.

1 Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros.

2 Directiva 2006/73/CE de la Comisión Europea, de 10 de agosto, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento y el Consejo, en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión.

3 Reglamento 1287/2006/CE de la Comisión Europea, de 10 de agosto, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

4 Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores.

5 Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

Junto a las normas mencionadas anteriormente, este artículo analiza las recomendaciones que el Comité Europeo de Reguladores de Valores (Committee of European Securities Regulators, CESR), emitió en febrero de 2007 acerca de la lista de registros mínimos obligatorios de las empresas de servicios de inversión prevista por la MiFID Nivel 2. Esta Directiva había dejado la responsabilidad de fijar el contenido de dicha lista en manos de la autoridad competente de cada Estado Miembro. En el caso español, la decisión correspondió a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), materializándose mediante una resolución adoptada por este organismo supervisor el 7 de octubre de 2009, que es, asimismo, objeto de análisis en este trabajo.

Finalmente, el artículo también expone las implicaciones en materia de mantenimiento y llevanza de registros que la Directiva 2009/65/CE⁶ tendrá para las sociedades gestoras de organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). La citada directiva refunde las directivas que regulaban anteriormente los OICVM.

El artículo se organiza como sigue: la sección 2 analiza la normativa española en el contexto de la normativa comunitaria, la sección 3 se ocupa de las recomendaciones de el CESR acerca de la lista mínima de registros prevista por la MiFID Nivel 2, la sección 4 examina la resolución de la CNMV que establece el contenido de dicha lista en España y, finalmente, la sección 5 analiza las implicaciones de la nueva directiva sobre los OICVM, respecto a las obligaciones de registro de las sociedades gestoras.

2 La normativa española en el contexto de la normativa comunitaria

La regulación en materia de mantenimiento y llevanza de registros se enmarca en las medidas organizativas exigidas a las empresas que prestan servicios de inversión. La nueva regulación comunitaria en este campo, ya reflejada, como se ha indicado, en la normativa española, persigue tres grandes objetivos: (i) la adaptación de los intermediarios financieros a las nuevas necesidades; (ii) el refuerzo de las medidas dirigidas a la protección de los inversores, para lo que se establece un amplio catálogo de normas al que ha de sujetarse la actuación de quienes presten servicios de inversión; y (iii) el refuerzo de los requisitos de organización exigibles a estas entidades para garantizar que su organización se adecua a la compleja gama de servicios que prestan.

Para el cumplimiento de estos objetivos, las entidades que presten servicios de inversión deben contar con una estructura interna adecuada a las actividades que vayan a realizar, con medios organizativos, recursos humanos suficientes y una asignación clara de responsabilidades dentro de la entidad. A ello se refiere el artículo 70 ter 1 de la Ley del Mercado de Valores, que regula los requisitos de organización, al señalar que las empresas de servicios de inversión y las restantes entidades que, de conformidad con lo dispuesto en este Título, presten servicios de inversión deberán definir y aplicar políticas y procedimientos adecuados para garantizar que la empresa, sus

6 Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).

directivos, su personal y sus agentes cumplan las obligaciones que la normativa del Mercado de Valores les impone.

Como novedades de la nueva regulación en cuanto a requisitos de organización, cabe destacar las siguientes:

- 1) Los requisitos resultan aplicables, además de a las empresas de servicios de inversión, a las entidades de crédito y a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que presten servicios de inversión.
- 2) La intensidad de estos requisitos debe ser adecuada al carácter, la escala y la complejidad de los servicios que se presten.
- 3) Se establecen tres funciones de control: cumplimiento normativo, riesgos y auditoría interna.
- 4) Se exige control de conflictos de interés, para lo que las entidades deben contar con sistemas de detección y mecanismos para prevenir y, en su caso, resolver estos conflictos.
- 5) Se requiere la llevanza de registros de todas las operaciones sobre valores e instrumentos financieros y de los servicios de inversión que presten.

En particular, respecto a la obligación de llevanza de registros, el artículo 70 ter 1 de la LMV incorpora, en su letra e), el contenido del artículo 13.6 de la MiFID, que exige que toda empresa de servicios de inversión lleve un registro de todos los servicios y operaciones que realice, que deberá ser suficiente para permitir que la autoridades supervisen el cumplimiento de los requisitos previstos y, en especial, de todas las obligaciones de la empresa de inversión con sus clientes y posibles clientes. En la misma letra, el citado artículo de la norma española señala que los datos a incluir en los registros de operaciones serán los establecidos en el Reglamento 1287/2006 de la Comisión, mientras que los demás extremos relativos a la obligación de llevanza del registro se determinarán reglamentariamente. En la letra f) del mismo artículo se resalta la importancia de los registros como instrumento para identificar y proteger el patrimonio que los clientes han confiado a sus intermediarios, al señalar que los registros internos de la entidad *deberán permitir conocer, en todo momento y sin demora, y especialmente en caso de insolvencia de la empresa, la posición de valores y operaciones en curso de cada cliente.*

El Real Decreto 217/2008, que, como se ha indicado, transpuso a nuestro derecho la MiFID Nivel 2, recoge en el Capítulo I del Título II un amplio elenco de requisitos de organización y determina el alcance de éstos, para las empresas de servicios de inversión, para las entidades de crédito que presten estos servicios y para las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva autorizadas a realizar las actividades de gestión discrecional de carteras, asesoramiento en materia de inversión y custodia, y administración de acciones y participaciones de IIC. En particular, se regulan con detalle las exigencias referidas al mantenimiento de los registros de sus actividades y operaciones, lo que sin duda va a proporcionar una mayor seguridad jurídica a los intermediarios.

En el articulado del citado Real Decreto aparecen referencias a diversos registros, archivos y obligaciones de obtener y conservar determinados documentos. En este contexto, destaca la Sección 2ª del citado Capítulo I, en cuyos artículos 32 y 33 se

regula, respectivamente, el mantenimiento de los registros y determinadas especialidades referidas a los registros de órdenes de clientes y de operaciones.

Por lo que se refiere al mantenimiento de los registros, se establece la obligación de conservar los datos incluidos en los registros, con carácter general, durante un periodo de cinco años, a excepción del registro de contratos, que debe mantenerse mientras dure la relación con el cliente. Se señala, asimismo, la necesidad de utilizar un soporte que permita el almacenamiento de la información de forma accesible para la CNMV y la reconstrucción de cada una de las fases de la tramitación de cada operación.

En cuanto a los registros de órdenes y operaciones, cuyo contenido viene establecido por el Reglamento 1287/2006/CE, el artículo 33 del Real Decreto 217/2008 señala los documentos que debe contener el registro de órdenes, la obligatoriedad de soporte informático para el registro de operaciones y la necesaria correspondencia entre ambos registros (cada operación debe estar sustentada por una orden).

Por su parte, el Reglamento 1287/2006/CE, de aplicación directa a los Estados Miembros, dispone con detalle, en sus artículos 7 y 8, el contenido, primero, del registro de órdenes de clientes y de decisiones de negociar adoptadas al prestar el servicio de gestión de carteras y, segundo, del registro de operaciones. Respecto al primero, exige incluir en él, entre otros datos de la orden, la identificación del cliente o de la persona que actúe en su nombre, la fecha y la hora, la naturaleza de la orden y el tipo de instrumento financiero al que se refiere. En cuanto al registro de operaciones, inmediatamente después de ejecutar una orden o de recibir confirmación de su ejecución, se anotará, entre otros aspectos, la identificación del cliente, la fecha y la hora de la operación, la persona responsable de la ejecución, el precio y, si se tratase de una operación distinta a la de compraventa, la naturaleza de la operación.

De las normas citadas se desprende la extraordinaria importancia que adquieren los requisitos de organización, en especial la llevanza de registros, que, por un lado, se aplica de manera uniforme a todas las entidades que presten servicios de inversión y, por otro, se configura como un instrumento que va a facilitar la supervisión de la CNMV. Por otra parte, además de asegurar la continuidad y regularidad en la prestación de servicios, dichas normas van a contribuir a mejorar el control interno de las entidades, la transparencia de las operaciones y el cumplimiento de las normas de conducta. Todo ello supondrá una mejora en la protección de los inversores, lo que redundará en una mayor confianza de éstos en el sistema financiero.

No obstante su importancia, la nueva regulación no aporta grandes novedades respecto a la normativa española previamente en vigor, ya que la normativa había ido incorporando casi todas ellas desde 1988. Recordemos que la Circular 3/1993 de 29 de diciembre, de la CNMV, sobre registro de operaciones y archivo de justificantes de órdenes, en desarrollo del derogado Real Decreto 629/1993 de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, ya consideraba los archivos de justificantes y registros de órdenes como valiosos instrumentos de control interno para las entidades, la transparencia de las operaciones y, en consecuencia, para la confianza de los inversores. La citada circular establecía las reglas mínimas para el mantenimiento del archivo de justificantes de órdenes, de forma que sirviese de soporte a las anotaciones del registro de operaciones y permitiese la comprobación de sus antecedentes. Dicha circular establecía, asimismo, los requisitos y la estructura del registro de operaciones.

Por otra parte, el artículo 51.3 de la MiFID Nivel 2, en aplicación y desarrollo del artículo 13.6 de la MiFID, establece que

La autoridad competente de cada Estado Miembro elaborará y mantendrá una lista con los registros mínimos que las empresas de inversión deberán mantener con arreglo a la Directiva 2004/39/CE y sus disposiciones de desarrollo.

Este mandato ha sido recogido en el citado artículo 32.3 del RD 217/2008 en los siguientes términos:

La Comisión Nacional del Mercado de Valores deberá publicar la lista de registros exigidos de conformidad con lo dispuesto en el apartado 1.

3 Recomendaciones del CESR sobre la lista de registros mínimos

Como se ha indicado, la MiFID Nivel 2 delega en la autoridad competente de cada Estado Miembro la elaboración y el mantenimiento de una lista de registros mínimos que, según la citada norma, deberá ajustarse a la MiFID y a sus normas de desarrollo. El CESR, en el marco de las competencias de nivel 3 que la Comisión Europea le otorgó respecto a la MiFID (implementación uniforme y armonizada de la Directiva), sometió a consulta pública, en octubre de 2006, una propuesta de recomendaciones sobre la lista de registros mínimos⁷, solicitando comentarios, básicamente, sobre tres aspectos: (i) los posibles beneficios para inversores e industria; (ii) el contenido de la lista, incluyendo propuestas de nuevos registros o supresión de alguno de ellos; y (iii) la conveniencia de incluir registros relativos al asesoramiento financiero.

El 27 de febrero de 2007, el CESR publicaba sus recomendaciones⁸ junto con un documento que resumía los comentarios más relevantes recibidos durante el período de consulta⁹, así como los criterios en que se apoyaban las recomendaciones finales. A continuación se describen algunos de los comentarios más relevantes aportados por los participantes en la consulta y las consideraciones principales del CESR respecto a los tres aspectos sobre los que se requería su opinión:

- **Beneficios para inversores e industria.** Acuerdo mayoritario en que las listas benefician a inversores e industria, aunque algunos comentarios expresaban un abierto desacuerdo y otros consideraban que únicamente serían útiles si los Estados no pudieran exigir requerimientos adicionales. Algunos participantes sugerían incluir registros adicionales en relación con la mejor ejecución, información a clientes y normas de conducta. El CESR indicó que no trataba de armonizar el contenido de las listas nacionales y que sus recomendaciones podían aplicarse sin perjuicio de que las autoridades nacionales incluyeran otras obligaciones de registro derivadas de otras normas.

7 CESR Public consultation, list of minimum records in Article 51(3) of the MiFID implementing Directive (Ref. CESR/06-552).

8 CESR Level 3 Recommendations on the List of minimum records in article 51(3) of the MiFID implementing Directive (Ref. CESR/06-552c).

9 CESR Level 3 Recommendations of the list of minimum records in article 51 (3) of the MiFID implementing Directive. Feedback statement. (Ref. CESR/07-085).

- **Contenido de la lista (y propuestas de nuevos registros o supresión de alguno de ellos).** Ante las reservas manifestadas por los participantes en la consulta sobre el contenido y el momento de realización de algunos de los registros, el CESR sugirió que cada Estado Miembro pudiese considerar circunstancias específicas para confeccionar su lista de registros. Por otra parte, ante otros comentarios que cuestionaban la base legal para la exigencia de algunos registros (registro de clientes, información sobre incentivos, operaciones acumuladas, atribución y reatribución de órdenes, informes, etc.) al no existir en la MiFID un requerimiento expreso, el CESR manifestó que la MiFID pretendía que los registros ayudasen a las autoridades a supervisar el cumplimiento de las obligaciones de los intermediarios. De ahí que, haciendo una interpretación amplia del artículo 13.6 de la MiFID, el CESR exigiese expresamente no sólo la inclusión en la lista de los registros referidos a la prestación de servicios en sentido estricto, sino también de otros registros estrechamente relacionados con la misma, como los que se refieren al cumplimiento de los requisitos necesarios para realizarla (por ejemplo, requerimientos de información, ejecución de las normas para conocer a los clientes, etc.). En definitiva, el CESR argumentaba que si se deseaba que las autoridades supervisoras supervisasen el cumplimiento de las obligaciones de los intermediarios, se hacía necesario contar con una base técnica, en este caso los registros, que lo permitiese.
- **Conveniencia de registros relativos al asesoramiento financiero.** Algunos de los comentarios manifestaban que el asesoramiento es un proceso demasiado largo y complejo para anotarlo en un registro. El CESR, por su parte, argumentaba que, como mínimo, el registro debe incluir al cliente minorista al que se presta el servicio, la recomendación y el instrumento financiero recomendado.

Desde una perspectiva general, las recomendaciones del CESR tienen, fundamentalmente, cuatro objetivos: (i) facilitar la transposición; (ii) facilitar la convergencia supervisora; (iii) facilitar la “internacionalización” de los servicios y actividades de inversión; y (iv) asegurar unas bases mínimas comunes para la protección de los inversores. En base a estos objetivos, la lista de registros incluidos en las recomendaciones del CESR responde a las siguientes características generales:

- **carácter enunciativo:** la lista es meramente orientativa, no exhaustiva, por lo que las autoridades supervisoras de cada Estado Miembro podrán incluir registros adicionales a los recomendados.
- **carácter indicativo:** sin perjuicio de estas recomendaciones, las entidades han de evaluar si los registros recomendados son suficientes a la luz de las particularidades de sus propias actividades, estructura, volumen, clientela, organización y complejidad. En particular, es importante subrayar que el seguimiento de las recomendaciones de registro del CESR no exime a las entidades de la responsabilidad en la que podrían incurrir si estos registros no fueran suficientes o adecuados en función de dichas características particulares.
- **carácter no armonizador:** el CESR no trata de armonizar a nivel europeo ni el contenido, ni el momento de creación, mantenimiento o llevanza, ni la forma de los diferentes registros.

