



BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre II
2007



BOLETÍN DE LA CNMV

Trimestre II

2007

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

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

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

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

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

ISSN: 1887-7044

Depósito Legal: M-31280-2007

Impreso en: Técnicas Gráficas Forma S.A.

Índice

I Informes y análisis	9
Informe de coyuntura de mercados	11
Inversiones corporativas y efecto sobre el endeudamiento de las sociedades cotizadas	35
Óscar Casado Galán y Marta Ortega Arranz	
Consideraciones acerca de la Oficina de Atención al Inversor	59
Juan Pablo Martín Martín	
II Estudios	87
¿Son eficaces las suspensiones de negociación?	89
Evidencia empírica con datos de la CNMV para el periodo 2000-2005	
Elías López Blanco	
La relación entre el valor de la empresa y su estructura accionarial	109
Carlos L. Aparicio Roqueiro	
Valor de realización de los activos de renta fija privada en los fondos de inversión	127
Nuria Baena Tovar	
III Informes internacionales	145
Informe de IOSCO sobre principios de valoración de las carteras de los <i>hedge funds</i>	147
Marta I. Garcés Hernández	
Régimen de actuación transfronteriza (pasaportes) según la MiFID	165
Sonia Martínez Camarena	
Recomendaciones de CESR sobre incentivos en el ámbito de la MiFID	177
Patricia Rodríguez Fernández de Castro	
IV Novedades regulatorias	197
La nueva normativa española sobre ofertas públicas de adquisición	199
Rosa González Vidal y Jorge Pereiró Couceiro	
V Anexo estadístico	235
VI Anexo legislativo	253

Abreviaturas

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

I Informes y análisis

Informe de coyuntura de mercados (*)

(*) Este artículo ha sido elaborado por la Dirección de Estudios y Estadísticas de la CNMV.

1 Panorámica general

La evolución de los mercados de valores internacionales en el segundo trimestre de 2007 estuvo condicionada por la modificación al alza de las expectativas de tipos de interés tanto en la zona euro como en Estados Unidos. En la zona euro, la nueva subida de los tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos, hasta el 4%, a comienzos de junio por parte del Banco Central Europeo confirmó las expectativas del mercado. Sin embargo, las declaraciones de la autoridad monetaria europea llevaron al mercado a elevar el nivel máximo esperado de tipos que, hasta entonces, había sido el 4,25%. En Estados Unidos, el temor a un aumento de la inflación por la favorable evolución de la economía norteamericana anuló las expectativas de futuras bajadas de tipos.

Ello fue el detonante de un proceso generalizado de venta masiva de bonos y de toma de beneficios en los mercados bursátiles. En los mercados de cambios se moderó la depreciación del dólar frente al euro. El incremento de las rentabilidades fue importante, especialmente en los mercados de deuda pública de la zona euro. Las curvas de tipos de interés de Estados Unidos y de la zona euro aumentaron el signo positivo de la pendiente.

En las principales bolsas internacionales, el cambio de escenario de tipos provocó una corrección de las ganancias acumuladas en abril y mayo. Pese a estos descensos, bolsas como la alemana y la norteamericana tuvieron subidas nada despreciables, del 17% y 9% respectivamente. Por el contrario, las bolsas italiana y española tuvieron subidas reducidas. En términos interanuales, todas las principales bolsas internacionales continuaron ofreciendo rendimientos atractivos, especialmente la bolsa alemana con una revalorización del 47%. La volatilidad se mantuvo en niveles históricos reducidos.

En el resto de las bolsas internacionales las ganancias fueron en general significativas, excepto la bolsa de Venezuela que continuó cayendo. Las bolsas de China y Perú continuaron subiendo con fuerza y los rendimientos anuales se situaron en niveles muy elevados.

El mercado bursátil español tuvo un comportamiento diferencial respecto a la zona euro. Como se ha comentado, las ganancias bursátiles fueron reducidas e inferiores a las registradas por la media de las bolsas de la zona euro. Además, se produjo un aumento moderado de la volatilidad. Las pérdidas registradas por el sector de “Servicios financieros e inmobiliarios” fueron las que más influyeron en el retroceso del IGBM. Las inmobiliarias se encuentran inmersas en un proceso de corrección de las elevadísimas revalorizaciones acumuladas en los dos últimos años. La actividad del mercado bursátil español continuó siendo muy elevada con una contratación media diaria que volvió a superar los seis mil millones de euros.

Síntesis de indicadores financieros

CUADRO 1

	dic-2005	dic-2006	I 07	II 07*
Tipos de interés a corto plazo (%)¹				
Tipo de interés oficial	2,25	3,50	3,75	4,00
Euribor 3 meses	2,47	3,69	3,89	4,12
Euribor 12 meses	2,79	3,93	4,11	4,47
Tipos de cambio²				
Dólar / euro	1,18	1,32	1,33	1,34
Yen / euro	138,90	156,93	157,3	165,9
Tipos de interés a medio y largo plazo (%)³				
Rentabilidad deuda pública				
3 años	2,91	3,73	3,91	4,43
5 años	3,06	3,76	3,94	4,48
10 años	3,36	3,80	4,00	4,54
Prima de riesgo renta fija privada (puntos básicos)³				
3 años	25	31	26	26
5 años	42	37	27	29
10 años	54	46	38	39
Mercados de renta variable				
Rentabilidad de los principales índices bursátiles internacionales (%)⁴				
Euro Stoxx 50	21,3	15,1	1,5	8,7
Dow Jones	-0,6	16,3	-0,9	9,2
Nikkei	40,2	6,9	0,4	5,3
Rentabilidad de otros índices (%)				
Merval (Argentina)	12,2	35,5	0,6	5,9
Bovespa (Brasil)	27,7	32,9	3,0	18,0
Shanghai Comp (China)	-8,3	130,4	19,0	31,3
BSE (India)	38,3	41,0	-5,7	13,0
Mercado bursátil español				
Rentabilidad del Ibex 35 (%)	18,2	31,8	3,5	2,7
PER del Ibex 35 ⁵	12,9	14,3	14,0	13,9
Volatilidad del Ibex 35 (%) ⁶	10,6	13,1	14,6	16,8
Contratación en el SIBE ⁷	3.311,2	4.513,3	6.539,7	6.372,4
Resultados empresas cotizadas ⁸	22,0	23,3	nd	nd

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

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

nd: datos no disponibles.

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

2 Datos a final de periodo. Los datos del segundo trimestre de 2007 corresponden al 20 de junio.

3 Promedio de datos diarios. Los datos del segundo trimestre de 2007 abarcan un mes hasta el 20 de junio.

4 Porcentaje anual en 2005 y 2006. En 2007 se ofrecen las rentabilidades trimestrales acumuladas en cada periodo; en el segundo trimestre corresponde a la acumulada hasta el 20 de junio.

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

6 Volatilidad implícita at the money (ATM) del primer vencimiento. El dato del segundo trimestre de 2007 corresponde al 20 de junio.

7 Promedio diario, en millones de euros. Los datos del segundo trimestre de 2007 corresponden a abril y mayo.

8 Tasa de variación anual del EBITDA (resultado bruto de explotación) de las empresas cotizadas en el mercado continuo.

2 Entorno financiero exterior

2.1 Tipos de interés a corto plazo

Los tipos de interés oficiales subieron otros 25 puntos básicos en una decisión del Banco Central Europeo del 6 de junio. El tipo marginal de la subasta semanal se situó en el 4%. Ello supuso acumular un incremento del 2% desde el inicio de las subidas de tipos en diciembre de 2005. Los tipos de interés del mercado monetario de la zona euro recogieron esta subida con incrementos de 25-35 puntos básicos (véase cuadro 2). El Euribor a 12 meses alcanzó el 4,47% en junio, lo que supone un aumento de más de un 1% respecto a hace un año.

La subida de los tipos de interés oficiales era esperada por el mercado. No así el mensaje de la autoridad monetaria europea al señalar que la política monetaria seguía siendo acomodaticia dada la prevalencia de riesgos para la estabilidad de precios en el medio plazo y el positivo entorno económico de la zona euro. Esto provocó un cambio en las expectativas de subida de los tipos de interés oficiales: el nivel máximo aumentó hasta el 4,5% desde el 4,25% anterior.

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 2

	dic-04	dic-05	dic-06	jun-06	sep-06	dic-06	mar-06	jun-07 ²
Zona euro								
Oficial ³	2,00	2,25	3,50	2,75	3,00	3,50	3,75	4,00
3 meses	2,17	2,47	3,69	2,99	3,34	3,69	3,89	4,12
6 meses	2,21	2,60	3,79	3,16	3,53	3,79	4,00	4,26
12 meses	2,30	2,79	3,93	3,40	3,72	3,93	4,11	4,47
EEUU								
Oficial ⁴	2,25	4,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
3 meses	2,50	4,49	5,36	5,38	5,38	5,36	5,35	5,36
6 meses	2,72	4,67	5,35	5,49	5,41	5,35	5,32	5,39
12 meses	3,02	4,84	5,24	5,60	5,38	5,24	5,20	5,43
Japón								
Oficial ⁵	0,15	0,15	0,25	0,15	0,25	0,25	0,50	0,50
3 meses	0,05	0,07	0,56	0,33	0,42	0,56	0,70	0,71
6 meses	0,07	0,08	0,63	0,42	0,48	0,63	0,72	0,81
12 meses	0,09	0,12	0,74	0,58	0,60	0,74	0,78	0,94

Fuente: Thomson Datastream.

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

2 El dato corresponde al promedio desde el 21 de mayo al 20 de junio.

3 Tipo marginal de la subasta semanal.

4 Tipo de los fondos federales.

5 Tipo de la política monetaria.

Este ajuste de expectativas de los tipos de interés en la zona euro se puede apreciar en el cuadro 3 que recoge la evolución de los tipos de interés forward (FRA) a tres meses. Las subidas fueron significativas respecto a los niveles de finales de marzo, entre 25 y 55 puntos básicos. El FRA 12x15 se situó en el 4,77% y el diferencial con el contado aumentó hasta los 60 puntos básicos desde los 30 puntos básicos de finales de marzo.

Tipos de interés forward (FRA) a tres meses¹

CUADRO 3

	dic-04	dic-05	dic-06	jun-06	sep-06	dic-06	mar-06	jun-07 ²
Zona euro								
Contado	2,16	2,49	3,73	3,06	3,42	3,73	3,92	4,16
FRA 3x6	2,23	2,74	3,94	3,38	3,69	3,94	4,13	4,37
FRA 6x9	2,36	2,91	4,07	3,63	3,78	4,07	4,21	4,57
FRA 9x12	2,49	3,00	4,13	3,78	3,81	4,13	4,25	4,68
FRA 12x15	2,64	3,07	4,13	3,86	3,79	4,13	4,23	4,77
EEUU								
Contado	2,56	4,54	5,36	5,48	5,37	5,36	5,35	5,36
FRA 3x6	2,95	4,81	5,31	5,59	5,30	5,31	5,25	5,35
FRA 6x9	3,22	4,84	5,21	5,60	5,15	5,21	5,06	5,35
FRA 9x12	3,41	4,81	5,06	5,57	4,99	5,06	4,87	5,31
FRA 12x15	3,57	4,76	4,94	5,53	4,85	4,94	4,74	5,29

Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos a final de periodo.