En definitiva, la lista de registros incluidos en las recomendaciones pretende dar cumplimiento a uno de los objetivos esenciales de la MiFID: permitir a las autoridades supervisoras verificar el cumplimiento de las obligaciones impuestas por la

normativa, permitiendo, a su vez, a las propias entidades conocer en cada momento el estado y grado de cumplimiento de las mismas.

4 Resolución de la CNMV sobre registros mínimos

En España, el establecimiento de la lista de registros mínimos requerida por la MiFID Nivel 2 se sustancia, previa habilitación del artículo 32.3 del Real Decreto 217/2008, mediante la Resolución de 7 de octubre de 2009, de la CNMV, sobre los registros mínimos a mantener por las empresas que presten servicios de inversión. En esta sección se describen en detalle los aspectos más destacados de esta pieza normativa.

- **Ámbito subjetivo de aplicación.** La Resolución está dirigida a todas las empresas que presten servicios de inversión de conformidad con el artículo 65 de la Ley del Mercado de Valores y el artículo 1 del RD 217/2008, esto es: i) empresas de servicios de inversión; ii) entidades de crédito que presten servicios de inversión; y iii) sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que estén autorizadas para realizar actividades de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión, asesoramiento en materia de inversión, custodia y administración de las participaciones de los fondos de inversión y, en su caso, de las acciones de las sociedades de inversión.
- **Naturaleza de la lista.** La lista de registros que contiene la Resolución, siguiendo los principios generales de las recomendaciones del CESR, tiene un carácter enunciativo, no exhaustivo, a fin de que, cumpliéndose los objetivos fundamentales que persigue, se respete el principio de proporcionalidad y no se imponga a las empresas obligaciones que no guarden un equilibrio con su naturaleza, gama de los servicios y actividades de inversión que desarrollen.

Sin perjuicio de lo anterior, es importante advertir que serán las propias entidades las que deberán analizar y valorar si los registros propuestos, así como los datos o informaciones a consignar, son suficientes para el debido cumplimiento de las obligaciones que les impone la normativa vigente en cada momento, no pudiéndose amparar en el cumplimiento de llevanza de los registros contenidos en la Resolución para eximirse de la responsabilidad en la que podrían incurrir si éstos no resultaran suficientes o adecuados en función de las características particulares de la empresa.

Por otra parte, la lista se establece sin perjuicio de cualquier otra obligación de registro que derive de otras normativas aplicables a estas entidades, por ejemplo, las relativas a protección de datos, abuso de mercado, transparencia y participaciones significativas.

- **Contenido de la lista.** Para la elaboración de la lista se han tenido en cuenta las recomendaciones del CESR sobre esta materia, adaptando en todo caso su contenido y las referencias normativas al ordenamiento español. Así, la lista indica con detalle el contenido indicativo de cada uno de los registros, conteniendo referencias exhaustivas a las normas que resultan de aplicación a cada uno de ellos. Los principios rectores seguidos para configurar el contenido de la lista han sido los siguientes:

- 1) Se han agrupado algunos de los registros recomendados por el CESR en base a la naturaleza y homogeneidad de su contenido, sin perjuicio de los desgloses correspondientes según cada caso. En particular, se ha considerado que la agrupación no resta efectividad ni fiabilidad a estos registros, ni impide un acceso rápido a la información. Las agrupaciones consideradas han sido las siguientes:
 - Órdenes. Registro de órdenes recibidas de clientes, de decisiones de negociar en el ámbito de gestión de carteras y de órdenes transmitidas a un tercero para su ejecución. En concreto, se deben incluir los datos e informaciones requeridas por el artículo 7 del Reglamento 1287/2006/CE y 33 del Real Decreto 217/2008, comentados anteriormente.
 - Operaciones. Registro de operaciones por cuenta propia y operaciones por cuenta ajena, ejecutadas o no por terceros. A estos efectos, se consignarán los datos e informaciones previstas en el artículo 8 del Reglamento 1287/2006/CE y en el artículo 33 del Real Decreto 217/2008.
 - Operaciones acumuladas. Registros de operaciones acumuladas, atribución y reatribución de operaciones. Se deben registrar, además de las operaciones acumuladas, los criterios de atribución y reatribución y cualquier otra información para el cumplimiento del artículo 81 del Real Decreto 217/2008.
 - Informes. Registro de informes de gestión de riesgos, de auditoría interna y de cumplimiento normativo, de acuerdo con los artículos 29 (Gestión de riesgos) y 31.2 (Responsabilidad de la alta dirección) del Real Decreto 217/2008.
 - Instrumentos financieros. Registros de instrumentos financieros y de instrumentos financieros disponibles o sujetos a la financiación de valores, de conformidad con los artículos 39 (protección de los activos de clientes), 40 (custodia de instrumentos financieros de clientes) y 42.1 (depósito de fondos de clientes) del Real Decreto 217/2008. Estos registros deben contener cualquier dato que resulte necesario para permitir a las entidades distinguir los activos de cada cliente frente a los suyos propios. Asimismo, deben identificarse en este registro los instrumentos financieros cubiertos por el Fondo de Garantía de Inversiones.
 - Gestión de reclamaciones. Registros de reclamaciones recibidas de los clientes y de medidas o decisiones adoptadas para su resolución.
- 2) De forma coherente con las recomendaciones del CESR, que sugieren una aplicación flexible de las mismas por parte de las autoridades competentes de cada Estado, para que éstas puedan establecer registros distintos a los recomendados, en España se han añadido dos registros adicionales:
 - registro de confirmaciones, que debe contener información sobre el contenido de las operaciones ejecutadas no relacionadas con la gestión de carteras; y
 - registro de relaciones de representación, en el que se deben registrar los acuerdos, mandatos, escrituras, correspondencia, facturas, así como la documentación que acredite la comprobación realizada sobre el cumpli-

miento por parte del agente de los requisitos establecidos en el artículo 65 bis. 2 de la LMV (honorabilidad, conocimientos y experiencia).

En resumen, la lista de registros que contiene la Resolución resulta esencial para el cumplimiento, entre otros, de los requisitos de organización interna, de obligaciones de protección a la clientela y de normas de conducta, constituyendo su mantenimiento un instrumento eficaz para reconstruir hechos, datos, informaciones y actuaciones relativas a los servicios y actividades de las empresas que prestan servicios de inversión. Las obligaciones impuestas en este ámbito tienen en cuenta la estructura organizativa de las entidades, así como la naturaleza y la complejidad de sus actividades.

5 Implicaciones de la nueva directiva de los OICVM sobre las obligaciones de registro de las sociedades gestoras

Dada la importancia de la inversión colectiva como alternativa de inversión para los pequeños ahorradores, resulta de interés considerar las implicaciones, en lo que a llevanza y requisitos de los registros se refiere, de la reciente Directiva 2009/65/EC, que, como se ha indicado, refunde las anteriores directivas sobre OICVM. Entre otros aspectos, el nuevo texto prevé una regulación de los requisitos organizativos que debe cumplir toda sociedad gestora de OICVM (Capítulo III, Sección 3^a), que, tal como menciona en su artículo 12.1 a), debe contar con una buena organización administrativa y contable, con mecanismos de control y seguridad para el tratamiento electrónico de datos y con procedimientos de control interno adecuados que permitan garantizar, como mínimo, que cada transacción relacionada con los OICVM pueda reconstruirse con arreglo a su origen, las partes que intervengan, su naturaleza y el momento y lugar en que se haya realizado.

La Directiva, en su artículo 12.3, emplazaba a la Comisión Europea a que aprobase medidas en las que se especificquen los procedimientos y disposiciones a los que hace referencia tal obligación. La Comisión pidió al CESR que emitiera un dictamen sobre las posibles medidas que se podrían adoptar en este sentido. Tras someter su propuesta a consulta pública, el CESR publicó el 28 de octubre de 2009 su dictamen acerca de las medidas de aplicación sobre requisitos organizativos de las sociedades gestoras de los OICVM¹⁰, el cual incluye un apartado sobre el tratamiento electrónico de datos y los requisitos de registro.

Las medidas propuestas por CESR se dirigen a asegurar que cada operación realizada en el seno de un OICVM pueda ser reconstruida de acuerdo con su origen, su naturaleza, las partes intervinientes, así como el momento y lugar en que tal operación fue ejecutada. El CESR divide tales medidas en tres bloques: (i) requisitos de registro; (ii) tratamiento electrónico de datos; y (iii) registro de órdenes de suscripción y reembolso. El contenido de estas medidas se resume a continuación:

10 Consultation on CESR's technical advice at level 2 on the format and content of Key Information Document disclosures for UCITS (Ref.CESR/09-552).

- **Requisitos de registro.** Las sociedades gestoras deben registrar inmediatamente, para cada operación hecha en relación con un OICVM, información suficiente para poder reconstruir con detalle cada orden y su ejecución, incluyendo, entre otros: la denominación del OICVM y la identidad de la persona que actúa en su nombre; la identificación de los valores y su cantidad; el tipo de operación; el precio; la fecha y hora exactas de la operación; y los motivos, en su caso, de la operación.
- **Tratamiento electrónico de datos.** Las sociedades gestoras deben dotarse de la infraestructura necesaria para tratar los datos electrónicamente de acuerdo con la naturaleza y el volumen de su actividad. Tal infraestructura debe garantizar la total seguridad, integridad y confidencialidad de la información procesada y registrada.
- **Registro de órdenes de suscripción y reembolso.** El CESR aconseja que las sociedades gestoras registren electrónicamente las órdenes de suscripción y reembolso de los inversores, incluyendo el puntual y fiel registro de las condiciones de éstas. La información contenida en tal registro debe ser armonizada e incluir la identidad del inversor y la identificación del OICVM junto con el valor liquidativo aplicable a la orden y cualquier otra información relevante sobre la misma. Dicha información debe estar, en la medida de lo posible, centralizada, de forma que los procedimientos para evitar malas prácticas como el *late trading* y el *market timing* puedan basarse en dichos registros.

La incorporación de este dictamen en la normativa europea, tal como indica el citado artículo 12.3 de la Directiva, debe ser realizada por la Comisión Europea con anterioridad al 1 de julio de 2011, fecha en que deben entrar en vigor tanto el texto refundido de los OICVM como las medidas de nivel 2 que en él se contemplan.

IV Anexo Legislativo

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

- **Resolución de 7 de octubre de 2009**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los registros mínimos a mantener por las empresas que presten servicios de inversión.

Se recoge en esta Resolución una lista de los registros que deben mantener las empresas que prestan servicios de inversión, cuya publicación se efectúa de acuerdo con el artículo 32.1 del Real Decreto 217/2008, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión. No obstante, serán las propias entidades en cualquier caso las que deberán analizar si los registros propuestos son suficientes, por un lado, para posibilitar el debido cumplimiento de las obligaciones que les impone la normativa vigente y, por otro, para que la autoridad supervisora pueda llevar a cabo convenientemente su labor, no pudiendo, por lo tanto, ampararse en el cumplimiento de llevanza de los registros contenidos en esta Resolución para eximirse de la responsabilidad que pudiera derivarse de no resultar éstos suficientes o adecuados en función de las características particulares de cada empresa.

La Resolución contempla los siguientes registros: de actividad y de organización; de clientes; de contratos; de evaluación de la idoneidad; de evaluación de la conveniencia; de órdenes; de operaciones; de confirmaciones; de operaciones acumuladas; de estados periódicos; de instrumentos financieros de clientes; de efectivo de clientes; de comunicaciones publicitarias; de informes de inversiones; de conflictos de interés; de informes de cumplimiento normativo, de gestión de riesgos y de auditoría interna; de gestión de reclamaciones; de precios de cotización; de operaciones personales; de información sobre incentivos; de asesoramiento de inversión; de relaciones de representación; de procedimientos de cumplimiento.

- **Ley 11/2009, de 26 de octubre**, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario.

Esta Ley introduce en nuestro ordenamiento jurídico la figura de las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI), inspiradas en el régimen foráneo de los REITS (Real Estate Investment Trusts). Con ello se pretende impulsar el mercado del alquiler inmobiliario y, en general, el mercado inmobiliario en su conjunto.

Las SOCIMI son sociedades cuya actividad principal es la inversión directa o indirecta en activos inmobiliarios de naturaleza urbana para su alquiler, incluyendo tanto viviendas como locales comerciales, residencias, hoteles, garajes u oficinas, entre otros. Con el objeto de admitir la inversión indirecta, se permite que las SOCIMI participen en otras SOCIMI o bien en entidades que cumplan los mismos requisitos de inversión y de distribución de beneficios exigidos para aquéllas, residentes o no en territorio español, coticen o no en mercados regulados. Se ha fijado la obligación de que estas entidades repartan sistemáticamente un porcentaje muy elevado del beneficio que vayan obteniendo.

Se establece para ellas un régimen fiscal especial, en virtud del cual tributarán a un tipo del 18 por ciento sobre los beneficios distribuidos, siempre que al menos el 80 por ciento de su activo esté invertido en inmuebles urbanos destinados

al arrendamiento y adquiridos en plena propiedad o por participaciones en sociedades que cumplan los mismos requisitos de inversión y de distribución de resultados. Si el socio es persona física, goza de una exención en su impuesto sobre la renta por los dividendos percibidos de la SOCIMI. Sin embargo, como excepción al régimen fiscal general de las operaciones sobre valores, las transmisiones de acciones de las SOCIMI no están exentas de la modalidad de transmisiones patrimoniales onerosas del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

- **Circular 4/2009, de 4 de noviembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre comunicación de información relevante.

La Circular desarrolla las facultades otorgadas a la CNMV por la Orden Ministerial de información relevante, la cual a su vez desarrolla el artículo 82 de la LMV, normas todas ellas que se refieren al comportamiento de los emisores a la hora de comunicar una información relevante a los inversores.

Hasta este momento, las entidades venían remitiendo hechos relevantes y otras comunicaciones en función del contenido de la información que se comunicaba; a partir de ahora desaparece la posibilidad de mandar la información a través del procedimiento de “Otras Comunicaciones”, ya que la remisión de información debe ajustarse a supuestos que puedan influir de forma sensible en la cotización de un valor.

Asimismo, se establece la forma y el procedimiento para realizar estas comunicaciones, y se introduce un canal de comunicación directo y en tiempo real entre el emisor y la CNMV a través de la figura del interlocutor, que deberá ser nombrado por las entidades emisoras antes del 12 de diciembre de 2009, y que facilitará la puesta a disposición del público de la información relevante de manera inmediata y con un contenido cierto, completo, claro y, siempre que sea posible, cuantificado. Preferentemente, los emisores realizarán sus comunicaciones a través de un sistema telemático.

Se prevé la modificación de los hechos relevantes ya comunicados y, con carácter excepcional, la posibilidad de eliminar la comunicación de un hecho relevante. La Circular también incorpora un listado no exhaustivo e indicativo de posibles hechos relevantes.

- **Ley 16/2009, de 13 de noviembre**, de servicios de pago.

Esta norma garantiza que los pagos realizados en el ámbito de la Unión Europea, en concreto las transferencias, los adeudos directos y las operaciones de pago efectuadas mediante tarjeta, puedan realizarse con la misma facilidad, eficiencia y seguridad que los pagos nacionales internos de los Estados Miembros, y que se pueda asimismo operar con una sola cuenta corriente en todo el territorio de la Unión Europea. También se exige una mayor rapidez en las operaciones de pago dentro de la Unión Europea de modo que, con carácter general, éstas deberán completarse en el plazo de un día hábil.

Por otro lado, se regulan también los requisitos de información y las reglas de protección al usuario de los servicios de pago, pudiéndose destacar que el ordenante de una operación de pago únicamente soportará parcialmente las pérdidas derivadas de operaciones de pago no autorizadas resultantes de la utilización de

un instrumento de pago extraviado o sustraído, asumiendo solo pérdidas por un importe máximo de 150 euros. También se introduce como novedad la regla de que en toda prestación de servicios de pago que no incluya conversión en divisas los gastos serán compartidos entre ordenante y beneficiario.

La norma también establece un nuevo tipo de entidades autorizadas para la prestación y ejecución de los servicios de pago: las entidades de pago, para las que se establecen requisitos de capital, su supervisión a cargo del Banco de España y un listado de actividades permitidas del que se excluye la captación de fondos reembolsables del público.

En otro orden de cosas, esta Ley introduce también otras modificaciones normativas. Así, puede destacarse que se modifica la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, sobre regulación de la emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas, asociaciones u otras personas jurídicas y la constitución del Sindicato de Obligacionistas, con el fin de que la citada norma no resulte de aplicación a las emisiones de valores de las entidades públicas a las que se extienda el régimen de la Deuda del Estado. También se regulan algunos aspectos concursales sobre el mantenimiento de los acuerdos de compensación contractual.

- **Reglamento (CE) 839/2009 de la Comisión, de 15 de septiembre de 2009**, que modifica el Reglamento (CE) nº 1126/2008 por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 39.

Esta norma incorpora al Derecho de la Unión Europea unas modificaciones aprobadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB) en relación con la NIC nº 39. Estas modificaciones tratan algunas cuestiones sobre la aplicación de la contabilidad de coberturas al componente de inflación de los instrumentos financieros y a los contratos de opción cuando se utilizan como instrumentos de cobertura.

- **Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009**, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).

Esta norma sustituye a la Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, sobre instituciones de inversión colectiva (IIC), tras un largo proceso de revisión que ha tenido como antecedentes la publicación del Libro Verde de la Comisión Europea sobre fondos de inversión (2005) y el Libro Blanco sobre fondos de inversión y su evaluación de impacto (2006).

Uno de los principales objetivos de la Directiva es eliminar obstáculos a la comercialización de IIC en otros Estados Miembros, ya que el procedimiento de notificación de 1985 resultaba a menudo largo y poco ágil, imponiendo la autoridad del Estado de acogida con frecuencia requisitos más estrictos que los establecidos en la Directiva. El planteamiento adoptado en la presente Directiva consiste en llevar a cabo la armonización básica necesaria y suficiente para garantizar el reconocimiento mutuo de la autorización y de los sistemas de supervisión prudencial, haciendo posible la concesión de una única autorización válida en toda

la Unión Europea, correspondiéndole las facultades de supervisión al Estado de origen. No obstante, para evitar el arbitraje regulatorio y supervisor, se adopta la cautela de que el Estado de acogida pueda denegar la autorización de una IIC cuando ésta no esté autorizada a comercializar sus participaciones en su Estado de origen. Subsiste la posibilidad de que el Estado Miembro de origen establezca para sus entidades supervisadas normas más estrictas que las contenidas en la Directiva.

Otro de los grandes objetivos de la Directiva consiste en promover un aumento del tamaño de las IIC, con objeto de aprovechar las economías de escala y la reducción de costes que ello implica para el inversor. En este sentido debe interpretarse la regulación sobre fusiones transfronterizas de IIC o la posibilidad de que una IIC invierta sus activos en otra IIC denominada IIC principal (entity pooling o estructuras principal-subordinado), quedando exentos de la prohibición general de invertir más del 10 por ciento o, en su caso, más del 20 por ciento de sus activos en una única IIC.

En tercer lugar, la Directiva también persigue el objetivo de que las sociedades gestoras puedan gestionar IIC en otro Estado Miembro, sin necesidad de constituir sociedades gestoras en cada Estado Miembro.

Por último, también debe destacarse que la Directiva pretende que el folleto simplificado de las IIC resulte menos largo y complejo y que su elaboración a cargo de las entidades resulte asimismo más rápida y menos onerosa.

- **Directiva 2009/101/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009**, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados Miembros a las sociedades definidas en el artículo 48, párrafo segundo, del Tratado, para proteger los intereses de socios y terceros.

Este texto legal únicamente refunde la Directiva 68/151/CEE del Consejo, de 9 de marzo de 1968, actualizando el texto con las modificaciones de que ha venido siendo objeto desde su aprobación. Es aplicable a las sociedades de derecho civil o mercantil, e incluso a las sociedades cooperativas y las demás personas jurídicas de derecho público o privado, con excepción de las que no persigan un fin lucrativo.

- **Directiva 2009/102/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009**, en materia de derecho de sociedades, relativa a las sociedades de responsabilidad limitada de socio único.

Este texto legal se limita a refundir la directiva 89/667/CEE del Consejo, de 21 de diciembre de 1989, en materia de derecho de sociedades, relativa a las sociedades de responsabilidad limitada de socio único, actualizando el texto con las modificaciones de que ha venido siendo objeto desde su aprobación.

- **Directiva 2009/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009**, por la que se modifican las directivas 77/91/CEE, 78/855/CEE y 82/891/CEE del Consejo y la Directiva 2005/56/CE en lo que se refiere a las obligaciones de información y documentación en el caso de las fusiones y escisiones.

Esta norma se enmarca en el ámbito de una iniciativa de la Comisión Europea para reducir las cargas administrativas que recaen en las sociedades de la Unión Europea al mínimo necesario. En particular, esta Directiva se refiere a fusiones y

escisiones de sociedades, tanto a las fusiones y escisiones transfronterizas de la Directiva 2005/56/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, como a las fusiones y escisiones de carácter nacional.

Junto a otros aspectos ya contemplados en nuestro derecho interno, se prevé que las páginas web de las sociedades u otras páginas web sean una alternativa a los registros públicos de sociedades, a efectos de dar cumplimiento a las obligaciones informativas que son exigibles a estas modificaciones estructurales. La Directiva debe transponerse al derecho interno antes del 30 de junio de 2011.

- **Directiva 2009/111/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009**, por la que se modifican las directivas 2006/48/CE, 2006/49/CE y 2007/64/CE en lo que respecta a los bancos afiliados a un organismo central, a determinados elementos de los fondos propios, a los grandes riesgos, al régimen de supervisión y a la gestión de crisis.

Se regulan las exigencias de recursos propios para entidades de crédito y empresas de servicios de inversión. Las principales modificaciones propuestas son las siguientes:

- Se armoniza la regulación sobre limitaciones a la concentración de riesgos.
- Se mejora la supervisión de los grupos bancarios transfronterizos. Se crean colegios de supervisores para los grupos bancarios que operan en varios países de la UE. Se aclaran las facultades y responsabilidades de las autoridades nacionales de supervisión y se hace más eficaz su cooperación.
- Se mejora la regulación sobre la calidad de los fondos propios de los bancos, especialmente en relación con los instrumentos “híbridos”. Se distinguen a efectos de la normativa de solvencia los instrumentos que no tengan el mismo rango que las acciones ordinarias durante la liquidación o que no absorban pérdidas en situaciones normales con el mismo rango que las acciones ordinarias.
- Se realizan algunas adaptaciones relativas a la gestión del riesgo de liquidez.
- Se mejora la gestión del riesgo de los instrumentos titulizados. Las sociedades que cedan sus activos en el proceso de titulización deberán conservar una parte del riesgo asociado a estos títulos, mientras que las sociedades que inviertan en los mismos deberán mostrar la debida diligencia e informarse suficientemente o serán, en otro caso, sometidas a fuertes sanciones de capital.
- Se introduce en el ámbito comunitario la obligación, vigente en nuestro ordenamiento interno, de que las instituciones financieras creen “colchones” anticíclicos en época de bonanza que puedan utilizarse durante las fases de recesión.

Para garantizar la estabilidad financiera, se encarga a la Comisión Europea que, en relación con las permutas de cobertura por incumplimiento crediticio (Credit Default Swaps), se refuerce la transparencia de los mercados extrabursátiles y se atenúen los riesgos de contrapartida a través de la creación de contrapartes centrales sujetas a normas prudenciales y a una supervisión efectiva.

- Reglamento (CE) nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia.

La Unión Europea ha regulado las agencias de calificación crediticia, dado el papel que juegan en la toma de decisiones financieras por parte de inversores, emisores, prestatarios y administraciones públicas, y dada la importancia de que estas entidades reflejen en sus calificaciones con la suficiente prontitud el deterioro de las condiciones del mercado. El Reglamento persigue, por tanto, la finalidad de que las actividades de las agencias de calificación crediticia se lleven a cabo con arreglo a los principios de integridad, transparencia, responsabilidad y buena gobernanza.

A tal efecto, esta norma ha adoptado varias medidas. De un lado, se establece que la realización de actividades auxiliares por parte de las agencias de calificación crediticia no debe comprometer la independencia o la integridad de sus actividades de calificación crediticia. En particular, no están autorizadas a prestar servicios de consultoría o asesoramiento ni deben efectuar propuestas o recomendaciones sobre la configuración de un instrumento de financiación estructurada. También se exige que estas entidades garanticen la independencia de una parte de los miembros de sus órganos de administración o supervisión, sin que la retribución de estos miembros independientes pueda quedar ligada a los resultados de la entidad. Asimismo, para evitar los inconvenientes derivados de las relaciones prolongadas con las entidades calificadas, se imponen mecanismos de rotación de los analistas y personas responsables de las agencias de calificación crediticia.

Por otra parte, se crea un registro centralizado a escala europea en el que deben inscribirse estas agencias y que también contendrá información sobre su comportamiento anterior y sobre las calificaciones crediticias emitidas por ellas en el pasado. Las agencias de calificación crediticia que hayan sido registradas por la autoridad competente de un Estado Miembro deberán estar autorizadas a emitir calificaciones en toda la Unión Europea, correspondiéndole su supervisión al Estado Miembro de origen. Asimismo, se introduce un régimen de refrendo que permite a las agencias de calificación crediticia establecidas en la Unión Europea y registradas de conformidad con el presente Reglamento refrendar calificaciones crediticias emitidas en terceros países.

En tercer lugar, el Reglamento establece que las agencias de calificación crediticia deben hacer pública la información sobre los métodos, los modelos y las hipótesis fundamentales que utilicen en sus actividades de calificación crediticia, si bien debe señalarse que el Reglamento descarta cualquier tipo de injerencia de las autoridades supervisoras en el contenido de las calificaciones o en las metodologías utilizadas.

V Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2006	2007	2008	2008	2009	II	III	IV ²
				IV	I			
IMPORTE EFECTIVOS³ (millones de euros)	29.436,3	69.955,5	16.349,3	9.199,5	5.932,0	2.060,2	1.080,0	763,6
Ampliaciones de capital	26.977,4	67.887,0	16.339,7	9.199,5	5.932,0	2.060,2	1.080,0	763,6
De ellas, mediante OPS	644,9	8.502,7	292,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	302,9	4.821,3	292,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	342,0	3.681,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.458,9	2.068,5	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	1.568,2	1.517,1	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	890,7	551,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IMPORTE NOMINALES³ (millones de euros)	1.272,9	6.441,5	1.835,8	946,0	970,4	596,8	142,0	126,3
Ampliaciones de capital	1.154,1	6.358,4	1.835,7	946,0	970,4	596,8	142,0	126,3
De ellas, mediante OPS	51,3	1.122,9	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	17,6	676,0	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	33,7	446,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	118,7	83,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	75,7	46,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	43,0	37,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴	86	100	54	19	9	14	10	12
Ampliaciones de capital	77	91	53	19	9	14	10	12
De ellas, mediante OPS	8	8	2	0	0	0	0	0
De ellas, liberadas	20	19	18	8	1	3	9	9
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	14	12	2	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISORES⁴	58	57	39	16	8	9	8	10
Ampliaciones de capital	53	52	38	16	8	9	8	10
De ellas, mediante OPS	6	6	2	0	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	10	8	2	0	0	0	0	0

1 Incluye las operaciones con folleto de emisión y las admisiones a negociación sin publicar folletos de emisión.

2 Datos disponibles: noviembre 2009.

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

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

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

CUADRO 1.2

Millones de euros	2006	2007	2008	2008	2009	II	III	IV ¹
				IV	I			
OFERTAS PÚBLICAS DE SUSCRIPCIÓN	644,9	8.502,7	292,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mercado nacional	303,0	4.646,2	282,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores minoristas	8,7	2.841,0	191,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	294,3	1.805,2	90,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mercado internacional	342,0	3.681,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empleados	0,0	175,2	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA	2.458,8	2.068,5	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mercado nacional	1.565,0	1.505,7	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores minoristas	390,0	393,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	1.175,0	1.111,8	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mercado internacional	890,7	551,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empleados	3,1	11,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: noviembre 2009.

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.3

	2006	2007	2008	2008		2009		
				IV	I	II	III	IV ²
Mercado continuo (MC). Total ³	135	143	136	136	136	136	133	133
Sin Nuevo mercado	124	142	136	136	136	136	133	133
Nuevo mercado	11	1	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	6	5	5	5	5	5	5	5
Segundo Mercado	12	11	8	8	8	8	7	7
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	9	9	6	6	6	6	5	5
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	1	0	0	0	0	0	0	0
Corros ex SICAV	38	31	29	29	29	29	29	29
Madrid	16	13	13	13	13	13	13	13
Barcelona	24	20	19	19	19	19	19	19
Bilbao	10	9	8	8	8	8	8	8
Valencia	13	9	7	7	7	6	6	6
Corros SICAV	744	8	3	3	3	3	2	1
MAB	2.405	3.287	3.347	3.347	3.322	3.296	3.277	3.263
Latibex	34	34	35	35	33	34	34	33

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: noviembre 2009.