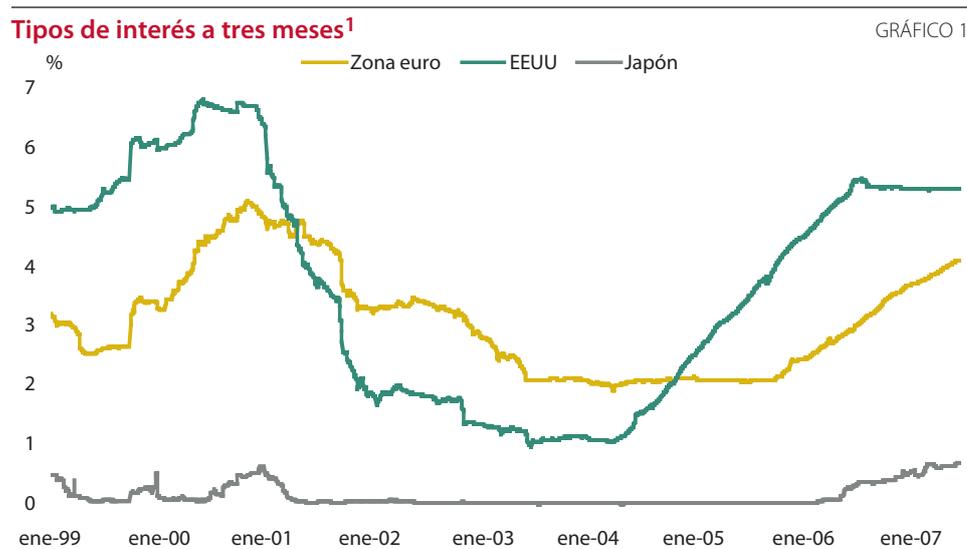
2 El dato corresponde al 20 de junio.

En Estados Unidos, también se produjo un replanteamiento de las expectativas sobre los tipos de interés. Los positivos datos económicos de crecimiento de la economía norteamericana y el temor a un repunte de la inflación anularon las expectativas de futuras bajadas de los tipos de interés oficiales. El mercado pasó a apostar por el mantenimiento de los tipos de interés oficiales en el actual 5,25% en el plazo de un año.

La pendiente del tramo corto de la curva de tipos norteamericana (diferencial entre los plazos de 12 y 3 meses) pasó de ser negativa en 15 puntos a finales de marzo a ser positiva en 5-10 puntos básicos en junio (véase cuadro 2). Los FRA 12x15 a tres meses se incrementaron en 55 puntos básicos y el diferencial con el contado se situó en -5 puntos básicos en junio cuando en marzo era de -60 puntos básicos (véase cuadro 3).

En Japón, los tipos de interés oficiales se mantuvieron en el 0,50% ya que el crecimiento económico siguió siendo débil y los indicadores de precios no mostraron síntomas de aumento.

En consonancia con las decisiones monetarias adoptadas, los tipos de interés del mercado monetario en el plazo de tres meses continuaron aumentando en la zona euro y se mantuvieron estables en Estados Unidos y en Japón (véase gráfico 1).



Fuente: Thomson Datastream.

1. Datos hasta el 20 de junio.

2.2 Tipos de cambio

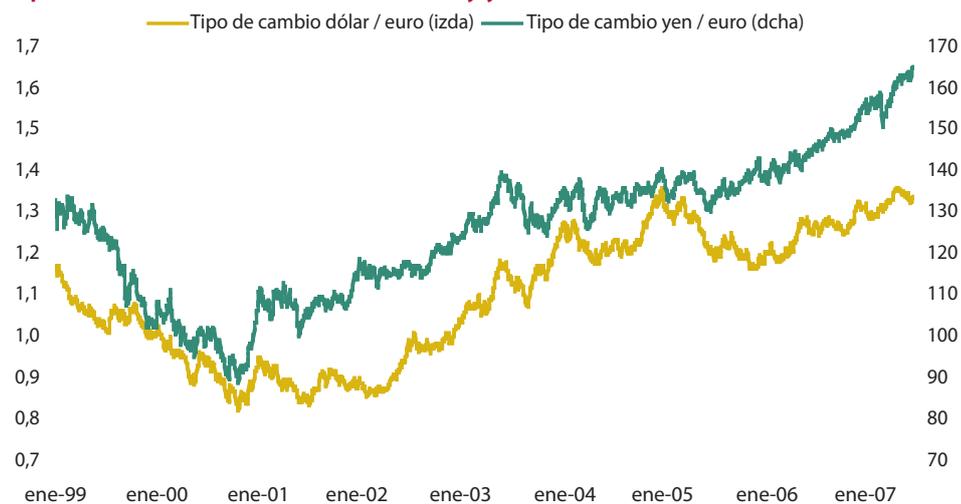
La depreciación del dólar frente al euro que viene produciéndose desde mediados de 2001 continuó en el segundo trimestre de 2007. No obstante, la depreciación fue inferior a la registrada en los dos trimestres anteriores por la anulación de expectativas de bajada de tipos en Estados Unidos (véase gráfico 2). El tipo de cambio se situó en 1,34 \$/euro en junio aunque entre mediados de abril y mayo se había mantenido más alto, en 1,36 \$/euro. La depreciación en el segundo trimestre fue del 0,82% respecto a finales de marzo; respecto a diciembre

de 2006 el dólar acumuló una depreciación del 1,95%. La depreciación acumulada desde mediados de 2001 alcanzó el 60%.

Los diferenciales de crecimiento y tipos de interés, actuales y esperados, entre la zona euro y Japón intensificaron la tendencia depreciatoria del yen frente al euro en el segundo trimestre de 2007 (véase gráfico 2). El tipo de cambio existente a comienzos de junio, 165,9 ¥/euro, supuso una depreciación del yen del 5,4% respecto a finales de marzo. En el primer trimestre la depreciación había sido del 0,3%.

Tipo de cambio del euro frente al dólar y yen¹

GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream.

1. Datos hasta el 20 de junio.

2.3 Tipos de interés a largo plazo

En el segundo trimestre de 2007 se intensificaron las ventas en los mercados de deuda pública de Estados Unidos y de la zona euro. El incremento de las rentabilidades de medio y largo plazo se inició a mediados de mayo, cuando los mercados empezaron a anticipar futuras subidas de los tipos de interés oficiales en la zona euro y a predominar los temores a una subida de la inflación en Estados Unidos.

En la zona euro, las rentabilidades medias mensuales se incrementaron 50-55 puntos básicos en todos los plazos. En Estados Unidos, las subidas fueron algo inferiores pero igualmente importantes, de 45 puntos básicos también en todos los tramos de medio y largo plazo de la curva de tipos (véase cuadro 4). Si tomamos datos diarios es de destacar que la rentabilidad del bono a diez años de Estados Unidos se situó por encima del 5% desde la primera semana de junio, un nivel que no se superaba desde finales de julio de 2006. Como consecuencia, el diferencial de tipos de interés a largo plazo entre Estados Unidos y la zona euro continuó estrechándose. Tomando las rentabilidades medias mensuales, la reducción fue de casi 10 puntos básicos respecto a marzo, situándose en un diferencial de 50-55 puntos básicos.

Las ventas de títulos de deuda pública también se extendieron a Japón aunque en menor medida que en la zona euro y Estados Unidos. El incremento de las rentabilidades medias mensuales hasta junio fue de 20-25 puntos básicos en todos los plazos respecto a marzo.

Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo ¹

CUADRO 4

	dic-04	dic-05	dic-06	jun-06	sep-06	dic-06	mar-07	jun-07 ²
Zona euro								
3 años	2,51	2,86	3,75	3,56	3,60	3,75	3,92	4,43
5 años	2,92	3,06	3,77	3,73	3,63	3,77	3,90	4,45
10 años	3,65	3,37	3,80	3,99	3,76	3,80	3,95	4,49
EEUU								
3 años	3,20	4,39	4,59	5,09	4,69	4,59	4,51	4,94
5 años	3,60	4,39	4,54	5,06	4,67	4,54	4,48	4,95
10 años	4,23	4,46	4,57	5,11	4,72	4,57	4,56	5,02
Japón								
3 años	0,24	0,46	0,93	0,99	0,81	0,93	0,90	1,14
5 años	0,57	0,86	1,22	1,36	1,15	1,22	1,18	1,43
10 años	1,40	1,53	1,64	1,86	1,66	1,64	1,62	1,82

Fuente: Reuters.

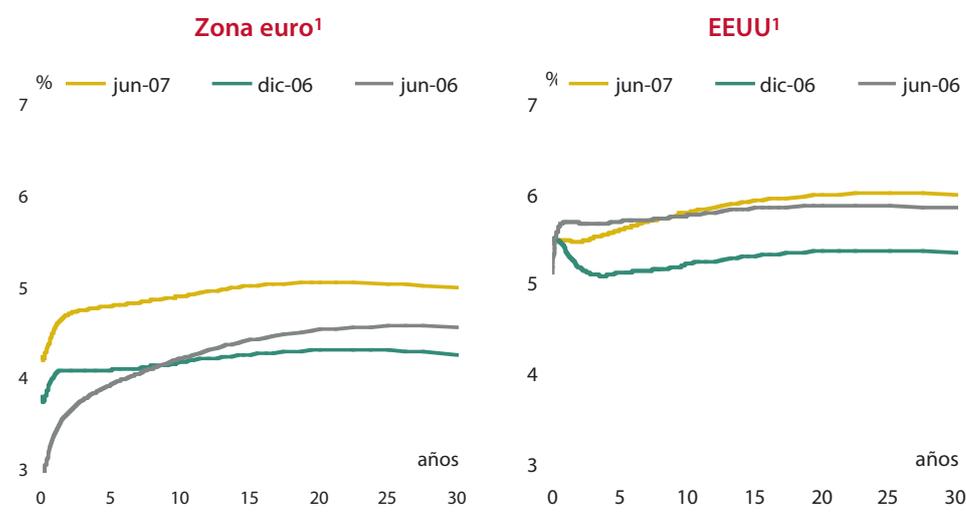
¹ Promedio de datos diarios.

² El dato corresponde al promedio desde el 21 de mayo al 20 de junio.