3 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).Capitalización¹

CUADRO 1.4

Millones de euros	2006	2007	2008	2008		2009		
				IV	I	II	III	IV ²
Mercado continuo (MC). Total ³	813.765,1	892.053,8	531.194,2	531.194,2	435.027,6	534.519,3	623.810,3	613.151,3
Sin Nuevo mercado	800.148,0	891.875,7	531.194,2	531.194,2	435.027,6	534.519,3	623.810,3	613.151,3
Nuevo mercado	13.617,1	178,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras ⁴	105.600,9	134.768,6	61.317,5	61.317,5	52.843,4	68.600,4	80.146,3	80.731,5
Ibex 35	512.828,0	524.651,0	322.806,6	322.806,6	276.053,0	334.760,9	401.655,7	398.074,1
Segundo Mercado	392,7	286,8	109,9	109,9	76,1	82,4	82,9	81,1
Madrid	18,9	27,8	22,8	22,8	21,4	23,0	24,9	25,1
Barcelona	184,2	259,0	87,1	87,1	54,7	59,4	58,0	56,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	189,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	7.905,3	7.444,9	5.340,7	5.340,7	4.438,8	4.142,7	4.278,8	4.099,3
Madrid	2.698,1	1.840,6	1.454,7	1.454,7	1.225,5	968,6	1.091,0	1.049,3
Barcelona	4.966,3	4.627,8	3.580,2	3.580,2	2.808,5	2.898,7	3.501,8	3.287,5
Bilbao	59,5	108,2	45,9	45,9	45,9	45,9	338,9	429,6
Valencia	741,9	1.206,5	760,4	760,4	792,1	467,4	526,9	534,5
Corros SICAV ⁵	6.868,1	204,9	126,8	126,8	106,9	125,1	94,3	27,5
MAB ⁵	23.087,6	31.202,5	24.718,6	24.718,6	24.020,8	24.896,2	26.318,9	26.092,7
Latibex	271.641,8	427.773,6	287.188,9	287.188,9	319.943,1	436.745,3	490.861,9	401.676,9

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: noviembre 2009.

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

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

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

Contratación efectiva

CUADRO 1.5

Millones de euros	2006	2007	2008	2008		2009		
				IV	I	II	III	IV ¹
Mercado continuo (MC). Total ²	1.144.562,9	1.653.354,8	1.228.392,4	249.638,7	182.762,4	223.468,1	214.547,9	174.377,2
Sin Nuevo mercado	1.118.546,1	1.627.369,5	1.228.380,9	249.638,7	182.762,4	223.468,1	214.547,9	174.377,2
Nuevo mercado	26.016,8	25.985,3	11,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	11.550,3	7.499,3	1.407,1	265,7	418,7	1.141,5	1.616,9	1.117,8
Segundo Mercado	49,3	192,9	31,7	1,2	1,2	1,4	0,2	0,4
Madrid	7,2	8,9	3,4	1,1	0,3	1,1	0,2	0,4
Barcelona	41,6	182,3	28,3	0,1	0,9	0,3	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,5	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	737,6	792,7	182,1	63,0	12,3	24,0	6,1	5,7
Madrid	257,9	236,1	73,9	3,7	5,1	8,3	1,8	0,9
Barcelona	297,8	402,8	103,6	59,1	6,9	10,3	3,2	4,8
Bilbao	159,9	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	1,1	0,0
Valencia	22,0	153,8	4,5	0,1	0,3	5,4	0,0	0,0
Corros SICAV	4.580,6	361,6	25,3	9,6	7,2	3,0	7,9	1,4
MAB	1.814,2	6.985,2	7.060,3	2.041,8	1.177,5	1.109,4	1.248,8	953,5
Latibex	723,3	868,2	757,7	116,4	89,4	115,2	110,1	62,2

1 Datos disponibles: noviembre 2009.

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

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.6

Millones de euros	2006	2007	2008	2008		2009		
				IV	I	II	III	IV ²
En sesión	1.080.117,5	1.577.249,5	1.180.835,9	241.955,6	178.078,6	207.873,9	204.427,1	166.631,8
Órdenes	658.839,2	985.087,6	774.718,1	159.841,1	117.321,9	130.334,7	122.153,3	92.728,1
Aplicaciones	105.910,7	155.085,1	105.673,9	18.800,1	11.402,0	12.739,6	12.043,7	10.798,6
Bloques	315.367,7	437.076,8	300.443,9	63.314,4	49.354,7	64.799,6	70.230,1	63.105,2
Fuera de hora	11.651,6	18.301,5	10.175,2	2.148,1	79,9	284,1	1.379,4	2.723,2
Autorizadas	4.052,0	4.189,6	3.183,2	1.300,5	752,6	2.710,4	443,6	859,3
Op. LMV art. 36.1	6.439,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opa	18.094,6	26.284,3	17.461,2	0,0	0,0	7.085,4	100,0	0,0
OPV	3.264,0	11.177,4	292,0	0,0	0,0	1.325,0	0,0	12,5
Toma de razón	10.347,9	2.954,4	1.066,8	177,3	594,4	205,2	4.394,0	9,0
Ejercicio de opciones	8.279,8	10.240,4	9.661,9	2.938,7	1.695,1	2.731,1	1.953,7	1.868,9
Operaciones de cobertura	2.315,7	2.957,8	5.716,3	1.118,5	1.561,8	1.253,0	1.850,1	2.272,5

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2 Datos disponibles: noviembre 2009.

Operaciones de crédito

CUADRO 1.7

Millones de euros	2006	2007	2008	2008		2009		
				IV	I	II	III	IV ¹
CONTRATACIÓN								
Préstamo de valores ²	550.850,4	835.326,9	583.950,8	109.281,2	82.710,3	118.161,0	111.062,6	115.950,9
Crédito de valores para su venta ³	379,9	555,4	624,9	150,8	168,0	202,7	180,6	111,1
Crédito para compra de valores ³	511,9	411,3	154,7	33,2	25,2	27,7	32,0	14,1
SALDO VIVO								
Préstamo de valores ²	62.058,2	79.532,9	43.647,8	43.647,8	36.825,4	42.636,4	42.993,7	45.033,0
Crédito de valores para su venta ³	73,6	112,4	20,7	20,7	24,7	38,3	63,1	22,1
Crédito para compra de valores ³	70,1	59,4	7,0	7,0	3,6	4,5	7,4	7,3

1 Datos disponibles: noviembre 2009.

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

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

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas¹ en la CNMV

CUADRO 1.8

	2006	2007	2008	2008	2009	II	III	IV ²
				IV	I			
NÚMERO DE EMISORES	159	173	179	75	62	88	58	46
Cédulas hipotecarias	11	10	19	5	16	6	11	12
Cédulas territoriales	5	4	7	1	0	1	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	46	41	30	9	14	38	22	20
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	0	1	1	0	1	2	1
Bonos de titulación	61	77	88	34	21	24	15	8
Programas de pagarés	68	80	77	29	20	16	11	12
De titulación	3	3	2	1	0	1	0	1
Resto de pagarés	65	77	75	28	20	15	11	11
Otras emisiones de renta fija	0	2	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	9	5	8	1	6	15	8	1
NÚMERO DE EMISIONES	336	335	337	107	111	180	103	61
Cédulas hipotecarias	37	32	47	8	31	11	13	13
Cédulas territoriales	6	8	8	1	0	1	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	115	79	76	29	31	106	51	25
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	0	1	1	0	1	3	2
Bonos de titulación	82	101	108	37	21	26	16	8
Programas de pagarés	84	107	88	29	20	16	11	12
De titulación	3	3	2	1	0	1	0	1
Resto de pagarés	81	104	86	28	20	15	11	11
Otras emisiones de renta fija	0	3	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	11	5	9	2	8	19	9	1
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	523.131,4	648.757,0	476.275,7	133.726,6	116.426,5	130.128,7	66.721,8	48.159,1
Cédulas hipotecarias	44.250,0	24.695,5	14.300,0	1.245,0	10.473,9	10.175,0	3.870,0	9.980,0
Cédulas territoriales	5.150,0	5.060,0	1.820,0	800,0	0,0	500,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	46.687,5	27.416,0	10.489,6	1.926,9	15.492,0	28.248,9	6.138,1	8.654,2
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	68,1	0,0	1.429,1	1.429,1	0,0	300,0	2.200,0	700,0
Bonos de titulación	91.607,7	141.627,0	135.252,5	60.473,0	27.358,5	31.035,3	12.956,3	3.975,2
Tramo nacional	30.885,7	94.049,0	132.730,1	60.473,0	27.358,5	28.483,9	11.750,6	3.575,2
Tramo internacional	60.722,1	47.578,0	2.522,4	0,0	0,0	2.551,5	1.205,7	400,0
Pagarés de empresa ³	334.457,0	442.433,5	311.738,5	66.852,7	61.552,2	49.696,5	40.340,4	24.829,7
De titulación	1.992,7	464,8	2.843,1	2.568,1	1.333,9	1.226,7	952,8	1.045,0
Resto de pagarés	332.464,3	441.968,7	308.895,4	64.284,6	60.218,3	48.469,8	39.387,6	23.784,7
Otras emisiones de renta fija	0,0	7.300,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	911,0	225,0	1.246,0	1.000,0	1.550,0	10.173,0	1.217,0	20,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	27.361,5	47.158,3	12.949,5	7.119,6	8.484,3	5.571,2	4.679,0	1.327,1
Emisiones aseguradas	92.213,5	86.161,1	9.169,5	928,1	0,0	2.559,0	1.450,0	500,0

1 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

2 Datos disponibles: noviembre 2009.

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

Admisión al mercado AIAF

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros	2006	2007	2008	2008	2009	II	III	IV ¹
				IV	I			
Total	507.525,3	640.096,2	476.710,4	120.809,0	126.940,2	112.139,7	80.868,2	46.896,7
Pagarés	332.328,4	439.787,3	314.417,4	65.221,2	63.663,5	49.459,9	41.194,3	24.374,6
Bonos y obligaciones	45.155,4	30.006,9	10.040,3	1.490,6	15.358,6	25.239,7	9.304,6	7.947,2
Cédulas hipotecarias	43.720,0	27.195,5	14.150,0	1.480,0	10.623,9	7.925,0	5.820,0	9.250,0
Cédulas territoriales	2.650,0	7.450,0	1.930,0	800,0	0,0	500,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	83.042,5	135.149,5	135.926,6	51.817,3	35.794,3	26.211,9	16.041,6	4.583,0
Participaciones preferentes	629,0	507,0	246,0	0,0	1.500,0	2.803,2	8.507,7	742,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: noviembre 2009.

AIAF. Emisores, emisiones y saldo vivo

CUADRO 1.10

	2006	2007	2008	2008	2009	II	III	IV ¹
				IV	I			
NÚMERO DE EMISORES	438	492	556	556	585	611	624	626
Pagarés	69	73	72	72	73	72	70	69
Bonos y obligaciones	80	92	93	93	95	104	105	105
Cédulas hipotecarias	14	14	22	22	25	25	26	28
Cédulas territoriales	5	7	11	11	11	11	11	11
Bonos de titulización	257	316	383	383	409	425	439	441
Participaciones preferentes	46	50	52	52	53	57	60	60
Bonos matador	20	15	12	12	12	12	12	12
NÚMERO DE EMISIONES	3.681	4.314	4.639	4.639	4.487	4.334	4.218	4.109
Pagarés	2.242	2.493	2.489	2.489	2.206	1.926	1.696	1.558
Bonos y obligaciones	398	445	450	450	460	526	577	587
Cédulas hipotecarias	83	111	146	146	175	181	192	197
Cédulas territoriales	11	19	26	26	26	25	25	25
Bonos de titulización	856	1.157	1.436	1.436	1.528	1.577	1.624	1.632
Participaciones preferentes	65	71	78	78	78	85	90	96
Bonos matador	26	18	14	14	14	14	14	14
SALDO VIVO² (millones de euros)	588.942,3	758.559,8	819.637,7	819.637,7	851.854,3	874.640,9	887.608,4	881.049,0
Pagarés	70.778,6	98.467,6	71.762,2	71.762,2	68.065,3	57.337,7	54.560,4	48.512,8
Bonos y obligaciones	131.107,8	139.586,3	122.001,9	122.001,9	125.691,2	138.770,0	143.761,9	148.436,8
Cédulas hipotecarias	129.710,0	150.905,5	162.465,5	162.465,5	171.439,4	178.166,9	183.686,9	189.314,4
Cédulas territoriales	9.525,0	16.375,0	17.030,0	17.030,0	17.030,0	16.030,0	16.030,0	16.030,0
Bonos de titulización	222.866,1	328.924,6	422.010,7	422.010,7	444.611,0	456.646,7	454.922,0	444.512,3
Participaciones preferentes	23.115,6	23.062,6	23.308,6	23.308,6	23.958,6	26.630,7	33.588,4	33.183,8
Bonos matador	1.839,2	1.238,2	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8

1 Datos disponibles: noviembre 2009.

2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.11

Importes nominales en millones de euros	2006	2007	2008	2008	2009	II	III	IV ¹
				IV	I			
POR TIPO DE ACTIVO. Total	910.493,9	1.127.477,7	2.521.040,1	975.625,6	1.198.410,3	1.505.457,8	946.141,6	611.571,9
Pagarés	489.069,5	568.009,6	591.943,8	167.322,0	166.493,3	130.286,2	125.139,0	72.285,1
Bonos y obligaciones	82.421,1	87.035,7	80.573,8	17.674,7	35.260,3	94.118,5	83.499,1	67.352,7
Cédulas hipotecarias	70.113,5	80.811,2	129.995,3	23.439,6	52.026,3	101.235,5	59.334,2	38.029,9
Cédulas territoriales	3.659,1	7.749,8	10.142,3	3.484,9	3.308,9	1.535,1	1.584,0	539,7
Bonos de titulización	257.628,9	378.005,2	1.704.341,8	762.280,4	939.890,0	1.176.736,3	675.114,4	432.410,5
Participaciones preferentes	4.647,8	4.492,4	4.030,0	1.419,6	1.399,2	1.535,8	1.470,9	951,8
Bonos matador	2.954,1	1.373,8	13,2	4,4	32,3	10,4	0,0	2,2
POR TIPO DE OPERACIÓN. Total	910.493,9	1.127.477,7	2.521.040,1	975.625,6	1.198.410,3	1.505.457,8	946.141,6	611.571,9
Simple	386.368,8	416.477,9	387.897,1	104.266,6	107.411,4	120.106,9	64.565,1	60.182,4
Repo	330.839,9	441.362,7	381.505,0	99.100,6	98.632,7	85.740,8	94.429,8	54.040,1
Simultánea	193.285,1	269.637,1	1.751.638,0	772.258,4	992.366,3	1.299.610,1	787.146,7	497.349,4

1 Datos disponibles: noviembre 2009.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros	2006	2007	2008	2008	2009	II	III	IV ¹
				IV	I			
Total	702.608,8	837.308,5	744.652,5	194.739,0	188.576,5	186.777,9	148.153,9	107.139,6
Sociedades no financieras	260.108,1	364.490,6	285.044,4	64.374,3	73.858,5	72.117,7	60.996,6	31.559,5
Instituciones financieras	247.876,4	282.816,9	334.851,6	97.617,7	85.276,1	77.035,9	63.803,2	48.005,4
Entidades de crédito	83.999,1	99.492,0	130.056,0	41.816,2	37.024,9	43.243,2	17.547,5	19.056,0
IC, seguros y fondos de pensiones	145.911,5	152.429,2	154.709,8	36.255,0	31.537,2	23.311,1	31.404,8	18.858,7
Otras entidades financieras	17.965,8	30.895,6	50.085,8	19.546,5	16.714,0	10.481,7	14.850,9	10.090,6
Administraciones públicas	7.058,9	7.762,4	6.331,2	2.233,1	2.622,8	1.018,1	1.267,5	601,2
Hogares e ISFLSH ²	23.675,9	28.534,8	13.344,0	3.126,5	4.082,5	2.506,6	2.026,9	3.993,7
Resto del mundo	163.889,4	153.703,8	105.081,2	27.387,4	22.736,6	34.099,6	20.059,7	22.979,8

1 Datos disponibles: noviembre 2009.

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

Admisión a bolsa¹

CUADRO 1.13

	2006	2007	2008	2008		2009		
				IV	I	II	III	IV ²
IMPORTE NOMINALES (millones de euros)	1.928,1	9.020,3	3.390,6	738,0	1.310,8	0,0	500,0	3.700,0
Bonos y obligaciones no convertibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	68,1	0,0	0,0	0,0	1.310,8	0,0	500,0	2.700,0
Bonos de titulización	1.860,0	2.020,3	3.390,6	738,0	0,0	0,0	0,0	1.000,0
Otros	0,0	7.000,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EMISIONES	22	16	33	9	1	0	1	6
Bonos y obligaciones no convertibles	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	0	0	0	1	0	1	2
Bonos de titulización	21	15	33	9	0	0	0	4
Otros	0	1	0	0	0	0	0	0

1 Emisores privados. Incluye expedientes de emisión y de admisión.

2 Datos disponibles: noviembre 2009.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.14

	2006	2007	2008	2008		2009		
				IV	I	II	III	IV ¹
NÚMERO DE EMISORES	57	53	58	58	59	58	58	60
Emisores privados	40	40	45	45	46	45	45	47
Sociedades no financieras	10	6	5	5	7	7	6	6
Instituciones financieras privadas	30	34	40	40	39	38	39	41
Administraciones públicas ³	17	13	13	13	13	13	13	13
Comunidades autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
NÚMERO DE EMISIONES	264	249	271	271	273	265	263	267
Emisores privados	131	133	157	157	155	150	149	153
Sociedades no financieras	18	12	9	9	11	11	10	10
Instituciones financieras privadas	113	121	148	148	144	139	139	143
Administraciones públicas ³	133	116	114	114	118	115	114	114
Comunidades autónomas	89	83	82	82	87	82	80	79
SALDO VIVO² (millones de euros)	17.105,4	25.654,7	29.142,6	29.142,6	30.804,3	31.829,4	31.571,0	36.214,3
Emisores privados	6.784,3	14.958,1	17.237,9	17.237,9	18.299,1	17.908,5	17.914,3	21.403,1
Sociedades no financieras	492,1	452,5	381,0	381,0	1.691,7	1.691,7	1.691,7	1.689,1
Instituciones financieras privadas	6.292,2	14.505,6	16.856,9	16.856,9	16.607,4	16.216,8	16.222,6	19.714,1
Administraciones públicas ³	10.321,1	10.696,6	11.904,7	11.904,7	12.505,1	13.920,9	13.656,7	14.811,2
Comunidades autónomas	8.319,8	8.862,6	9.972,5	9.972,5	10.573,6	11.978,2	11.577,3	12.624,3

1 Datos disponibles: noviembre 2009.

2 Importes nominales.

3 No incluye deuda anotada.

Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.15

	2006	2007	2008	2008		2009		
				IV	I	II	III	IV ¹
Importes nominales en millones de euros								
Mercado electrónico	257,3	444,8	1.580,1	487,0	64,8	150,5	138,1	219,4
Corros	5.009,9	7.154,3	7.842,1	1.188,8	182,1	634,2	299,6	1.071,2
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	4.879,6	7.040,1	7.674,9	1.131,9	146,9	601,4	273,5	1.053,0
Bilbao	24,8	7,5	6,1	0,8	2,6	0,7	0,6	0,3
Valencia	105,5	106,7	161,1	56,1	32,7	32,1	25,5	17,9
Deuda anotada	35,6	33,6	46,2	18,9	14,3	14,0	11,2	7,3
Deuda comunidades autónomas	84.443,6	84.178,3	71.045,0	17.798,7	18.666,5	19.367,6	16.815,4	10.714,5

1 Datos disponibles: noviembre 2009.

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

CUADRO 1.16

	2006	2007	2008	2008		2009		
				IV	I	II	III	IV ¹
Importes nominales en millones de euros								
Total	263.170,3	174.046,3	132.327,4	15.351,2	41.915,2	38.433,8	55.827,0	42.075,8
Simplex	180.471,0	134.147,0	89.010,5	6.627,5	11.685,5	15.644,0	36.141,0	35.069,0
Simultáneas	82.110,3	39.899,3	43.316,9	8.723,7	30.229,7	22.789,8	19.211,0	6.524,8
Otras operaciones	589,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	475,0	482,0

1 Datos disponibles: noviembre 2009.

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.17

	2006	2007	2008	2008	2009	II	III	IV'
				IV	I			
Número de contratos								
Sobre deuda	15	13	12	2	6	4	4	0
Futuro sobre bono nomenclal ²	15	13	12	2	6	4	4	0
Sobre Ibex 35 ^{3,4}	7.119.853	9.288.909	8.433.963	1.936.368	1.520.980	1.663.403	1.503.939	1.009.035
Futuro sobre Ibex 35 plus	6.408.961	8.435.258	7.275.299	1.643.742	1.330.851	1.461.307	1.321.524	918.706
Futuro mini sobre Ibex 35	159.830	286.574	330.042	88.747	70.698	88.829	85.642	51.107
Opción call mini	288.542	227.535	323.874	80.383	56.410	60.400	59.988	16.710
Opción put mini	262.521	339.542	504.749	123.497	63.021	52.868	36.785	22.512
Sobre acciones ⁵	33.655.790	34.887.808	64.554.817	17.297.456	21.082.892	22.320.897	20.467.870	9.645.178
Futuros	21.229.811	21.294.315	46.237.568	10.936.605	13.024.306	14.386.553	11.674.200	2.563.472
Opción call	7.664.125	6.775.525	7.809.423	2.979.971	3.689.989	4.025.150	5.103.159	4.164.198
Opción put	4.761.854	6.817.968	10.507.826	3.380.880	4.368.597	3.909.194	3.690.511	2.917.508
Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex								
Sobre deuda ⁶	1.117.956	1.059.113	869.105	173.444	157.746	171.829	90.935	52.896
Sobre índices ⁷	1.423.441	1.371.250	1.169.059	276.397	286.512	211.834	128.087	81.920

1 Datos disponibles: noviembre 2009.

2 Nominal del contrato: 100 mil euros.

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

4 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

6 Futuros sobre Bund, Bobl y Schatz.

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

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

Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.18

	2006	2007	2008	2008	2009	II	III	IV'
				IV	I			
WARRANTS²								
Importe de las primas (millones de euros)	5.143,1	8.920,3	12.234,4	2.820,6	1.950,5	522,9	1.439,7	737,6
Sobre acciones	3.697,6	6.215,1	6.914,1	1.417,0	1.074,8	251,0	755,6	379,7
Sobre índices	1.064,9	2.311,2	4.542,8	1.160,6	628,4	198,0	559,3	322,0
Otros ³	380,6	394,0	777,5	243,0	247,3	73,9	124,9	35,9
Número de emisiones	4.063	7.005	9.790	2.548	2.516	1.111	2.099	844
Número de emisores	8	7	8	6	6	6	9	3
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	206,8	151,0	77,0	0,0	0,0	0,0	0,0	15,0
Sobre acciones	196,2	145,0	77,0	0,0	0,0	0,0	0,0	15,0
Sobre índices	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros ³	10,0	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	12	9	4	0	0	0	0	1
Número de emisores	4	3	1	0	0	0	0	1

1 Datos disponibles: noviembre 2009.

2 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

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

Bolsa de valores. Contratación de warrants y ETF

CUADRO 1.19

	2006	2007	2008	2008	2009	II	III	IV ¹
				IV	I			
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	2.907,4	5.129,6	2.943,7	665,1	491,3	488,2	407,0	279,6
Sobre acciones nacionales	1.805,3	3.200,7	1.581,9	364,1	222,7	213,2	210,4	137,5
Sobre acciones extranjeras	293,3	474,2	145,7	17,5	22,3	21,4	21,1	13,8
Sobre índices	695,6	1.376,6	1.063,3	233,4	208,7	233,2	158,9	112,4
Otros ²	113,1	78,1	152,8	50,1	37,6	20,4	16,5	15,9
Número de emisiones ³	4.284	7.837	9.770	4.151	3.655	3.451	3.086	2.658
Número de emisores ³	9	9	10	9	9	9	10	10
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	58,8	49,8	16,8	3,9	7,6	8,5	13,4	7,9
Número de emisiones ³	15	14	26	20	21	16	16	16
Número de emisores ³	5	5	4	4	4	2	2	2
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	-	4.664,5	6.938,1	1.643,0	604,3	916,6	856,9	788,9
Número de fondos	-	21	30	30	30	31	32	32
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	-	885,8	1.630,3	1.630,3	1.523,0	1.443,9	1.510,5	n.d.

1 Datos disponibles: noviembre 2009.

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

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada período.

4 Sólo incluye el patrimonio de los ETF's nacionales debido a que no se dispone del patrimonio de los extranjeros.

n.d.: Dato no disponible.

1.3.3 Derivados no financieros
Negociación en MFAO¹

CUADRO 1.20

	2006	2007	2008	2008	2009	II	III	IV ²
				IV	I			
Número de contratos								
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante ³	35.079	46.405	48.091	12.365	29.615	36.455	42.310	17.345

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: noviembre 2009.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2006	2007	2008	2008	2009	II	III	IV ¹
				IV	I			
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	47	46	51	51	50	50	50	50
Sucursales	108	102	83	83	78	78	77	77
Representantes	6.610	6.657	6.041	6.041	5.840	5.930	5.991	5.994
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	57	53	50	50	49	49	49	49
Sucursales	11	12	9	9	8	9	9	9
Representantes	589	625	638	638	682	645	629	619
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	15	11	10	10	10	9	9	9
Sucursales	4	4	4	4	5	5	5	5
Representantes	5	6	6	6	6	5	5	5
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO²								
Entidades nacionales	-	-	-	-	-	3	6	12
ENTIDADES DE CRÉDITO³								
Entidades nacionales	204	201	195	195	196	196	194	194

1 Datos disponibles: noviembre 2009.

2 Nuevo tipo de empresa de servicios de inversión, creada por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV), y regulada por la Circular 10/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3 Fuente: Banco de España.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2006	2007	2008	2008		2009		
				IV	I	II	III	IV ¹
Total	1.321	1.766	2.222	2.222	2.270	2.300	2.363	2.360
ESI ² en el Espacio Económico Europeo	973	1.394	1.808	1.808	1.849	1.878	1.945	1.937
Con sucursal	22	29	36	36	35	35	36	36
En libre prestación de servicios	951	1.365	1.772	1.772	1.814	1.843	1.909	1.901
Entidades de crédito ³	348	372	414	414	421	422	418	423
Comunitarias	339	363	405	405	411	412	408	413
Con sucursal	44	52	56	56	54	54	54	53
En libre prestación de servicios	294	310	348	348	356	357	353	359
Filiales en libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	1	1
Extracomunitarias	9	9	9	9	10	10	10	10
Con sucursal	8	8	8	8	8	8	8	8
En libre prestación de servicios	1	1	1	1	2	2	2	2

1 Datos disponibles: noviembre 2009.

2 Empresas de Servicios de Inversión.

3 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros	III 2008				III 2009			
	Mercados organizados nacionales ²	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total
RENTA FIJA								
Total	5.557	2.152.306	369.162	2.527.025	127.746	2.368.841	223.570	2.720.157
Sociedades de valores	5.085	265.006	45.982	316.073	110.024	45.070	33.270	188.364
Agencias de valores	472	1.887.300	323.180	2.210.952	17.722	2.323.771	190.300	2.531.793
RENTA VARIABLE								
Total	497.609	958	21.004	519.571	198.067	1.278	14.852	214.197
Sociedades de valores	471.786	817	18.367	490.970	184.200	1.092	12.815	198.107
Agencias de valores	25.823	141	2.637	28.601	13.867	186	2.037	16.090

1 Datos acumulados del periodo.

2 Para este trimestre se refiere, únicamente, a las bolsas de valores nacionales.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros	III 2008				III 2009			
	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total
Total	188.804	1.742.662	830.446	2.761.912	747.306	1.417.180	507.142	2.671.628
Sociedades de valores	168.709	1.434.880	86.847	1.690.436	708.031	1.222.386	26.152	1.956.569
Agencias de valores	20.095	307.782	743.599	1.071.476	39.275	194.794	480.990	715.059

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

2 Datos acumulados del periodo.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

	III 2008			III 2009		
	Total	IIC	Otras ²	Total	IIC	Otras ²
NÚMERO DE CARTERAS						
Total	14.460	122	14.338	12.678	86	12.592
Sociedades de valores	7.959	30	7.929	6.723	14	6.709
Agencias de valores	3.455	57	3.398	3.380	41	3.339
Sociedades gestoras de cartera	3.046	35	3.011	2.575	31	2.544
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)						
Total	10.424.926	987.598	9.437.328	8.201.101	597.875	7.603.226
Sociedades de valores	4.527.698	204.978	4.322.720	3.194.579	104.123	3.090.456
Agencias de valores	2.451.981	553.315	1.898.666	2.159.902	297.870	1.862.032
Sociedades gestoras de cartera	3.445.247	229.305	3.215.942	2.846.620	195.882	2.650.737