Las curvas de tipos cupón cero recogidos en los gráficos 3 muestran con claridad la evolución de los tipos de interés comentadas anteriormente. En la zona euro, entre diciembre de 2006 y junio de 2007 se produjo un desplazamiento al alza de la curva respecto a diciembre de 2006 de 45-55 puntos básicos en el tramo corto de la curva (hasta 1,5 años) y de 60-70 puntos básicos en el resto de plazos. En Estados Unidos, el principal cambio en ese periodo fue el incremento de la pendiente positiva de la curva que, entre los plazos de dos y diez años, pasó a ser de 30-35 puntos básicos en junio frente a los 5 puntos básicos de diciembre de 2006.

Curva de tipos cupón cero

GRÁFICO 3



Fuente: Reuters.

¹ Los datos de junio corresponden al día 20.

En los mercados de renta fija privada de la zona euro, las primas de riesgo crediticio siguieron descendiendo como viene ocurriendo desde mediados de 2006. Hay que destacar que las primas de todos los plazos son las más bajas desde diciembre de 2004. El diferencial de rentabilidades BBB-AAA de largo plazo se situó en 60 puntos básicos, 25 puntos básicos por debajo de los existentes a finales de 2006 (véase cuadro 5). En Estados Unidos, el comportamiento de las primas de riesgo crediticio siguió siendo más volátil en el tiempo (véase gráfico 4) y desigual por plazos. En el plazo de diez años sí parece que la tendencia desde hace un año es de reducción, si bien el nivel de las primas se mantuvo claramente por encima de las de la zona euro.

Primas de riesgo crediticio: diferencial BBB-AAA ¹

CUADRO 5

Puntos básicos	dic-04	dic-05	dic-06	jun-06	sep-06	dic-06	mar-07	jun-07 ²
Zona euro								
3 años	49	43	37	38	41	37	32	28
5 años	61	53	53	57	56	53	45	42
10 años	68	77	84	95	89	84	71	61
EEUU								
3 años	63	37	54	51	54	54	70	63
5 años	71	63	68	68	71	68	80	70
10 años	81	108	96	104	103	96	98	87

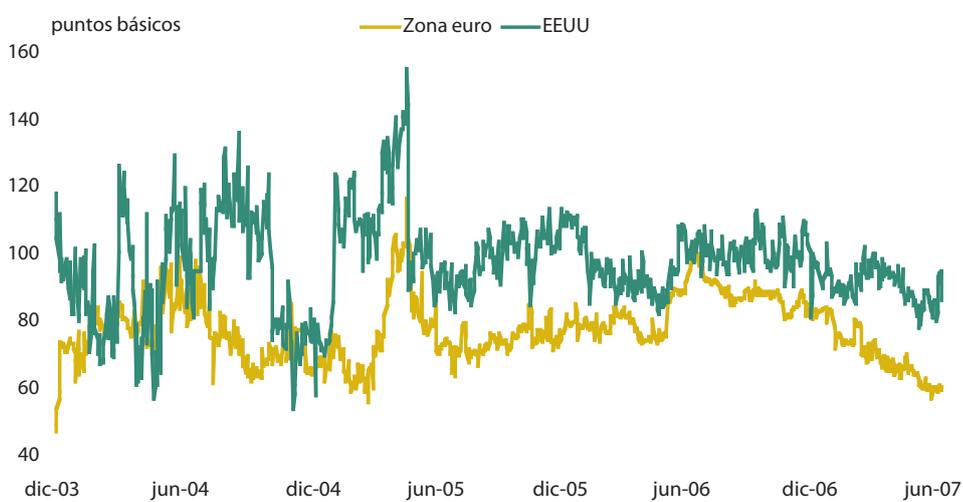
Fuente: Reuters.

1 Promedio de datos diarios.

2 Los datos corresponden al promedio entre el 21 de mayo y el 20 de junio.

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

GRÁFICO 4



Fuente: Reuters.

1. Datos hasta el 20 de junio.

2.4 Las Bolsas internacionales

Los principales índices bursátiles internacionales retomaron la tendencia alcista en el segundo trimestre de 2007 tras las correcciones registradas a finales de febrero (véase gráfico 5). Las ganancias fueron superiores a las registradas en el primer trimestre (véase cuadro 6) pese a la toma de beneficios que se produjo a comienzos de junio. Esta corrección estuvo causada por la revisión al alza de las expectativas

de tipos de interés tanto en la zona euro como en Estados Unidos. No obstante, ello no provocó un aumento de la volatilidad que se mantuvo en niveles históricos reducidos (véase gráfico 6 y cuadro 7). La bolsa española fue la excepción a esta pauta general de comportamiento. El Ibex 35 tuvo unas ganancias inferiores a las del primer trimestre y la volatilidad experimentó un ligero repunte (véase apartado 4).

En la zona euro, la bolsa alemana continuó ofreciendo los mejores resultados, con una subida importante del Dax 30, del 17% hasta el 20 de junio. Las ganancias del Euro Stoxx 50, Euronext 100 y el Cac 40 francés estuvieron entre el 7,5%-8,5%. Los resultados más moderados volvieron a registrarse en la bolsa italiana, con una subida trimestral del Mib 30 del 2,8% hasta el 20 de junio. En Estados Unidos, las subidas fueron significativas, más del 9%, y permitieron compensar la desfavorable evolución del primer trimestre. En Japón, las ganancias fueron inferiores a la media del resto de bolsas internacionales.

En términos interanuales, los principales mercados bursátiles internacionales siguieron registrando unas rentabilidades atractivas para los inversores. Destacan el Dax 30 alemán, con un 47,3%, y el Ibex 35, con un 35,4%.

Las revalorizaciones acumuladas desde el inicio de la etapa alcista en las principales bolsas internacionales en abril de 2003 son muy significativas: 153% el Ibex 35, 128% el Nikkei, 120% el Euro Stoxx 50 y 67% el Dow Jones. En el anterior periodo alcista, que comenzó en mayo de 1995 y se extendió hasta marzo de 2000, las rentabilidades fueron bastante superiores excepto en el Nikkei: 337% el Ibex 35, 29% el Nikkei, 321% el EuroStoxx 50 y 144% el Dow Jones.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles

CUADRO 6

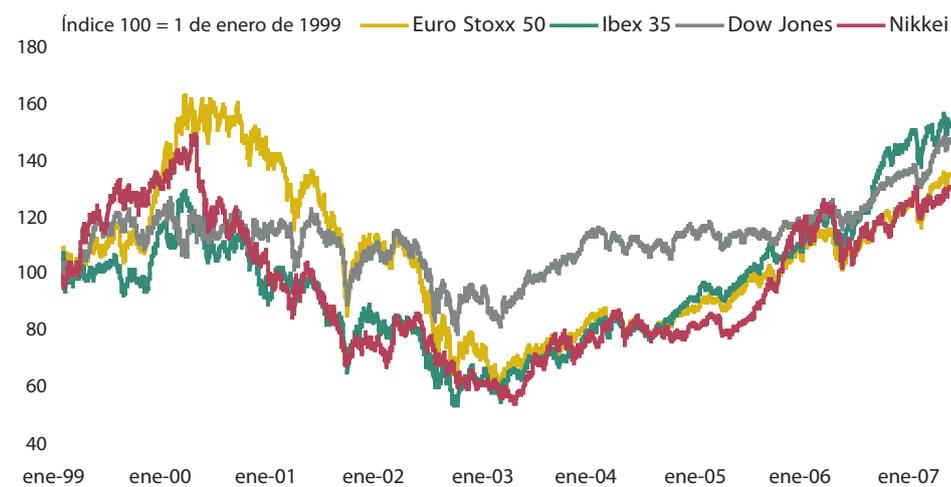
	Índice	2005	2006	I 07	2007 – jun ¹		
					% trim	% s/dic 06	% anual
Mundo							
	MSCI World	7,6	18,0	2,1	6,4	8,6	26,8
Zona euro							
	Euro Stoxx 50	21,3	15,1	1,5	8,7	10,3	29,3
	Euronext 100	23,2	18,8	3,1	7,7	11,0	31,2
Alemania	Dax 30	27,1	22,0	4,9	17,0	22,6	47,3
Francia	Cac 40	23,4	17,5	1,7	8,1	10,0	27,7
Italia	Mib 30	13,3	17,5	0,3	2,8	3,2	21,9
España	Ibex 35	18,2	31,8	3,5	2,7	6,3	35,4
Reino Unido							
	FTSE 100	16,7	10,7	1,4	5,4	6,9	17,5
Estados Unidos							
	Dow Jones	-0,6	16,3	-0,9	9,2	8,2	22,9
	S&P 500	3,0	13,6	0,2	6,5	6,7	22,0
	Nasdaq-Cpte	1,4	9,5	0,3	7,4	7,6	23,4
Japón							
	Nikkei 225	40,2	6,9	0,4	5,3	5,7	24,3
	Topix	43,5	1,9	1,9	4,1	6,1	18,1

Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 20 de junio. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 20 de junio y el 30 de marzo.

Evolución de los principales índices bursátiles ¹

GRÁFICO 5



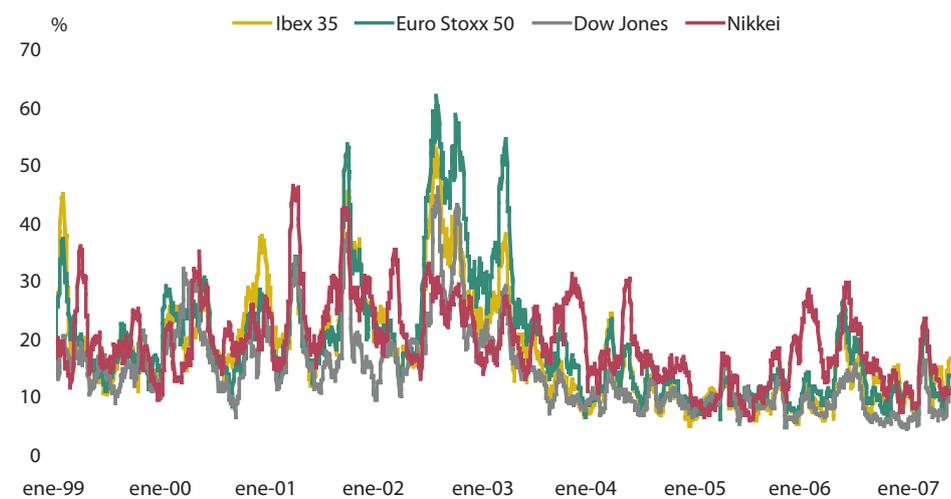
Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 20 de junio.

En las bolsas de los países emergentes el comportamiento general del segundo trimestre fue similar al del resto de principales mercados internacionales, esto es, de aumento de las rentabilidades respecto al primer trimestre. No obstante, los resultados fueron muy dispares. La bolsa venezolana siguió corrigiendo las elevadas ganancias registradas en 2006 y tuvo una caída del 19,2%. Por el contrario, las bolsas de China y Perú continuaron subiendo con fuerza en el segundo trimestre y acumularon unas ganancias anuales espectaculares (véase cuadro 8). También son muy importantes las ganancias anuales de las bolsas de Croacia, Filipinas, Méjico y Polonia.

Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles ¹

GRÁFICO 6



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 20 de junio.

Evolución de la volatilidad histórica de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 7

%	1999-2003	2004-2006	2004	2005	2006	I 07	II 07 ²
Euro Stoxx 50	25,08	12,57	13,36	10,73	13,61	13,27	12,11
Dow Jones	18,83	9,95	10,52	9,95	9,40	9,39	8,62
Nikkei	22,95	16,17	17,29	12,14	19,08	14,24	13,65
Ibex 35	23,09	11,48	12,15	9,86	12,43	13,00	13,86

Fuente: Thomson Datastream.

1 Promedio de datos diarios.

2 El último dato disponible corresponde al 20 de junio.

Rentabilidad de otros índices bursátiles internacionales

CUADRO 8

Índice	2005	2006	I 07	2007 – jun ¹			
				% trim	% s/dic 06	% anual	
Latinoamérica							
Argentina	Merval	12,2	35,5	0,6	5,9	6,5	43,6
Brasil	Bovespa	27,7	32,9	3,0	18,0	21,5	60,6
Chile	IGPA	2,7	34,4	7,6	10,2	18,5	53,0
Méjico	IPC	37,8	48,6	8,7	9,8	19,3	77,4
Perú	IGRA	29,4	168,3	33,2	29,1	71,9	184,4
Venezuela	IBC	-31,9	156,1	-6,3	-19,2	-24,3	29,8
Asia							
China	Shangai Comp	-8,3	130,4	19,0	31,3	56,3	162,6
India	BSE	38,3	41,0	-5,7	13,0	6,6	48,8
Corea del Sur	Korea Cmp Ex	54,0	4,0	1,3	22,8	24,4	45,5
Filipinas	Manila Comp	15,0	42,3	7,4	16,1	24,7	79,8
Hong Kong	Hang Seng	4,5	34,2	-0,8	9,5	8,6	38,9
Indonesia	Yakarta Comp	16,2	55,3	1,4	18,0	19,7	66,9
Malasia	Kuala Lumpur Comp	-0,8	21,8	13,7	11,2	26,5	55,8
Singapur	SES All-S'Pore	13,6	27,2	8,2	12,3	21,5	55,9
Tailandia	Bangkok SET	6,8	-4,7	-0,9	15,3	14,3	20,1
Taiwan	Taiwan Weighted Pr.	6,7	19,5	0,8	11,1	11,9	37,6
Europa del este							
Rusia	Russian RTS Index	83,3	70,7	0,7	-1,0	-0,3	40,7
Polonia	Warsaw G. Index	33,7	41,6	14,1	12,9	28,8	74,6
Rumania	Romania BET	50,9	22,2	6,2	7,3	13,9	37,0
Bulgaria	Sofix	32,0	48,3	4,4	6,6	11,3	54,5
Hungría	BUX	41,0	19,5	-5,7	14,3	7,7	42,1
Croacia	CROBEX	26,4	62,2	32,0	13,2	49,4	93,1

Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 20 de junio. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 20 de junio y el 30 de marzo.

Al margen de la rentabilidad generada por la evolución de las cotizaciones bursátiles se ha de considerar la derivada del pago de dividendos. En la zona euro, esta rentabilidad por dividendo descendió en el segundo trimestre, aunque siguió siendo igual o superior a la de finales de 2006, excepto en el Mib 30 italiano y el Ibex 35. A 20 de junio, la rentabilidad por dividendo superaba el 3% en todos los índices bursátiles de la zona euro, excepto en el Dax 30 alemán y el Ibex 35. En Estados Unidos también descendió algo en el segundo trimestre, situándose en torno al 2%. En Japón, la rentabilidad por dividendo continuó siendo la más reducida, pese a que se incrementó ligeramente en el segundo trimestre, hasta el 1,2% (véase cuadro 9).

Rentabilidad por dividendo de los principales índices bursátiles

CUADRO 9

%	2004	2005	2006	jun-06	sep-06	dic-06	mar-07	jun-07 ¹
S&P 500	1,84	1,94	1,91	2,10	1,98	1,91	2,13	2,02
Topix	1,11	0,95	1,11	1,16	1,17	1,11	1,11	1,21
Euro Stoxx 50	3,17	3,28	3,52	3,91	3,60	3,52	3,92	3,64
Euronext 100	3,22	3,23	3,32	3,86	3,52	3,32	3,63	3,55
FTSE 100	3,61	3,59	3,77	3,91	3,94	3,77	3,88	3,82
Dax 30	1,96	2,17	2,29	2,70	2,47	2,29	2,77	2,56
Cac 40	3,32	3,43	3,79	4,26	3,91	3,79	4,26	4,12
Mib 30	3,17	3,53	3,67	4,12	4,00	3,67	3,88	3,47
Ibex 35	2,77	3,08	3,02	3,33	2,94	3,02	3,19	2,98

Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos a 20 de junio.

El incremento de las cotizaciones bursátiles fue superior al crecimiento de los beneficios empresariales. En el segundo trimestre de 2007, la ratio de precios sobre beneficios (PER) volvió a aumentar de forma que en junio de 2007 los PER de los índices bursátiles de la zona euro y del S&P 500 norteamericano se situaron un 1,5 puntos por encima de los niveles de junio de 2006 (véase cuadro 10). No obstante, estos PER siguieron estando por debajo de la media histórica entre 1999 y 2006 (véase gráfico 7 y 7.1). El PER del índice Topix, aunque creció en menor medida que el resto, continuó siendo el más elevado.

PER de los principales índices bursátiles

CUADRO 10

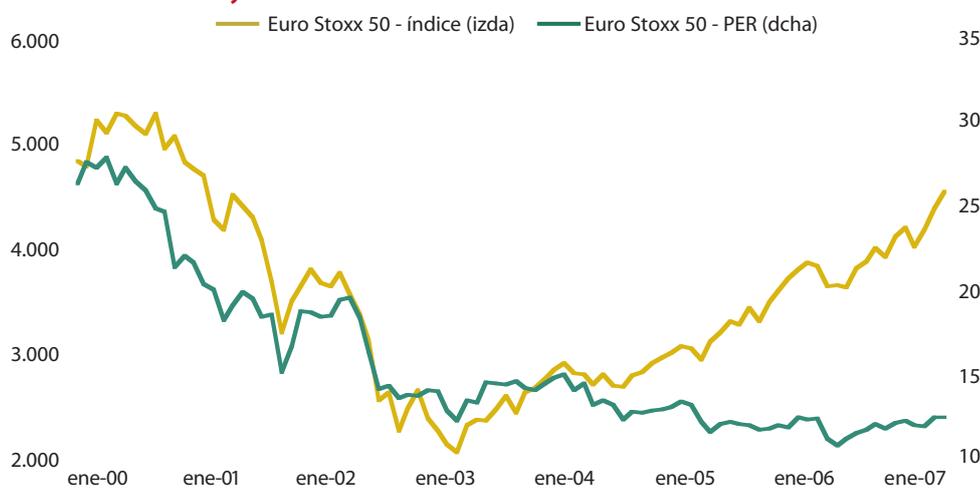
	2004	2005	2006	jun-06	sep-06	dic-06	mar-07	jun-07 ¹
S&P 500	16,36	14,85	15,07	13,60	14,25	15,07	14,66	15,18
Topix	15,68	19,52	17,80	17,27	16,70	17,80	17,59	17,91
Euro Stoxx 50	13,00	12,03	12,15	10,82	11,73	12,15	11,94	12,21
Euronext 100	13,06	12,46	12,93	11,53	12,47	12,93	13,00	13,47
FTSE 100	16,63	12,45	12,41	11,52	11,75	12,41	12,48	12,64
Dax 30	12,96	12,62	12,78	11,19	12,08	12,78	12,66	13,06
Cac 40	12,93	12,14	12,68	11,41	12,19	12,68	12,55	12,99
Mib 30	15,57	13,38	13,07	11,63	12,36	13,07	12,85	12,85
Ibex 35	13,78	12,88	14,29	12,30	13,35	14,29	14,04	13,91

Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos a 20 de junio.

Índices bursátiles y PER: Euro Stoxx 50

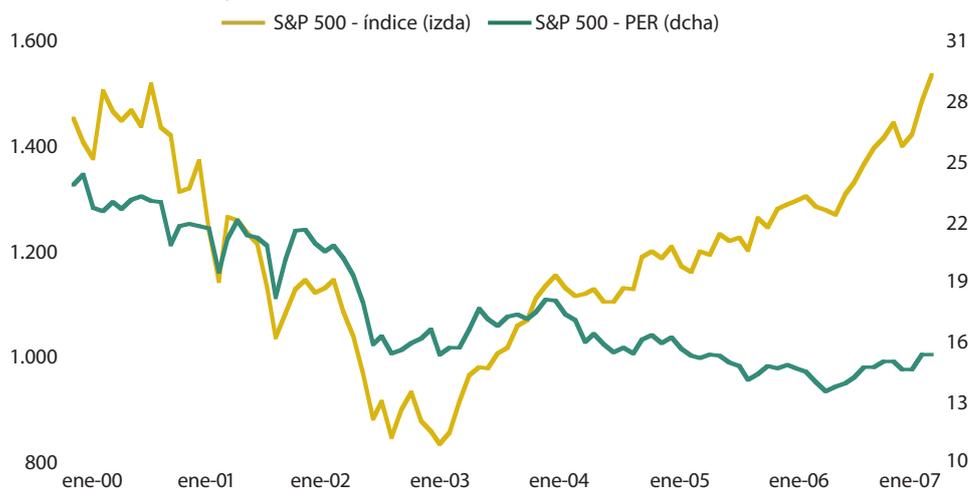
GRÁFICO 7



Fuente: Thomson Datastream.

Índices bursátiles y PER: S&P 500

GRÁFICO 7.1



Fuente: Thomson Datastream.

Los datos disponibles sobre el nivel de actividad en las principales bolsas internacionales corresponden al primer trimestre de 2007. La contratación en este periodo fue muy elevada en todas, en especial en las bolsas de la zona euro. En éstas últimas, la negociación del primer trimestre fue un 35% superior al promedio trimestral de 2006. En las bolsas de Nueva York y Tokio este incremento fue más moderado, ligeramente superior al 10% (véase cuadro 11).