1 Datos a final de periodo.

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

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores¹

CUADRO 2.6

Miles de euros ²	2006	2007	2008	2008	2009	II	III	IV ³
				IV	I			
I. Margen financiero	17.325	-29.968	109.682	109.682	54.459	98.211	132.653	145.866
II. Comisiones netas	775.377	893.803	674.204	674.204	132.918	263.558	389.667	430.779
Comisiones percibidas	1.009.089	1.181.772	943.619	943.619	187.315	393.081	578.824	642.850
Tramitación y ejecución de órdenes	629.952	775.418	648.036	648.036	130.572	274.327	404.912	453.595
Colocación y aseguramiento de emisiones	73.278	62.145	42.502	42.502	12.301	21.567	23.616	23.659
Depósito y anotación de valores	22.367	25.351	21.198	21.198	4.224	7.911	11.993	13.374
Gestión de carteras	23.883	29.649	17.306	17.306	2.673	4.858	7.403	8.272
Diseño y asesoramiento	55.918	65.083	56.671	56.671	9.528	28.642	43.552	47.627
Búsqueda y colocación de paquetes	0	9	12	12	6	6	6	10
Operaciones de crédito al mercado	33	23	19	19	4	10	11	12
Suscripción y reembolso en IIC	141.312	138.481	91.167	91.167	13.970	27.509	44.368	49.637
Otras	62.346	85.613	66.708	66.708	14.036	28.251	42.963	46.664
Comisiones satisfechas	233.712	287.969	269.415	269.415	54.397	129.523	189.157	212.071
III. Beneficios netos en valores ⁴	92.719	-239.572	800.194	800.194	36.623	51.163	56.609	35.399
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	109.130	486.643	-626.527	-626.527	-38.326	383	1.697	28.740
V. Margen bruto	994.551	1.110.906	957.553	957.553	185.674	413.315	580.626	640.784
VI. Resultado de explotación	490.336	587.354	434.209	434.209	79.440	185.957	210.563	238.018
VII. Resultado de actividades continuadas	430.651	540.390	365.374	365.374	88.475	173.295	264.988	294.163
VIII. Resultado neto del ejercicio	430.651	540.390	367.665	367.665	88.475	173.295	264.988	294.163

- 1 A partir del IV trimestre de 2008 los datos proceden de la información remitida por las empresas de servicios de inversión según la nueva circular 7/2008 que modifica su régimen contable. Con el fin de homogeneizar las series de datos, se han introducido algunas modificaciones en los trimestres anteriores.
- 2 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.
- 3 Datos disponibles: octubre 2009.
- 4 No incluye la dotación de provisiones por minusvalías de la cartera de negociación, ni su aplicación y recuperación. Dichas partidas se contabilizan en "Resultado de explotación".

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores¹

CUADRO 2.7

Miles de euros ⁴	Total		Margen financiero		Cartera de valores ²		Diferencias de cambio y otras ³	
	III 2008	III 2009	III 2008	III 2009	III 2008	III 2009	III 2008	III 2009
Total	666.078	188.746	53.300	132.653	1.140.505	56.609	-527.727	-516
Activos monetarios y deuda pública	5.694	5.605	7.611	622	-1.917	4.983	-	-
Otros valores de renta fija	77.162	-167.267	53.237	65.677	23.925	-232.944	-	-
Cartera interior	71.090	-164.236	51.784	63.936	19.306	-228.172	-	-
Cartera exterior	6.072	-3.031	1.453	1.741	4.619	-4.772	-	-
Renta variable	-524.531	820.408	50.338	67.455	-574.869	752.953	-	-
Cartera interior	-147.675	242.917	16.283	41.806	-163.958	201.111	-	-
Cartera exterior	-376.856	577.491	34.055	25.649	-410.911	551.842	-	-
Derivados	1.709.089	-461.173	-	-	1.709.089	-461.173	-	-
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-11.717	-19.522	-11.717	-19.522	-	-	-	-
Operaciones de crédito al mercado	0	1	0	1	-	-	-	-
Depósito y otras operaciones con intermediarios	-68.334	1.694	-68.334	1.694	-	-	-	-
Diferencias de cambio netas	-511.353	-8.426	-	-	-	-	-511.353	-8.426
Otros productos y cargas de explotación	n.d.	10.123	-	-	-	-	n.d.	10.123
Otras operaciones	-9.932	7.303	22.165	16.726	-15.723	-7.210	-16.374	-2.213

- 1 A partir del IV trimestre de 2008 los datos proceden de la información remitida por las empresas de servicios de inversión según la nueva circular 7/2008 que modifica su régimen contable. Con el fin de homogeneizar las series de datos, se han introducido algunas modificaciones en los trimestres anteriores.
 - 2 Los resultados procedentes de la cartera de valores no incluyen la dotación, aplicación y recuperación de provisiones por minusvalías.
 - 3 La columna que anteriormente aparecía como "Otras dotaciones" ha sido sustituida por una nueva columna que incluye, además de las dotaciones a provisiones para riesgos, los resultados por diferencias de cambio y otros productos y cargas de explotación.
 - 4 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.
- n.d.: Dato no disponible.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores¹

CUADRO 2.8

Miles de euros ²	2006	2007	2008	2008	2009	II	III	IV ³
				IV	I			
I. Margen financiero	12.934	14.395	7.980	7.980	1.060	1.679	2.301	2.355
II. Comisiones netas	233.447	237.403	149.874	149.874	30.688	63.582	93.005	103.175
Comisiones percibidas	297.030	310.892	172.344	172.344	34.647	72.250	105.442	116.860
Tramitación y ejecución de órdenes	114.111	131.976	62.345	62.345	15.132	30.001	41.786	46.234
Colocación y aseguramiento de emisiones	3.183	2.501	4.847	4.847	307	1.081	1.148	1.185
Depósito y anotación de valores	1.520	1.680	676	676	73	166	343	371
Gestión de carteras	28.672	27.457	21.137	21.137	3.956	9.284	14.067	15.514
Diseño y asesoramiento	2.360	2.224	4.962	4.962	486	1.033	1.535	1.892
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	10	10	0	3	10	16
Suscripción y reembolso en IIC	68.513	74.918	31.287	31.287	5.004	9.943	15.993	19.035
Otras	78.671	70.136	47.081	47.081	9.688	20.740	30.560	32.614
Comisiones satisfechas	63.583	73.489	22.470	22.470	3.959	8.668	12.437	13.685
III. Beneficios netos en valores ⁴	3.841	2.212	-1.176	-1.176	-364	26	265	371
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-282	-407	3.526	3.526	90	-289	-986	-1.043
V. Margen bruto	249.940	253.603	160.204	160.204	31.474	64.998	94.585	104.858
VI. Resultado de explotación	85.744	85.423	20.377	20.377	-1.252	1.843	4.376	4.962
VII. Resultado de actividades continuadas	62.449	86.017	14.372	14.372	-1.775	125	3.725	4.380
VIII. Resultado neto del ejercicio	62.449	86.017	14.372	14.372	-1.775	125	3.725	4.380

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

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

3 Datos disponibles: octubre 2009.

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

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera¹

CUADRO 2.9

Miles de euros ²	2006	2007	2008	2008	2009	II	III	IV ³
				IV	I			
I. Margen financiero	895	1.442	1.482	1.482	163	247	305	324
II. Comisiones netas	15.195	15.501	12.044	12.044	2.632	5.175	7.964	8.778
Comisiones percibidas	27.625	27.340	23.877	23.877	5.416	10.653	16.237	17.912
Gestión de carteras	22.068	24.239	20.683	20.683	4.683	8.995	13.634	15.084
Diseño y asesoramiento	4.951	2.614	2.484	2.484	595	1.316	2.141	2.325
Suscripción y reembolso en IIC	261	34	66	66	5	7	9	11
Otras	345	453	644	644	134	335	453	492
Comisiones satisfechas	12.430	11.839	11.833	11.833	2.784	5.479	8.273	9.134
III. Beneficios netos en valores ⁴	15	96	-108	-108	-53	25	91	85
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-14	-37	-418	-418	-119	-247	-308	-328
V. Margen bruto	16.091	17.002	13.000	13.000	2.624	5.200	8.051	8.859
VI. Resultado de explotación	5.937	6.896	1.157	1.157	277	508	1.150	1.204
VII. Resultado de actividades continuadas	4.112	4.837	765	765	112	291	836	870
VIII. Resultado neto del ejercicio	4.112	4.837	765	765	112	291	836	870

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

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

3 Datos disponibles: octubre 2009.

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

Margen de cobertura de los recursos propios sobre el coeficiente de solvencia^{1,2}

CUADRO 2.10

Miles de euros	Exceso		Número de entidades según porcentaje del exceso									
	Importe total	% ³	<50 ⁴	<100	<150	<200	<300	<400	<500	<750	<1000	>1000
Total	1.517.756	341,56	13	18	15	13	13	8	5	12	4	7
Sociedades de valores	1.424.207	370,33	1	5	6	4	11	6	4	6	1	6
Agencias de valores	70.104	154,18	11	12	7	6	2	2	1	5	3	0
Sociedades gestoras de cartera	23.445	163,88	1	1	2	3	0	0	0	1	0	1

1 Datos disponibles: septiembre 2009.

2 Cuadro elaborado a partir de la información remitida a la CNMV según la nueva circular CR CNMV 12/2008 sobre solvencia de las empresas de servicios de inversión.

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

4 Incluye las empresas de servicios de inversión dadas de alta que no han remitido información.

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos¹

CUADRO 2.11

	Número de entidades según su rentabilidad anualizada									
	Media ²	Pérdidas	0-5%	6-15%	16-30%	31-45%	46-60%	61-75%	76-100%	>100%
Total	19,83	30	16	25	14	9	4	2	2	6
Sociedades de valores	20,95	12	8	11	6	7	1	0	1	4
Agencias de valores	7,33	16	7	12	6	2	1	2	1	2
Sociedades gestoras de cartera	4,41	2	1	2	2	0	2	0	0	0

1 Datos disponibles: septiembre 2009.

2 Media ponderada por fondos propios, en %.

3 Instituciones de inversión colectiva^{a,b,c,d}

Número, gestoras y depositarias de instituciones de inversión colectiva registradas en la CNMV

CUADRO 3.1

	2006	2007	2008	2008		2009			
				IV	I	II	III	IV'	
Total IIC de carácter financiero	6.006	6.296	6.354	6.354	6.294	6.168	6.050	5.948	
Fondos de inversión	2.850	2.954	2.943	2.943	2.898	2.808	2.705	2.625	
Sociedades de inversión	3.149	3.290	3.347	3.347	3.330	3.294	3.278	3.258	
IIC de IIC de inversión libre	2	31	40	40	40	40	40	38	
IIC de inversión libre	5	21	24	24	26	26	27	27	
Total IIC inmobiliarias	17	18	18	18	18	17	16	16	
Fondos de inversión inmobiliaria	9	9	9	9	9	8	8	8	
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	9	9	9	9	9	8	8	
Total IIC extranjeras comercializadas en España	340	440	563	563	566	555	577	577	
Fondos extranjeros comercializados en España	164	225	312	312	313	309	327	321	
Sociedades extranjeras comercializadas en España	176	215	251	251	253	246	250	256	
SGIIC	114	120	120	120	120	120	121	122	
Depositarias IIC	132	126	125	125	125	125	124	124	

1 Datos disponibles: noviembre 2009.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2006	2007	2008	2008		2009			
				IV	I	II	III	IV'	
Total IIC de carácter financiero	9.048.184	8.487.205	6.358.730	6.358.730	6.053.408	5.924.375	5.878.213	5.863.661	
Fondos de inversión	8.637.781	8.053.049	5.923.346	5.923.346	5.626.786	5.497.753	5.461.473	5.458.082	
Sociedades de inversión	410.403	434.156	435.384	435.384	426.622	426.622	416.740	405.579	
Total IIC inmobiliarias	151.053	146.353	98.327	98.327	96.222	90.398	88.832	88.675	
Fondos de inversión inmobiliaria	150.304	145.510	97.390	97.390	95.284	89.461	87.903	87.746	
Sociedades de inversión inmobiliaria	749	843	937	937	938	937	929	929	
Total IIC extranjeras comercializadas en España	779.165	850.931	592.994	592.994	510.695	n.d.	n.d.	-	
Fondos extranjeros comercializados en España	144.139	142.782	104.287	104.287	75.486	n.d.	n.d.	-	
Sociedades extranjeras comercializadas en España	635.026	708.149	488.707	488.707	435.209	n.d.	n.d.	-	

1 Datos disponibles: octubre 2009. Estos datos son de remisión trimestral para Sociedades de Inversión y para IIC extranjeras por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.

n.d.: Dato no disponible.

- a En las referencias a los "Fondos de inversión" de todo el capítulo, no se incluyen los fondos de inversión libre ni los fondos de IIC de inversión libre.
- b Como consecuencia de la entrada en vigor, el 31 de diciembre de 2008, de las nuevas circulares CR CNMV 3/2008 y CR CNMV 7/2008, en las que se modifica la información contable a remitir a la CNMV puede haber modificaciones en los cuadros con el fin de adaptarse a las anteriores.
- c A partir del Boletín 2009-II se agruparán los datos de IIC de inversión libre y los de IIC de inversión libre en el cuadro 3.12.
- d A partir de Diciembre 2008 cuando se hace referencia a las IIC extranjeras (patrimonio y número de partícipes) no se incluyen los datos de los ETF.