Contratación de las principales bolsas internacionales

CUADRO 11

Importes en miles de millones de euros

Bolsa	2004	2005	2006	I 06	II 06	III 06	IV 06	I 07
EEUU ¹	16.813	20.042	27.044	7.179	7.128	6.091	6.646	7.439
Nueva York	9.317	11.410	17.222	4.429	4.603	3.958	4.232	4.814
Tokio	2.591	3.603	4.617	1.358	1.224	986	1.049	1.272
Londres	4.149	4.583	5.991	1.581	1.443	1.340	1.626	2.035
Euronext	1.986	2.345	3.006	762	891	617	736	948
Deutsche Börse	1.238	1.546	2.165	555	608	457	545	801
Borsa Italiana	778	1.051	1.258	293	377	231	357	388
BME ²	646	859	1.154	272	263	265	354	419

Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores y CNMV.

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

² Bolsas y Mercados Españoles. No incluye Latibex.

3 Mercados de renta fija en España

Los tipos de interés a corto plazo continuaron creciendo como vienen haciendo en los últimos años (véase cuadro 12). La evolución a lo largo del trimestre fue gradual, ajustando las expectativas de la política monetaria impuesta por el Banco Central Europeo.

En el segundo trimestre de 2007 se registró un repunte de 25-30 puntos básicos tanto en los tipos de interés de los pagarés de empresa como de los depósitos interbancarios, excepto en los pagarés a 12 meses cuyos tipos subieron 35-40 puntos básicos situándose cerca del 4,6%, por lo que el diferencial entre los tipos de los pagarés y los depósitos en este plazo se incrementó hasta 30 puntos básicos.

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 12

%	dic-04	dic-05	dic-06	jun-06	sep-06	dic-06	mar-07	jun-07
Pagarés de empresa²								
3 meses	2,25	2,58	3,78	3,10	3,42	3,78	4,00	4,22
6 meses	2,30	2,74	3,91	3,29	3,63	3,91	4,11	4,36
12 meses	2,39	2,93	4,00	3,53	3,78	4,00	4,23	4,58
lbex 35	13,78	12,88	14,29	12,30	13,35	14,29	14,04	13,91
Depósitos interbancarios								
3 meses	2,16	2,45	3,55	2,92	2,98	3,55	3,72	4,00
6 meses	2,20	2,58	3,69	3,10	3,16	3,69	3,85	4,12
12 meses	2,29	2,77	3,86	3,34	3,39	3,86	4,02	4,30

Fuente: AIAF y Thomson Datastream.

1 Promedio de datos diarios. Los datos de junio del 2007 corresponden al promedio entre el 20 de junio y el 21 de mayo.

2 Negociados en el mercado AIAF de renta fija privada.

La rentabilidad de la deuda pública española aumentó 50-55 puntos básicos en el segundo trimestre de 2007 (véase cuadro 13). La pendiente de la curva de tipos entre los plazos de diez y tres años se mantuvo en niveles reducidos, 10 puntos básicos (véase gráfico 8). El incremento de las rentabilidades de la renta fija privada a medio y largo plazo fue igual, de 55 puntos básicos en todos los plazos. Como consecuencia, los diferenciales de rentabilidad entre la deuda pública y la renta fija privada a medio y largo plazo se mantuvieron en los niveles de finales de marzo, en 25-30 puntos básicos en el plazo de 3 y 5 años, y entorno a los 40 puntos básicos en el plazo de diez años.

Rentabilidad de la deuda pública y la renta fija privada a medio y largo plazo¹

CUADRO 13

%	dic-04	dic-05	dic-06	jun-06	sep-06	dic-06	mar-07	jun-07
Renta fija privada²								
3 años	2,81	3,15	4,04	3,86	3,91	4,04	4,17	4,69
5 años	3,38	3,48	4,14	4,12	4,02	4,14	4,21	4,77
10 años	4,15	3,89	4,26	4,48	4,24	4,26	4,39	4,93
Deuda pública								
3 años	2,61	2,91	3,73	3,58	3,62	3,73	3,91	4,43
5 años	3,00	3,06	3,76	3,74	3,66	3,76	3,94	4,48
10 años	3,64	3,36	3,80	3,96	3,74	3,80	4,00	4,54
Diferencial³								
3 años	20	25	31	28	29	31	26	26
5 años	37	42	37	38	36	37	27	29
10 años	51	54	46	52	50	46	38	39

Fuente: Thomson Datastream y AIAF.

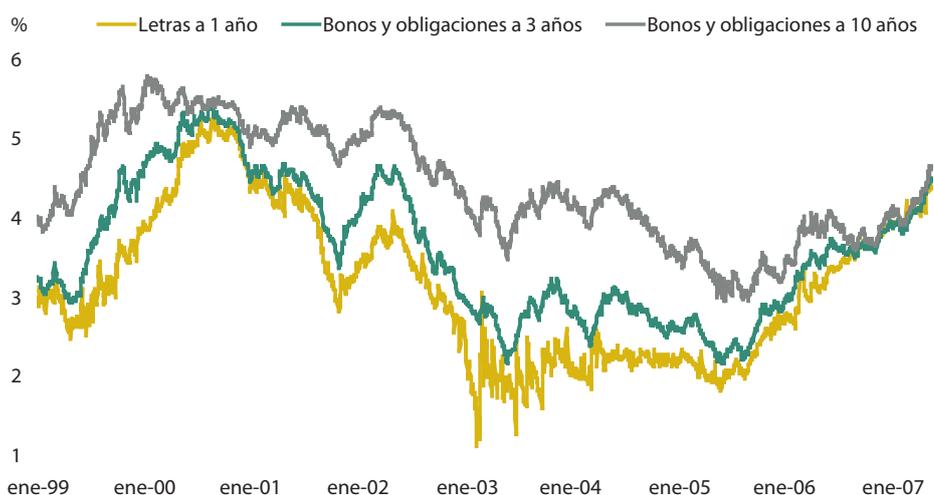
1 Promedio de datos diarios. Los datos de junio del 2007 corresponden al promedio entre el 20 de junio y el 21 de mayo.

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

3 En puntos básicos.

Rentabilidades de la deuda pública española ¹

GRÁFICO 8



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 20 de junio.

Las emisiones registradas en la CNMV que cotizan en AIAF mantuvieron el riesgo crediticio característico (véase cuadro 14). Así, en el primer trimestre de 2007 un alto porcentaje de las emisiones de bonos garantizados continuaron con calificaciones “AAA”, los bonos y obligaciones simples con calificaciones “A” y “AA” y las participaciones preferentes empeoraron su rating obteniendo un 4,7% del total una calificación peor a “BBB”.

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

CUADRO 14

% s/total, salvo otra indicación	Bonos titulización hipotecaria	Bonos titulización no hipotecaria	Cédulas hipotecarias	Cédulas territoriales	Bonos matador	Bonos simples	Obligaciones simples	Participaciones preferentes	Total
Con calificación crediticia									
Importe (millones de euros)	24.177,1	213.290,9	136.320,0	10.550,0	1.598,8	84.288,7	37.334,0	21.134,0	528.693,7
Porcentaje	99,7	93,1	97,9	84,6	100,0	91,5	80,9	90,2	93,0
<i>Investment grade</i>									
AAA	93,9	88,1	96,7	82,2	78,3	5,5	3,7	0,0	66,5
AA	1,2	0,9	1,1	0,0	16,0	48,8	28,5	5,0	11,2
A	3,5	2,3	0,0	2,4	3,8	37,2	42,7	44,7	12,5
BBB	0,7	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	6,0	35,8	2,5
<i>Speculative grade</i>									
<BBB	0,4	0,4	0,0	0,0	1,9	0,0	0,0	4,7	0,4
Sin calificación crediticia									
Importe (millones de euros)	64,0	15.846,4	2.940,0	1.925,0	0,0	7.865,3	8.794,1	2.283,6	39.718,4
Porcentaje	0,3	6,9	2,1	15,4	0,0	8,5	19,1	9,8	7,0

Fuente: CNMV.

¹ Saldos vivos a 30 de marzo de 2007.

4 Mercados de renta variable en España

4.1 Precios

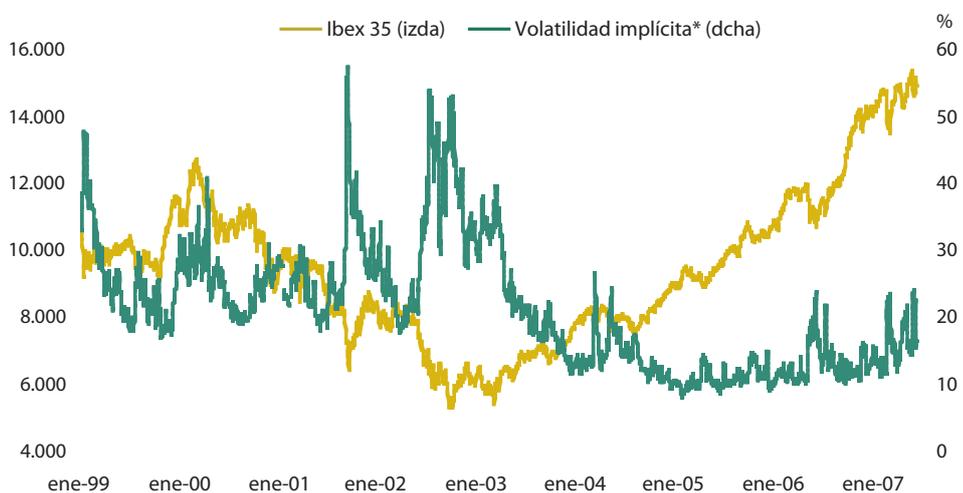
El mercado bursátil español tuvo un peor comportamiento que el resto de las principales bolsas de la zona euro en el segundo trimestre de 2007. El Ibex 35 subió un 2,7% hasta el 20 de junio frente a una media del 8,9% en las bolsas de la zona euro. El comportamiento del Ibex 35 estuvo muy influido por la caída de las cotizaciones en un 5% en la primera semana de junio. Hasta entonces, el Ibex 35 acumulaba una ganancia del 5,9%.

El resto de índices bursátiles ligados a empresas españolas mostraron peores resultados: el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) ganó 2,2% y el Ibex Nuevo Mercado (Ibex-NM) cayó un 6,4% (véase cuadro 15). Los índices FTSE Latibex –ligados a empresas latinoamericanas– tuvieron, por el contrario, unas ganancias significativas, en torno al 25%. Estos resultados se encuentran más ligados a los registrados en las bolsas de los países de origen de las empresas incluidas en estos índices (Brasil, Argentina, Méjico y Chile, principalmente).

Otra característica diferencial del mercado español en el segundo trimestre de 2007 fue el aumento de la volatilidad. La volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento de las opciones sobre Ibex 35 llegó a alcanzar el 23% el 11 de junio, aunque se produjo una corrección posterior que la situó en el 17% el 20 de junio. A finales de marzo, la volatilidad era del 14% (véase gráfico 9).

Evolución del Ibex 35 y de la volatilidad implícita

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream y MEFF.

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

El análisis sectorial e individual del comportamiento de la bolsa española en el segundo trimestre muestra como el sector “Servicios financieros e inmobiliarios”, más en concreto el subsector de “Inmobiliarias y otros”, se está viendo especialmente afectado por las subidas de los tipos de interés y el cambio

de expectativas sobre éstos. Las empresas de este subsector se encuentran así en plena fase de corrección de las fuertes subidas acumuladas en 2005 y 2006 (véase cuadro 16 y gráfico 10). A finales de abril se produjo un nuevo desplome de Astroc que había empezado a descender fuertemente el 1 de marzo. La caída de la cotización de esta empresa fue del 78,9% entre el 30 de marzo y el 20 de junio. El descenso acumulado es del 82,5%. La revalorización bursátil de esta empresa había alcanzado el 972% en los primeros nueve meses desde su introducción en el IGBM. También Urbas Proyectos Urbanísticos registró un fuerte descenso del 48,1%, tras revalorizarse un 1.500% desde enero de 2001 hasta 2007 (véase cuadro 19).

Las caídas en los precios de estas compañías contagiaron un cierto nerviosismo al mercado en general y en especial al subsector inmobiliario. A partir de entonces, los análisis se centran en valorar los efectos que puede tener un freno en la demanda de viviendas sobre la evolución económica del sector en general y sobre cada empresa en particular.

Otro subsector que podría verse afectado por el incremento de los tipos de interés y la moderación del crecimiento de la demanda de viviendas es “Construcción”. Su comportamiento en el segundo trimestre no fue negativo, ganó un 2,6% hasta el 20 de junio. El mercado parece estar valorando que la diversificación internacional de las inversiones de estas empresas podría compensar un posible agotamiento de la actividad constructora en territorio nacional.

Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español

CUADRO 15

% anual, salvo otra indicación	2007 – jun ¹						
	2005	2006	107	Índice	% trim	% s/dic 06	% anual
Ibex 35	18,2	31,8	3,5	15.036	2,7	6,3	35,4
IGBM ²	20,6	34,5	4,3	1.657	2,2	6,6	37,4
Barcelona	12,7	29,3	3,5	1.172	1,0	3,2	32,3
Bilbao	17,7	34,1	3,5	2.707	1,3	5,0	33,8
Valencia	21,4	35,3	3,5	1.353	2,7	6,7	38,3
Ibex con dividendos	22,0	36,0	14,1	24.174	5,6	10,0	39,4
Ibex-NM ³	12,7	34,0	7,5	3.534	-6,4	0,6	26,6
Ibex Medium Cap ⁴	37,1	42,1	13,1	22.584	1,7	14,9	50,2
Ibex Small Cap ⁵	42,5	54,4	14,1	17.470	-0,8	13,1	58,5
BCN-Mid 50 ⁶	47,5	51,0	3,5	41.279	-2,3	11,7	50,1
FTSE Latibex All-share ⁷	83,9	23,8	6,0	3.065	24,8	32,3	75,8
FTSE Latibex Top ⁸	76,3 *	18,2	3,5	4.968	23,5	31,5	74,6
FTSE Latibex Brasil ⁹	-	24,3 **	14,1	11.480	25,2	33,4	-

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

1 Datos hasta el 20 de junio, excepto en el Ibex con dividendos que corresponde al 31 de mayo. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 20 de junio (31 de mayo en el Ibex con dividendos) y el 30 de marzo.

2 Índice General de la Bolsa de Madrid.

3 Ibex Nuevo Mercado, integrado por empresas TMT (de los sectores de nuevas tecnologías, medios de comunicación y telecomunicaciones).

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

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

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

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

8 Índice de los principales valores del mercado Latibex.

9 Índice de los principales valores brasileños del mercado Latibex.

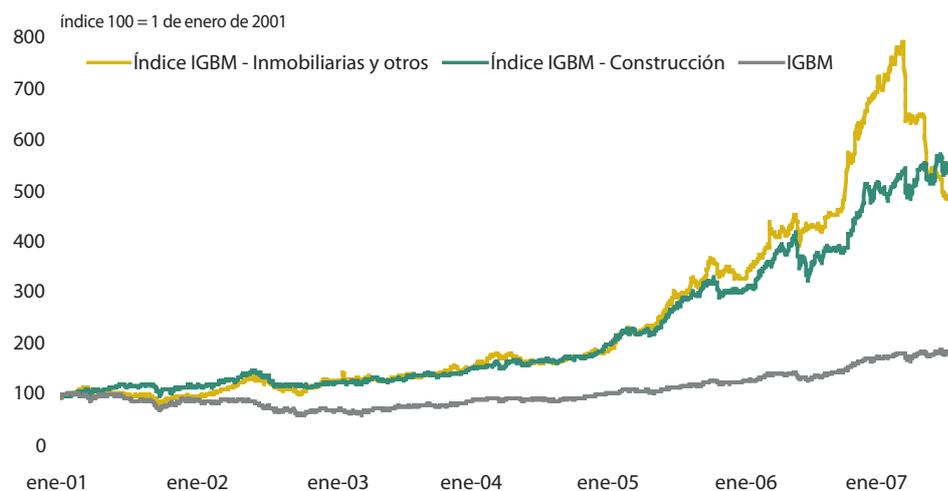
* Desde la fecha de inicio del índice, el 3 de enero de 2005.

**Desde la fecha de inicio del índice, el 26 de septiembre de 2006.

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

Evolución de la rentabilidad de Inmobiliarias y otros y Construcción¹

GRÁFICO 10



Fuente: Bolsa de Madrid.

¹ Datos hasta el 20 de junio.

El modesto aumento del IGBM también fue provocado por la caída de la cotización de dos bancos (Banco Popular Español y Banco de Sabadell). Sin embargo, estos descensos se vieron contrarrestados por el aumento del sector de “Petróleo y energía” y en especial por la fuerte subida de Iberdrola y en menor medida de SCH (véase cuadro 18).

Rentabilidad sectorial y de los principales valores¹ de la Bolsa de Madrid CUADRO 16

% anual, salvo otra indicación

	ponderación ²	2005	2006	I 07	2007 – jun ³		
					% trim	% s/dic 06	% anual
Servicios financieros e inmobiliarios	41,84	22,7	34,9	0,2	-0,8	-0,5	29,1
Inmobiliarias y otros	2,41	72,9	111,2	-8,5	-23,5	-30,1	12,6
BBVA	13,84	32,0	21,0	0,8	0,3	1,0	21,8
SCH	15,55	22,1	26,8	-5,5	4,1	-1,7	27,5
Petróleo y energía	21,19	28,0	33,3	7,1	10,5	18,4	51,3
Endesa	6,33	28,5	61,2	13,0	-0,8	12,0	52,3
Repsol YPF	4,34	23,9	28,8	-3,7	14,4	10,2	37,3
Iberdrola	5,73	23,5	43,4	6,8	24,0	32,5	71,2
Mat. básicos, industria y construcción	10,14	43,4	61,9	8,0	4,2	12,6	56,1
Construcción	5,89	54,0	61,0	5,2	2,6	8,0	52,9
Tecnología y telecomunicaciones	16,41	-6,6	28,4	2,4	-0,6	1,8	29,6
Telefónica	15,45	-4,6	26,8	2,4	0,2	2,5	29,5
Bienes de consumo	5,58	24,2	31,9	17,0	1,1	18,3	46,9
Servicios de consumo	4,84	21,2	8,6	11,8	-4,7	6,5	27,0

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

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

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

³ Datos hasta el 20 de junio. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 20 de junio y el 30 de marzo de 2007.

El cuadro 17 resulta ilustrativo de la desfavorable evolución de las cotizaciones de las empresas integrantes del IGBM en el segundo trimestre. Así, un 56% de las empresas tuvieron descensos y sólo el 5,7% tuvo rentabilidades significativas,

superiores al 25%. Entre éstas se encuentran Service Point Solutions, Grifols y Técnicas Reunidas (véase cuadro 19).

Rangos de rentabilidad de las empresas del IGBM

CUADRO 17

% s/ total empresas del IGBM	II 06	III 06	IV 06	I 07	II 07 ¹
≥ 25%	1,7	17,2	14,8	12,0	5,7
Del 10% hasta el 25%	2,6	3,4,4	27,9	37,6	8,2
Del 0% hasta el 10%	29,6	36,1	36,1	33,6	30,3
≤ 0%	66,1	12,3	21,3	16,8	55,7
Pro-memoria: nº total de empresas					
	115	122	122	125	122

Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 20 de junio.

Valores con mayor impacto en la variación del IGBM¹

CUADRO 18

Valor	Sector	2007- jun ²		
		II trim 07	ene-jun 07	último año
Con impacto positivo				
Iberdrola	Petróleo y energía	1,38	1,86	4,07
BSCH	Servicios financieros e inmobiliarios	0,63	-0,26	4,28
Repsol YPF	Petróleo y energía	0,63	0,44	1,62
Gas Natural	Petróleo y energía	0,31	0,58	1,18
Acciona	Mat. básicos, industria y construcción	0,24	0,42	0,66
Con impacto negativo				
Banco Popular Español	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,31	0,12	0,99
Astroc Mediterráneo	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,18	-0,17	-0,05
Banco de Sabadell	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,17	-0,07	0,44

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

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

2 Datos hasta el 20 de junio.

Valores del IGBM con mayor variación trimestral

CUADRO 19

Valor	Sector	2007- jun ¹		
		% trim	% s/dic 06	% anual
Ganan				
Service Point Solutions	Servicios de consumo	51,91	58,57	101,01
Grifols	Bienes de consumo	29,20	53,76	182,36
Técnicas Reunidas	Mat. básicos, industria y construcción	27,81	63,50	-
Papeles y Cartones de Europa	Bienes de consumo	26,09	42,49	114,81
Acciona	Mat. básicos, industria y construcción	25,81	44,58	71,21
Pierden				
Astroc Mediterráneo	Servicios financieros e inmobiliarios	-78,87	-75,51	-22,08
Urbas Proyectos Urbanísticos	Servicios financieros e inmobiliarios	-48,10	-48,28	-26,83
Vueling Airlines	Servicios de consumo	-42,73	-22,94	-
Montealito	Servicios financieros e inmobiliarios	-36,86	-1,25	6,90
Avanzit	Tecnología y Telecomunicaciones	-24,90	-17,47	154,26