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

	2006	2007	2008	2008		2009		
				IV	I	II	III	IV ¹
Total IIC de carácter financiero	300.559,0	286.522,4	200.522,2	200.522,2	192.776,1	191.25,0	195.352,4	194.387,7
Fondos de inversión ²	270.406,3	255.040,9	175.865,3	175.865,3	168.829,4	167.133,5	169.458,4	169.471,2
Sociedades de inversión	30.152,7	31.481,5	24.656,9	24.656,9	23.946,7	24.791,5	25.894,0	24.916,5
Total IIC inmobiliarias	9.052,0	9.121,4	7.778,8	7.778,8	7.127,2	6.907,9	6.807,3	6.820,4
Fondos de inversión inmobiliaria	8.595,9	8.608,5	7.406,9	7.406,9	6.758,1	6.547,2	6.494,3	6.508,7
Sociedades de inversión inmobiliaria	456,1	512,9	371,9	371,9	369,1	360,7	313,0	311,7
Total IIC extranjeras comercializadas en España	44.102,8	37.092,7	18.169,3	18.169,3	14.639,3	n.d.	n.d.	-
Fondos extranjeros comercializados en España	12.099,3	7.010,3	2.463,8	2.463,8	1.661,8	n.d.	n.d.	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	32.003,5	30.082,4	15.705,5	15.705,5	12.977,6	n.d.	n.d.	-

1 Datos disponibles: octubre 2009. Estos datos son de remisión 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 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en octubre de 2009, del orden de 8.400 millones de euros.

n.d.: Dato no disponible.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión de carácter financiero¹

CUADRO 3.4

Millones de euros	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ²
Patrimonio	270.406,3	255.040,9	175.865,3	197.305,6	175.865,3	168.829,4	167.161,0	169.458,4
Liquidez ³	10.462,4	15.413,5	19.374,7	20.578,7	19.374,7	18.374,5	19.338,4	19.165,5
Inversión en cartera	260.002,9	239.266,6	155.897,8	176.239,7	155.897,8	150.295,6	147.751,2	150.189,8
Cartera interior	127.355,4	134.564,1	96.498,7	105.007,9	96.498,7	92.798,9	88.597,4	89.458,7
Acciones	13.806,8	11.550,1	4.022,3	5.501,0	4.022,3	3.264,8	3.743,8	4.453,7
Participaciones en fondos de inversión	17.322,8	18.662,1	10.134,3	13.587,1	10.134,3	9.037,4	8.300,8	8.123,9
Activos monetarios públicos	2.887,7	2.206,6	7.985,5	4.488,8	7.985,5	10.219,9	10.120,8	8.374,3
Otros valores de renta fija pública	9.891,6	8.708,7	5.940,0	6.334,9	5.940,0	7.723,1	8.161,6	10.618,8
Activos monetarios privados	28.483,2	37.486,9	16.276,4	30.277,3	16.276,4	14.233,7	15.526,0	15.012,1
Otra renta fija privada	23.105,3	24.251,5	23.665,5	20.885,2	23.665,5	22.503,2	20.749,5	22.616,8
Warrants y opciones nacionales	603,3	553,2	411,2	309,7	411,2	373,8	395,9	488,7
Adquisición temporal de activos	31.229,4	31.144,9	28.062,7	23.623,7	28.062,7	25.441,4	21.597,7	19.769,0
Cartera no cotizada	25,4	0,2	1,0	0,2	1,0	1,5	1,3	1,3
Cartera exterior	132.647,4	104.702,5	59.399,1	71.231,8	59.399,1	57.496,7	59.153,8	60.731,1
Euros	118.664,1	94.085,1	56.364,7	66.423,8	56.364,7	54.720,7	55.845,6	56.740,7
Acciones	11.418,0	10.771,3	3.313,2	4.588,6	3.313,2	2.627,5	3.361,6	4.206,5
Participaciones en fondos de inversión	23.414,2	13.029,8	2.783,9	5.021,6	2.783,9	2.479,4	2.673,3	3.297,0
Renta fija	78.933,4	65.972,8	49.300,6	55.158,9	49.300,6	48.759,6	49.080,5	48.458,5
Warrants y opciones internacionales	4.898,7	4.311,2	966,9	1.654,6	966,9	854,2	730,1	778,7
Cartera no cotizada	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto	13.983,3	10.617,4	3.034,4	4.808,0	3.034,4	2.776,0	3.308,2	3.990,4
Acciones	7.343,0	5.960,3	1.920,7	3.104,1	1.920,7	1.747,1	2.034,4	2.448,6
Participaciones en fondos de inversión	5.491,5	3.894,6	740,5	1.337,3	740,5	674,4	908,2	1.146,5
Renta fija	1.011,7	631,1	337,0	336,4	337,0	333,1	351,3	383,8
Warrants y opciones internacionales	136,0	130,5	36,1	30,2	36,1	21,3	14,2	11,4
Cartera no cotizada	1,2	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
Saldo neto (Deudores - Acreedores)	-58,9	360,8	592,8	487,2	592,8	159,3	71,5	103,1

1 No se incluye información de la inversión libre puesto que la Circular 3/2008 concede a estas entidades un plazo distinto para el envío a la CNMV de su información reservada.

2 Datos provisionales.

3 Incluye depósitos en cartera.

Distribución del patrimonio social de las sociedades de inversión de carácter financiero

CUADRO 3.5

Millones de euros	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ¹
Patrimonio	30.152,7	31.481,5	24.656,9	27.143,2	24.656,9	23.946,7	24.791,5	25.894,0
Liquidez ²	802,2	1.182,2	2.433,6	2.759,1	2.433,6	2.426,3	2.566,9	2.666,5
Inversión en cartera	29.294,1	30.037,4	21.997,9	24.131,2	21.997,9	21.334,1	22.001,6	23.153,3
Cartera interior	15.553,8	17.075,3	14.792,0	15.391,9	14.792,0	13.794,2	13.298,1	12.804,6
Acciones	6.727,3	6.173,6	3.238,6	3.756,6	3.238,6	2.602,0	2.888,1	3.387,2
Participaciones en fondos de inversión	1.095,0	1.362,3	1.108,8	1.216,1	1.108,8	1.125,6	1.151,8	1.171,2
Activos monetarios públicos	463,4	382,8	359,8	403,9	359,8	416,1	272,4	177,0
Otros valores de renta fija pública	678,2	710,2	705,0	559,9	705,0	678,4	748,2	717,5
Activos monetarios privados	555,4	1.568,6	1.149,1	2.102,8	1.149,1	891,0	814,4	592,4
Otra renta fija privada	554,8	620,8	1.359,6	943,7	1.359,6	1.402,4	1.168,5	1.263,0
Warrants y opciones nacionales	19,7	22,1	8,3	23,0	8,3	6,7	8,0	7,6
Adquisición temporal de activos	5.459,1	6.234,1	6.862,1	6.382,2	6.862,1	6.671,0	6.245,7	5.487,9
Cartera no cotizada	0,8	0,8	0,6	3,9	0,6	1,0	1,0	0,9
Cartera exterior	13.740,3	12.962,2	7.205,9	8.739,3	7.205,9	7.539,9	8.703,5	10.348,7
Euros	9.847,7	9.413,7	5.702,9	6.568,0	5.702,9	6.191,3	7.012,9	8.263,2
Acciones	3.379,9	3.367,7	1.250,3	1.633,1	1.250,3	1.072,4	1.384,6	1.899,9
Participaciones en fondos de inversión	4.169,1	3.826,1	1.858,2	2.419,5	1.858,2	1.767,4	1.813,8	1.962,8
Renta fija	2.041,5	2.006,7	2.510,2	2.369,1	2.510,2	3.291,5	3.754,7	4.326,8
Warrants y opciones internacionales	257,2	213,1	82,4	146,2	82,4	59,6	59,5	73,5
Cartera no cotizada	0,0	0,0	1,9	0,0	1,9	0,5	0,5	0,2
Resto	3.892,6	3.548,5	1.502,9	2.171,3	1.502,9	1.348,6	1.690,5	2.085,5
Acciones	2.104,7	1.752,2	769,9	1.101,1	769,9	725,7	932,4	1.201,1
Participaciones en fondos de inversión	1.517,7	1.600,6	628,3	945,6	628,3	474,5	585,5	675,6
Renta fija	234,8	183,2	102,6	111,9	102,6	138,2	154,5	181,1
Warrants y opciones internacionales	11,3	12,5	1,9	12,7	1,9	10,0	18,0	27,5
Cartera no cotizada	24,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,2
Saldo neto (Deudores - Acreedores)	56,4	261,8	225,4	252,9	225,4	186,2	222,9	74,2

1 Datos provisionales.

2 Incluye depósitos en cartera.

	2006	2007	2008	2008	2009			
				IV	I	II	III	IV ²
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	2.822	2.926	2.912	2.912	2.830	2.735	2.628	2.599
Renta fija ³	606	600	629	629	631	612	598	585
Renta fija mixta ⁴	212	204	195	195	193	190	171	170
Renta variable mixta ⁵	222	207	202	202	191	181	174	169
Renta variable euro ⁶	232	247	237	237	235	193	185	181
Renta variable internacional ⁷	353	357	330	330	304	271	252	248
Garantizado renta fija	220	251	260	260	249	253	241	246
Garantizado renta variable ⁸	559	590	590	590	586	610	593	585
Fondos globales	418	470	469	469	441	208	193	193
De gestión pasiva ⁹	-	-	-	-	-	69	69	69
Retorno absoluto ⁹	-	-	-	-	-	148	152	153
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	8.637.781	8.053.049	5.923.346	5.923.346	5.626.786	5.498.325	5.461.473	5.458.082
Renta fija ³	2.960.879	2.763.442	2.204.652	2.204.652	2.145.607	2.067.091	2.044.082	2.036.853
Renta fija mixta ⁴	524.827	493.786	277.629	277.629	247.833	241.097	254.599	267.935
Renta variable mixta ⁵	357.013	331.214	209.782	209.782	194.064	187.244	184.985	183.384
Renta variable euro ⁶	615.937	577.522	377.545	377.545	339.285	270.079	277.093	278.773
Renta variable internacional ⁷	959.875	800.556	467.691	467.691	431.575	419.928	434.299	443.733
Garantizado renta fija	497.540	549.108	538.799	538.799	525.387	540.428	550.041	550.088
Garantizado renta variable ⁸	1.783.867	1.715.144	1.402.948	1.402.948	1.339.367	1.339.321	1.271.266	1.247.498
Fondos globales	937.843	822.277	444.300	444.300	403.668	96.581	79.288	84.383
De gestión pasiva ⁹	-	-	-	-	-	91.738	97.399	94.772
Retorno absoluto ⁹	-	-	-	-	-	244.818	268.421	270.663
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	270.406,3	255.040,8	175.865,2	175.865,2	168.829,1	167.160,9	169.458,4	169.471,2
Renta fija ³	116.511,9	113.234,1	92.813,1	92.813,1	91.472,9	86.711,3	85.935,6	85.977,3
Renta fija mixta ⁴	15.314,5	13.011,9	5.803,0	5.803,0	5.282,6	5.421,8	6.322,4	7.118,3
Renta variable mixta ⁵	10.149,2	8.848,0	3.958,8	3.958,8	3.301,7	3.480,1	3.812,4	3.769,3
Renta variable euro ⁶	18.258,5	16.589,7	5.936,9	5.936,9	4.778,1	4.945,9	6.094,1	5.886,6
Renta variable internacional ⁷	16.957,5	13.948,0	4.256,6	4.256,6	3.808,7	4.108,3	5.020,9	5.140,4
Garantizado renta fija	14.484,8	17.674,4	21.281,6	21.281,6	20.952,0	21.664,1	21.322,7	21.003,8
Garantizado renta variable ⁸	44.796,6	42.042,1	30.742,4	30.742,4	29.433,3	29.120,6	27.835,8	27.168,2
Fondos globales	33.933,3	29.692,6	11.072,8	11.072,8	9.799,8	3.350,7	3.400,4	3.516,5
De gestión pasiva ⁹	-	-	-	-	-	2.714,5	3.066,3	3.020,9
Retorno absoluto ⁹	-	-	-	-	-	5.643,6	6.647,7	6.869,7

1 Fondos que han remitido estados reservados (no incluye por tanto fondos en proceso de disolución o liquidación).

2 Datos disponibles: octubre 2009.

3 Hasta 1T09 incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, renta fija internacional y monetarios. Desde 2T09 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios. Hasta diciembre de 2006 incluía FIAMM.

4 Hasta 1T09 incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.

5 Hasta 1T09 incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.

6 Hasta 1T09 incluye: Renta variable nacional y Renta variable euro. Desde 2T09 incluye Renta variable euro (que ya incluye RVN).

7 Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EEUU, RVI Emergentes y RVI Otros. Desde 2T09: RVI.

8 Hasta 1T09: GRV. Desde 2T09: GRV y Garantía Parcial.

9 Nuevas categorías desde 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos Globales.

Fondos de inversión de carácter financiero: Distribución de los partícipes y del patrimonio según la naturaleza de los partícipes¹

CUADRO 3.7

	2006	2007	2008	2008		2009		
				IV	I	II	III	IV ²
PARTÍCIPES	8.637.782	8.053.049	5.923.346	5.923.346	5.626.786	5.498.325	5.461.473	5.458.082
Personas físicas	8.389.302	7.814.633	5.754.043	5.754.043	5.465.873	5.343.778	5.309.003	5.305.915
Residentes	8.292.252	7.721.427	5.677.116	5.677.116	5.391.902	5.271.331	5.238.302	5.236.362
No residentes	97.050	93.206	76.927	76.927	73.971	72.447	70.701	69.553
Personas jurídicas	248.480	238.416	169.303	169.303	160.913	154.547	152.470	152.167
Entidades de crédito	1.603	2.235	1.713	1.713	705	689	673	638
Otros agentes residentes	244.977	234.376	166.041	166.041	158.816	152.453	150.398	150.501
Entidades no residentes	1.900	1.805	1.549	1.549	1.392	1.405	1.399	1.028
PATRIMONIO (millones de euros)	270.406,3	255.041,0	175.865,5	175.865,5	168.829,4	167.152,8	169.458,4	169.471,2
Personas físicas	201.408,2	190.512,2	135.756,2	135.756,2	132.447,7	131.667,2	133.194,9	132.735,1
Residentes	198.328,1	187.746,8	133.878,0	133.878,0	130.481,7	129.704,0	131.331,5	130.900,0
No residentes	3.080,1	2.765,4	1.878,2	1.878,2	1.966,0	1.963,2	1.863,4	1.835,1
Personas jurídicas	68.998,1	64.528,7	40.109,3	40.109,3	36.381,7	35.485,6	36.263,5	36.736,1
Entidades de crédito	5.296,2	5.721,0	4.193,0	4.193,0	2.339,4	2.319,6	2.455,5	2.386,1
Otros agentes residentes	61.646,2	56.974,4	34.738,0	34.738,0	33.151,7	32.275,4	32.833,8	33.332,7
Entidades no residentes	2.055,7	1.833,3	1.178,4	1.178,4	890,5	890,6	974,1	1.017,3