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

1 Datos hasta el 20 de junio. La variación trimestral es entre el 20 de junio y el 30 de marzo de 2007.

Valores del IGBM con mayor variación anual

CUADRO 20

Valor	Sector	2007- jun ¹	
		% anual	% trim
Ganan			
Grifols	Bienes de consumo	182,36	29,20
General de Alquiler de Maquinaria (GAM)	Mat. básicos, industria y construcción	168,10	21,51
Avanzit	Tecnología y telecomunicaciones	154,26	-24,90
Cleop	Mat. básicos, industria y construcción	142,80	-18,54
Duro Felguera	Mat. básicos, industria y construcción	138,95	-10,07
Pierden			
Urbas Proyectos Urbanísticos	Servicios Financieros e Inmobiliarios	-26,83	-48,10
Astroc Mediterráneo	Servicios Financieros e Inmobiliarios	-22,08	-78,87
Jazztel	Tecnología y telecomunicaciones	-14,04	-20,97
Banco de Andalucía	Servicios Financieros e Inmobiliarios	-10,64	-8,84
Banco de Galicia	Servicios Financieros e Inmobiliarios	-10,56	-4,49

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

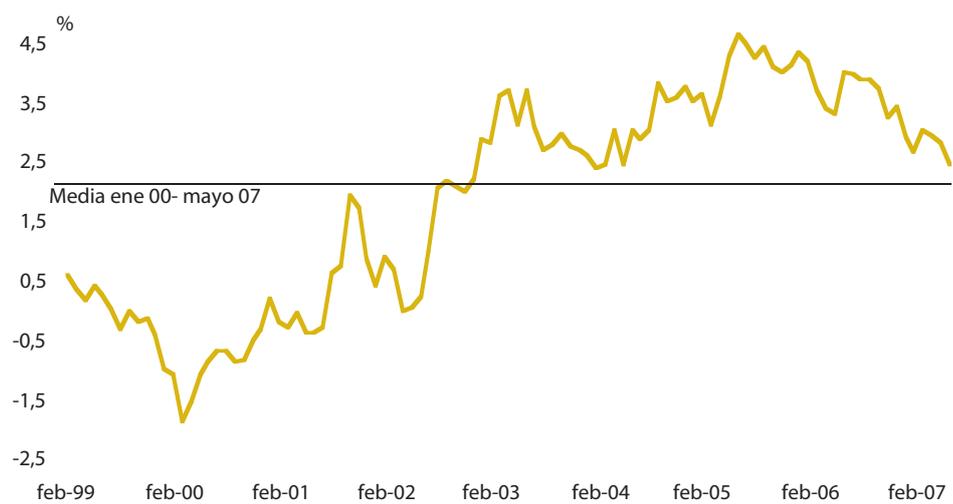
¹ Datos hasta el 20 de junio. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 20 de junio y el 30 de marzo de 2007.

La ratio precio-beneficios (PER) del Ibex 35 descendió ligeramente en el segundo trimestre de 2007, al situarse por debajo del 14% el 20 de junio (véase cuadro 9). Este PER siguió siendo superior al nivel medio del resto de los principales índices bursátiles de la zona euro (12,9). Sin embargo, se encuentra por debajo de los niveles medios históricos entre enero de 1999 y diciembre de 2006 (16,3).

La fuerte subida de los tipos de interés a largo plazo hicieron descender el exceso de rentabilidad bursátil sobre estos tipos (o *earning yield gap*) hasta niveles del 2,5% en la primera semana de junio. Este diferencial se encuentra ligeramente por encima del nivel medio desde enero de 2000 (véase gráfico 11).

Earning yield gap¹ del Ibex 35

GRÁFICO 11



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 hasta el 8 de junio.

4.2 Actividad: contratación y liquidez

La negociación del mercado bursátil español continuó siendo especialmente elevada en los meses de abril y mayo. En el mercado continuo, la contratación media diaria volvió a superar los seis mil millones de euros, aunque fue un 2,5% inferior a la registrada en el primer trimestre de 2007. Los niveles alcanzados en 2007 se encontraron claramente por encima de la media diaria de 2006 que fue de 4,5 mil millones de euros (véase cuadro 21).

Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 21

Importes en millones de euros	2004	2005	2006	II 06	III 06	IV 06	I 07	II 07 ¹
Total bolsas	642.109	854.145	1.154.294	262.779	265.181	354.260	418.540	261.268
Mercado continuo	636.527	847.664	1.146.390	261.344	263.943	351.020	415.857	259.831
Corros	5.194	5.899	5.318	1.207	974	1.358	574	157
de los que SICAV ²	4.541	4.864	3.980	1.146	867	1.091	258	34
MAB ³	-	-	1.814	17	93	1.705	1.771	1.107
Segundo Mercado	21	26	49	11	11	20	122	19
Latibex	366	557	723	200	160	158	217	155
Pro-memoria: contratación de no residentes (% s/ total bolsas)								
	57,6	57,1	58,2	59,7	58,3	59,3	nd	nd

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados de abril y mayo.

2 Sociedades de inversión de carácter financiero.

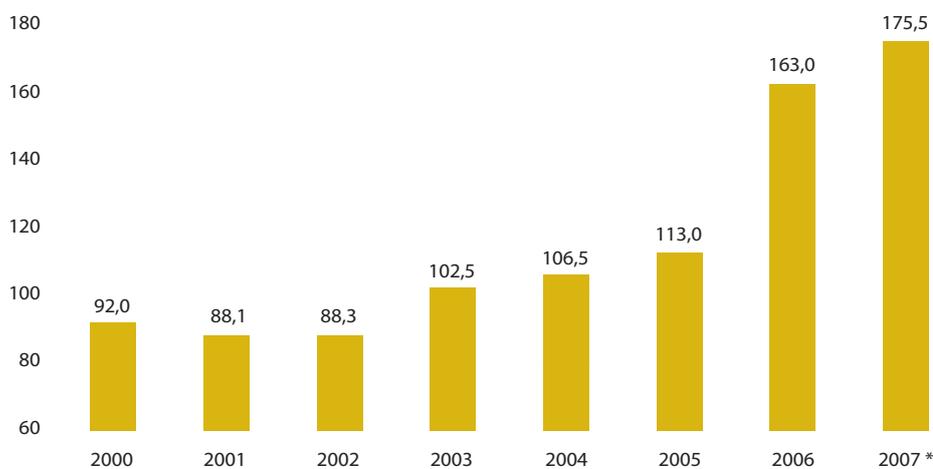
3 Mercado alternativo bursátil. Datos desde el inicio de su actividad el 29 de mayo de 2006.

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

La liquidez de la bolsa española volvió a incrementarse en el segundo trimestre de 2007. Con datos hasta mayo, la rotación o ratio entre la contratación y la capitalización del mercado continuo fue de 176, un nivel que supera del dato de 2006, un periodo en el que se había producido una fuerte subida (véase gráfico 12).

Rotación¹ del mercado bursátil español

GRÁFICO 12



Fuente: CNMV y Sociedad de Bolsas.

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

* Datos de mayo.

4.3 Resultados de las empresas cotizadas

La favorable evolución de los resultados de las empresas cotizadas es uno de los elementos que ha contribuido al alza del mercado bursátil español. Los últimos datos disponibles para el conjunto de las empresas del mercado continuo corresponden al ejercicio de 2006. Se han resumido en el cuadro 23. Como puede apreciarse, el beneficio bruto de explotación (EBITDA) se incrementó un 23,3% anual, un ritmo que puede considerarse importante, aunque ligeramente inferior a los datos del primer semestre de 2006 que mostraron un crecimiento del 25,8%.

Aunque en todos los sectores se produjo un aumento del EBITDA, el crecimiento fue desigual. Dos sectores tuvieron incrementos muy importantes: Materiales básicos, industria y construcción, con un 49,6%, y Servicios de consumo, con un 34,2%. Los crecimientos más moderados se produjeron en los sectores de Bienes de consumo y Petróleo y energía (véase cuadro 22).

Las perspectivas para 2007 parecen favorables en general. Los datos disponibles corresponden a las empresas integrantes del Ibex 35 en el primer trimestre. En este periodo, el incremento del beneficio neto fue de un 34,9% anual. Diez empresas aumentaron sus resultados más del 50%, sólo descendieron en tres empresas.

EBITDA¹ de las empresas cotizadas en el mercado continuo								CUADRO 22
% anual	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Servicios financieros e inmobiliarios	13,8	27,2	24,5	-2,5	0,4	17,0	25,4	24,8
BBVA	10,6	27,0	26,1	-2,1	-12,9	11,7	20,4	28,7
SCH	18,6	32,6	24,0	-6,9	0,4	15,7	32,4	26,1
Petróleo y energía	36,2	45,0	-2,6	-11,5	4,2	4,9	23,6	12,1
Endesa	37,6	22,8	-3,6	1,8	-6,6	-6,1	33,2	18,6
Repsol YPF	63,5	110,7	-12,4	-28,0	4,8	12,7	22,6	6,9
Iberdrola	5,5	4,6	19,7	0,2	9,0	9,3	12,5	14,2
Mat. básicos, industria y construcción	26,0	37,3	8,1	13,5	16,2	14,7	12,2	49,6
Tecnología y telecomunicaciones	13,4	9,1	33,9	-10,4	5,8	-6,3	22,5	27,2
Telefónica	15,1	11,2	9,4	-10,5	5,3	-6,1	23,2	27,0
Bienes de consumo	14,1	63,1	20,4	10,8	1,8	13,2	18,4	6,6
Servicios de consumo	11,2	24,5	13,5	19,3	18,5	17,5	14,4	34,2
Total mercado continuo	21,0	30,0	14,9	-4,8	5,0	7,8	22,0	23,3
Pro- memoria: EBITDA total del mercado continuo (millones de euros)								
	40.598	52.758	60.597	57.707	60.621	65.366	79.743	98.332

Fuente: Bolsa de Madrid.

1 *Earning Before Interests, Tax, Depreciation and Amortization*. Resultado bruto de explotación.

Inversiones corporativas y efecto sobre el endeudamiento de las sociedades cotizadas

Óscar Casado Galán y Marta Ortega Arranz (*)

(*) Óscar Casado Galán y Marta Ortega Arranz pertenecen a la Dirección de Informes Financieros y Contables, de la Dirección General de Mercados de la CNVM.

1 Introducción

En el último trienio, las sociedades cotizadas españolas han realizado importantes inversiones corporativas con el objetivo de incrementar el tamaño de sus negocios y diversificar sus actividades, para obtener economías de escala y aumentar su competitividad en mercados cada vez más globalizados. Este aumento de tamaño se ha logrado el crecimiento orgánico de sus negocios tradicionales y de la concentración de empresas a nivel nacional y ha supuesto una mayor presencia de las sociedades españolas en mercados internacionales. El importe agregado de adquisiciones de participaciones accionariales realizadas por las sociedades cotizadas españolas en el periodo 2004-2006 ha sido del orden de 150.000 millones de euros, concentrándose el 65% de las inversiones en el capital de empresas extranjeras. Esta expansión internacional queda reflejada en la variación de la distribución geográfica de sus ingresos ordinarios, incrementándose el peso relativo del volumen de negocio obtenido fuera de España en 11 puntos porcentuales hasta alcanzar el 43% del total de ingresos de las sociedades cotizadas españolas no financieras.