1 No incluye datos de inversión libre.

2 Dato disponible: octubre 2009.

Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo¹

CUADRO 3.8

Millones de euros	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	194.787,4	180.943,1	135.461,7	23.917,5	31.077,6	23.902,8	24.085,5	28.762,9
Renta fija	118.705,9	116.323,9	101.909,7	17.342,5	24.475,2	18.299,3	15.572,6	19.696,6
Renta fija mixta	8.476,6	5.859,4	1.914,5	239,0	739,4	361,9	515,0	1.081,7
Renta variable mixta	2.783,6	2.749,8	1.350,2	272,4	192,9	71,0	156,3	541,5
Renta variable nacional	10.273,7	9.625,7	2.858,0	461,6	576,2	362,1	489,3	589,2
Renta variable internacional	12.979,0	11.408,2	3.309,6	621,8	336,1	390,8	598,4	775,0
Garantizado renta fija	6.126,2	9.161,3	11.937,0	2.692,4	2.974,9	3.180,6	3.783,2	2.544,8
Garantizado renta variable	8.914,1	8.070,6	6.544,7	1.549,5	785,4	636,5	1.369,3	1.683,7
Fondos globales	26.528,3	17.744,2	5.638,0	738,3	997,5	600,6	971,5	389,4
De gestión pasiva	-	-	-	-	-	-	62,1	204,4
Retorno absoluto	-	-	-	-	-	-	567,8	1.256,4
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	198.600,2	202.827,1	202.864,1	39.372,1	49.397,6	30.018,9	29.142,2	30.511,1
Renta fija	127.469,1	122.178,3	124.242,9	24.503,3	32.332,9	19.963,9	19.433,2	20.090,1
Renta fija mixta	7.048,4	7.809,6	8.136,6	1.437,2	1.946,2	806,2	549,3	576,6
Renta variable mixta	3.644,7	4.023,0	4.675,6	900,0	854,7	493,0	284,4	554,2
Renta variable euro	12.105,4	12.438,0	8.617,2	1.610	1.151,9	751,4	515,9	455,6
Renta variable internacional	12.210,1	14.358,4	8.657,3	1.642	965,6	506,3	592,0	457,5
Garantizado renta fija	5.029,3	6.430,6	9.499,1	1.785,4	3.760,4	3.587,1	3.300,3	4.046,6
Garantizado renta variable	11.830,1	11.602,6	18.216,4	3.924,0	4.715,6	2.372,5	2.944,0	3.100,2
Fondos globales	19.263,1	23.986,6	20.819,0	3.570,2	3.670,3	1.538,5	588,0	141,6
De gestión pasiva	-	-	-	-	-	-	307,8	164,3
Retorno absoluto	-	-	-	-	-	-	627,3	924,6

1 Datos estimados.

**Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo: Suscripciones/
reembolsos netos y rendimientos netos¹**

CUADRO 3.9

Millones de euros	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	-4.524,6	-21.877,6	-67.030,4	-15.158,3	-18.320,0	-6.116,1	-5.056,7	-1.664,9
Renta fija	-9.423,4	-5.852,4	-22.071,5	-7.021,1	-7.857,7	-1.664,6	-3.860,6	-1.001,2
Renta fija mixta	1.539,2	-1.942,0	-6.406,0	-1.221,8	-1.206,8	-444,3	-34,3	673,1
Renta variable mixta	-854,7	-1.277,0	-3.337,8	-636,4	-661,8	-422,0	-128,1	-12,3
Renta variable euro	-4.057,7	-5.071,3	-8.218,2	-1.654,4	-575,7	-389,3	-26,6	134,7
Renta variable internacional	2.972,1	-585,7	-2.740,8	-415,2	-629,5	-115,5	6,4	318,0
Garantizado renta fija	1.018,9	2.714,6	2.426,3	979,4	-785,5	-406,5	482,9	-1.185,7
Garantizado renta variable	-3.021,1	-3.604,9	-11.869,7	-2.545,1	-3.930,2	-1.736,0	-1.574,7	-1.191,0
Fondos globales	7.302,1	-6.258,9	-14.812,7	-2.643,7	-2.672,8	-937,9	383,5	246,7
De gestión pasiva	-	-	-	-	-	-	-245,7	22,7
Retorno absoluto	-	-	-	-	-	-	-59,5	330,1
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	12.733,7	6.675,6	-11.988,0	-1.808,7	-2.945,0	-654,8	3.657,3	4.022,8
Renta fija	2.260,2	3.082,8	1.927,7	483,4	227,3	193,4	491,6	657,9
Renta fija mixta	606,6	287,0	-716,8	-98,4	-219,4	-66,7	184,3	229,7
Renta variable mixta	984,2	266,1	-1.589,0	-265,3	-506,2	-207,0	313,9	346,4
Renta variable euro	4.047,0	1.072,5	-5.172,6	-896,4	-1.481,7	-764,6	1.065,0	981,7
Renta variable internacional	1.572,0	21,0	-4.092,4	-961,6	-1.080,1	-304,2	652,6	606,0
Garantizado renta fija	112,3	441,5	597,6	156,2	264,5	311,6	225,4	206,0
Garantizado renta variable	1.995,2	1.037,0	-1.310,4	140,2	345,1	335,9	263,9	381,2
Fondos globales	1.156,2	467,7	-1.632,1	-366,8	-494,5	-153,2	205,4	152,7
De gestión pasiva	-	-	-	-	-	-	193,0	330,3
Retorno absoluto	-	-	-	-	-	-	62,2	131,0

¹ Fondos que han remitido estados reservados (no incluye por tanto fondos en proceso de disolución o liquidación).

Detalle de los rendimientos netos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	5,73	3,45	-4,09	-0,66	-0,71	-0,13	2,39	2,71
Renta fija	2,51	3,32	2,53	0,63	0,57	0,39	0,74	0,99
Renta fija mixta	5,30	2,98	-5,75	-0,94	-1,91	-0,91	3,72	4,43
Renta variable mixta	11,31	4,25	-23,30	-4,36	-9,30	-5,60	9,51	9,99
Renta variable euro	25,15	7,04	-47,02	-9,21	-14,08	-14,44	20,00	18,78
Renta variable internacional	12,04	2,00	-49,55	-11,67	-20,91	-9,83	16,86	14,22
Garantizado renta fija	1,67	3,25	3,39	0,91	1,48	1,64	1,23	0,99
Garantizado renta variable	5,86	3,65	-1,88	0,78	1,65	1,48	1,23	1,74
Fondos globales	4,84	2,57	-7,36	-1,90	-4,01	-1,16	4,67	5,17
De gestión pasiva	-	-	-	-	-	-	14,13	11,63
Retorno absoluto	-	-	-	-	-	-	1,67	2,44
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	1,04	1,00	0,87	0,22	0,22	0,21	0,21	0,23
Renta fija	0,63	0,61	0,58	0,15	0,17	0,15	0,15	0,16
Renta fija mixta	1,21	1,13	1,14	0,30	0,29	0,29	0,29	0,31
Renta variable mixta	1,63	1,54	1,54	0,39	0,39	0,38	0,39	0,40
Renta variable euro	1,74	1,65	1,60	0,39	0,42	0,40	0,43	0,45
Renta variable internacional	1,86	1,79	1,69	0,41	0,42	0,39	0,44	0,45
Garantizado renta fija	0,75	0,62	0,49	0,13	0,14	0,13	0,14	0,15
Garantizado renta variable	1,34	1,30	1,29	0,33	0,35	0,33	0,33	0,34
Fondos globales	1,26	1,16	1,04	0,27	0,28	0,27	0,28	0,31
De gestión pasiva	-	-	-	-	-	-	0,15	0,17
Retorno absoluto	-	-	-	-	-	-	0,28	0,30
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,09	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,10	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,11	0,10	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable euro	0,11	0,10	0,10	0,03	0,03	0,03	0,02	0,02
Renta variable internacional	0,12	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,09	0,08	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,11	0,10	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Fondos globales	0,10	0,10	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	-	-	-	-	-	-	0,02	0,02
Retorno absoluto	-	-	-	-	-	-	0,02	0,02

Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por tipo de fondo

CUADRO 3.11

En %	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III
Total fondos de inversión	5,59	2,73	-4,21	-0,79	-0,96	-0,32	2,43	2,80
Renta fija	1,95	2,68	2,06	0,48	0,45	0,23	0,55	0,88
Renta fija mixta	4,18	2,01	-7,14	-1,29	-2,43	-1,51	3,48	4,18
Renta variable mixta	10,34	2,79	-22,21	-4,73	-9,02	-5,66	9,86	10,18
Renta variable euro	27,33	6,05	-39,78	-10,04	-17,45	-13,02	23,34	19,76
Renta variable internacional	13,21	1,31	-41,71	-11,95	-20,82	-6,60	20,08	15,15
Garantizado renta fija	0,83	2,80	3,29	0,80	1,45	1,14	0,94	1,31
Garantizado renta variable	4,66	2,46	-2,61	0,42	1,50	1,11	0,85	1,40
Fondos globales	4,01	1,58	-8,64	-2,17	-3,88	-1,33	4,90	5,18
De gestión pasiva	-	-	-	-	-	-	16,50	12,09
Retorno absoluto	-	-	-	-	-	-	1,54	1,90

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III ¹
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	21	1.127	1.589	1.583	1.589	1.551	1.768	1.799
Patrimonio (millones de euros)	24,4	445,8	539,4	597,7	539,4	451,4	536,9	557,4
Suscripciones (millones de euros)	24,4	380,8	390,4	8,2	21,6	23,5	71,6	22,2
Reembolsos (millones de euros)	0,1	2,6	256,7	14,5	47,6	108,3	17,5	14,2
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	24,3	164,7	134,3	-6,3	-26,0	-84,8	54,1	8,0
Rendimientos netos (millones euros)	0,1	0,2	-39,1	-2,8	-30,9	2,7	25,7	14,5
Rentabilidad (en %)	n.s.	0,84	-4,82	-0,29	-3,59	-0,40	8,12	2,95
Rendimientos de gestión (%) ²	n.s.	0,57	-2,51	-0,31	-6,29	0,31	5,84	3,34
Gastos comisión de gestión (%) ²	n.s.	1,39	2,50	0,57	0,78	0,65	0,75	0,47
Gastos de financiación (%) ²	n.s.	0,33	0,16	0,05	0,02	0,02	0,03	0,02
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	2	3.950	8.151	9.739	8.151	5.646	5.577	5.286
Patrimonio (millones de euros)	0,6	1.000,6	1.021,3	1.427,5	1.021,3	775,2	709,5	678,1
Suscripciones (millones de euros)	0,6	1.071,2	967,3	165,9	161,5	35,5	44,7	-
Reembolsos (millones de euros)	0,0	65,9	616,6	101,5	215,9	294,6	387,9	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	0,6	1.005,5	350,7	64,4	-54,4	-259,1	-343,2	-
Rendimientos netos (millones euros)	0,0	-9,6	-245,7	-29,6	-244,9	13,1	32,0	-
Rentabilidad (en %)	n.s.	-0,43	-17,80	-7,56	-9,84	1,34	2,59	1,92
Rendimientos de gestión (%) ³	n.s.	-1,36	-17,84	-1,88	-18,14	1,91	2,86	-
Gastos comisión de gestión (%) ³	n.s.	1,15	1,63	0,36	0,45	0,35	0,37	-
Gastos comisión de depósito (%) ³	n.s.	0,06	0,11	0,02	0,03	0,03	0,03	-

1 Datos disponibles: agosto 2009. Rentabilidad calculada para el período junio-agosto.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

n.s.: Dato no significativo.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 3.13

	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III
NÚMERO DE CARTERAS								
Fondos de inversión	2.850	2.954	2.943	2.954	2.943	2.898	2.808	2.705
Sociedades de inversión	3.049	3.181	3.240	3.261	3.240	3.226	3.194	3.159
IIC de IIC de inversión libre	2	31	40	41	40	40	40	40
IIC de inversión libre	5	21	24	25	24	26	26	27
Fondos de inversión inmobiliaria	9	9	9	9	9	9	8	8
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	9	9	8	9	9	9	8
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	270.406,3	255.040,9	175.850,2	197.305,6	175.850,2	168.829,6	167.161,0	169.458,4
Sociedades de inversión	28.992,7	30.300,0	24.038,8	26.149,4	24.038,8	23.132,7	23.941,7	24.966,5
IIC de IIC de inversión libre	0,6	1.000,6	1.021,3	1.427,5	1.021,3	775,2	709,5	-
IIC de inversión libre	24,4	445,8	539,4	597,7	539,4	451,4	536,9	-
Fondos de inversión inmobiliaria	8.595,9	8.608,5	7.406,9	8.166,7	7.406,9	6.758,1	6.547,2	6.494,3
Sociedades de inversión inmobiliaria	456,1	512,9	371,9	363,8	371,9	369,2	360,7	313,0

1 A partir del II trimestre 2009, se considera gestionado por SGIIC el 100% del patrimonio de las SICAV cogestionadas por SGIIC y otra/s distintas de SGIIC.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2006	2007	2008	2008		2009		
				III	IV	I	II	III
VOLUMEN DE INVERSIÓN² (millones de euros)	44.102,9	37.092,7	18.169,3	22.046,4	18.169,3	14.639,3	n.d.	n.d.
Fondos	12.099,3	7.010,3	2.463,8	3.064,6	2.463,8	1.661,8	n.d.	n.d.
Sociedades	32.003,5	30.082,4	15.705,5	18.981,8	15.705,5	12.977,6	n.d.	n.d.
Nº DE INVERSORES	779.165	850.931	592.994	648.457	592.994	510.695	n.d.	n.d.
Fondos	144.139	142.782	104.287	112.064	104.287	75.486	n.d.	n.d.
Sociedades	635.026	708.149	488.707	536.393	488.707	435.209	n.d.	n.d.
Nº DE INSTITUCIONES	340	440	563	535	563	566	n.d.	n.d.
Fondos	164	225	312	290	312	313	n.d.	n.d.
Sociedades	176	215	251	245	251	253	n.d.	n.d.
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	189	229	274	265	274	275	n.d.	n.d.
Francia	83	122	161	148	161	161	n.d.	n.d.
Irlanda	46	52	63	63	63	64	n.d.	n.d.
Alemania	12	15	16	16	16	17	n.d.	n.d.
Reino Unido	6	12	14	14	14	14	n.d.	n.d.
Holanda	1	1	1	1	1	1	n.d.	n.d.
Austria	1	5	28	22	28	28	n.d.	n.d.
Bélgica	1	3	5	5	5	5	n.d.	n.d.
Malta	1	1	1	1	1	1	n.d.	n.d.

1 Desde diciembre 2008 no se incluyen los datos volumen de inversión y número de inversores de los ETF.

2 Volumen de inversión: Importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del periodo, por su valor en euros en dicha fecha.

n.d.: Dato no disponible.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 3.15

	2006	2007	2008	2008		2009		
				IV	I	II	III	IV ¹
FONDOS								
Número	9	9	9	9	9	8	8	8
Partícipes	150.304	145.510	97.390	97.390	95.284	89.461	87.903	87.746
Patrimonio (millones de euros)	8.595,9	8.608,5	7.406,9	7.406,9	6.758,1	6.547,2	6.494,3	6.508,7
Rentabilidad (%)	6,12	1,27	0,69	-1,70	-4,50	-1,23	-1,37	-0,52
SOCIEDADES								
Número	8	9	9	9	9	9	8	8
Accionistas	749	843	937	937	938	937	929	929
Patrimonio (millones de euros)	456,1	512,9	371,9	371,9	369,1	360,7	313,0	311,7

1 Datos disponibles: octubre 2009. En este caso, la rentabilidad es mensual.