Los bajos tipos de interés y los elevados niveles de liquidez existentes en el mercado han facilitado la obtención de la financiación necesaria para llevar a cabo estas inversiones, registrándose en las sociedades cotizadas un crecimiento continuo en su apalancamiento financiero que se ha acentuado significativamente en 2006, ejercicio en el que el endeudamiento bruto de las empresas cotizadas del sector no financiero ha alcanzado la cifra de 266.198 millones de euros, duplicando el nivel de endeudamiento bruto del ejercicio 2001.

El objeto del presente artículo es analizar la naturaleza y características de las principales adquisiciones corporativas e inversiones relevantes en el capital de otras entidades realizadas por las sociedades cotizadas españolas, así como el efecto de estas operaciones sobre su nivel de endeudamiento.

Entre otras cuestiones, se analizarán el origen y destino de las inversiones por sectores de actividad y áreas geográficas, su efecto en la internacionalización de la actividad de las empresas cotizadas, la estructura más común utilizada para financiar este tipo de operaciones y el impacto que han tenido en los distintos indicadores de apalancamiento de las entidades, mostrándose un análisis y una comparativa a nivel internacional con datos agregados de sociedades estadounidenses y europeas.

La información utilizada para elaborar este artículo se ha obtenido de diversas fuentes de información pública facilitada por las sociedades cotizadas, entre otras: cuentas anuales; información pública periódica; hechos relevantes y la información sobre ofertas públicas de adquisición de acciones (en adelante opas).

2 Adquisiciones realizadas por las sociedades cotizadas españolas en el último trienio y su efecto en la internacionalización de su actividad

2.1 Origen y destino de las principales adquisiciones por sectores de actividad y área geográfica

El siguiente cuadro muestra información agregada¹ sobre el origen y destino de las principales adquisiciones corporativas e inversiones relevantes en el capital de otras entidades realizadas por las sociedades cotizadas españolas entre los años 2004 y 2006, así como las operaciones que se han perfeccionado o anunciado durante el primer trimestre de 2007 por sectores de actividad.

Millones de euros	Origen Empresas Inversoras				Destino Inversiones		2007 (1er trimestre)	
	2004	2005	2006	Total	2004-2006	Origen	Destino	
Energía y Agua	914	995	466	2.375	25.159	17.200	19.192	
Construcción e Inmobiliario	2.025	9.641	57.326	68.992	23.160	6.762	6.762	
Industria, Comercio y Servicios	1.406	3.691	3.146	8.243	12.778	1.433	2.226	
Comunicaciones	3.982	6.144	26.135	36.261	36.411	---	---	
Transportes y Autopistas	---	922	5.225	6.147	24.510	1.070	171	
Entid. financieras y seguros	18.734	1.473	7.587	27.794	27.794	9.888	8.002	
Total	27.061	22.866	99.885	149.812	149.812	36.353	36.353	

Fuente: CNMV.

El importe de las adquisiciones corporativas e inversiones en participaciones relevantes se ha incrementado de forma extraordinaria en el año 2006, con una inversión estimada que duplica los importes agregados de los dos ejercicios precedentes.

Las empresas inversoras más activas pertenecen a los sectores Construcción e Inmobiliario que, en conjunto, absorbieron el 46% del importe total de las adquisiciones corporativas. Por el contrario, el sector de Energía y Agua ha sido el que menos inversiones corporativas ha realizado en el periodo de referencia, absorbiendo menos del 2% del total de la muestra.

Desde el punto de vista del destino de las inversiones, se observa que el 60% de las adquisiciones se ha concentrado en los sectores de Comunicaciones, Entidades Financieras y Energía.

¹ La información agregada se ha obtenido compilando los datos financieros publicados por las sociedades cotizadas españolas en el último trienio sobre sus principales operaciones corporativas e inversiones relevantes en el capital de otras entidades. Asimismo, se han agregado aquellas ofertas públicas de adquisición de acciones (en adelante opas) realizadas durante el periodo de referencia por sociedades españolas sobre empresas cotizadas, ya que algunos oferentes tienen la intención de solicitar la admisión a cotización en Bolsa de sus acciones, como por ejemplo: Grupo Empresarial San José oferente en la opa de Parquesol, y Construcciones Reyal oferente en la opa de Urbis. Se han excluido del análisis las operaciones corporativas cuyo importe es inferior a 75 millones de euros y las opas realizadas por sociedades extranjeras.

El cuadro 2 incluye información agregada sobre el destino geográfico de las principales adquisiciones corporativas e inversiones relevantes en el capital de otras entidades realizadas por las sociedades cotizadas españolas entre los años 2004 y 2006, así como las operaciones perfeccionadas o anunciadas en el primer trimestre de 2007.

Adquisiciones realizadas por las empresas cotizadas, agrupadas por área geográfica CUADRO 2

	Destino Inversiones				Destino Inversiones
	2004	2005	2006	Total	2007 (1er trimestre)
Energía y Agua	914	3.769	20.476	25.159	19.192
- España	285	2.995	20.046	23.326	2.000
- Otros países	629	774	430	1.833	17.192
Construcción e Inmobiliario	1.560	4.482	17.118	23.160	6.762
- España	---	4.303	13.010	17.313	5.498
- Otros países	1.560	179	4.108	5.847	1.264
Comunicaciones	3.982	6.294	26.135	36.411	---
- España	---	150	---	150	---
- Otros países	3.982	6.144	26.135	36.261	---
Entidades financieras y seguros	18.734	1.473	7.587	27.794	8.002
- España	1.734	---	1.005	2.739	197
- Otros países	17.000	1.473	6.582	25.055	7.805
Otros sectores	1.871	6.847	28.569	37.288	2.397
- España	645	3.179	4.284	8.108	672
- Otros países	1.226	3.669	24.285	29.180	1.725
Total	27.061	22.866	99.885	149.812	36.353
- España	2.664	10.628	38.345	51.636	8.367
- Otros países	24.397	12.238	61.540	98.175	27.986

Fuente: CNMV.

Las adquisiciones de empresas extranjeras (98.175 millones de euros) representan el 65% del importe total de las operaciones computadas en el periodo de referencia, lo cual parece indicar que las empresas cotizadas españolas han encontrado oportunidades de inversión más atractivas en los mercados internacionales.

El aumento de la presencia de las empresas constructoras en otras áreas geográficas está motivada, en gran medida, por estrategias de diversificación del riesgo ante un previsible cambio de ciclo económico general y, en particular, de la obra pública y la construcción residencial, que han experimentado un importante crecimiento en los últimos años. Estas inversiones internacionales se han concentrado en empresas concesionarias de servicios, ubicadas en países maduros con excelentes perspectivas de desarrollo como: Reino Unido, países de Europa del Este (serán los próximos en recibir fondos estructurales de la Unión Europea) y en Latinoamérica.

Las principales adquisiciones de las empresas inmobiliarias españolas en el extranjero se han producido en Francia, debido a las buenas expectativas del mercado inmobiliario de oficinas y a las ventajas fiscales de las "Sociedades Cotizadas de Inversión Inmobiliaria" francesas (SIIC o REIT). Desde 2003, estas

sociedades están exentas de los impuestos que gravan la renta por alquiler y las plusvalías por ventas, siempre que distribuyan a los accionistas entre el 80% y el 90% de los beneficios en forma de dividendos².

Las operaciones realizadas en los últimos años por las empresas de comunicaciones y de las entidades financieras se han traducido en el afianzamiento de su posición y cuota de mercado en los países latinoamericanos y en la entrada en nuevos mercados europeos con buenas perspectivas de crecimiento.

Los incentivos fiscales recogidos en la Ley del Impuesto de Sociedades – la deducción por reinversión de plusvalías y la amortización fiscal de los fondos de comercio financieros surgidos en las adquisiciones de sociedades extranjeras – han contribuido a estimular las inversiones internacionales. Sin embargo, la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, ha modificado la Ley del Impuesto sobre Sociedades, de tal forma que las empresas españolas perderán parte de estos estímulos fiscales ya que estos incentivos no podrán utilizarse de forma acumulativa.

2.2 Estructura de financiación

El cuadro 3 muestra la información agregada sobre las principales adquisiciones corporativas señaladas con anterioridad, indicando si la contraprestación acordada se ha pagado en efectivo o mediante la entrega de acciones.

La mayor parte de estas operaciones analizadas hasta el primer semestre de 2007, el 86% del total, se han liquidado en efectivo utilizando financiación bancaria. Sin embargo, con posterioridad a la fecha de adquisición, algunas sociedades realizaron ampliaciones de capital para reequilibrar su posición financiera.

Adquisiciones realizadas por las empresas cotizadas, efectivo o entrega de acciones

CUADRO 3

Millones de euros	Adquisiciones (efectivo o entrega de acciones)				Adquisiciones
	2004	2005	2006	Total	2007 (1er trimestre)
Efectivo o equivalentes	13.295	21.516	98.796	133.607	27.091
Entrega de acciones	13.766	1.350	1.089	16.205	9.262
Total	27.061	22.866	99.885	149.812	36.353

Fuente: CNMV.

En general, la financiación de las operaciones se ha instrumentado en dos fases. En la primera, una única entidad financiera presta los fondos al comprador a través de una “financiación puente”. En la segunda, una vez

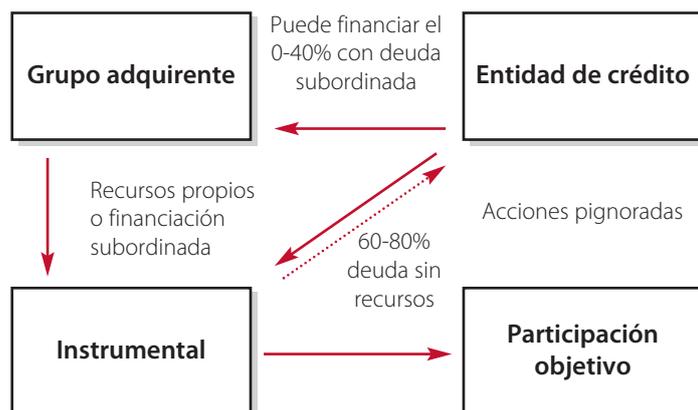
² En 2007 ha entrado en vigor una modificación de la normativa fiscal de las SIIC francesas que reduce parte de los referidos beneficios fiscales. Los principales cambios en la regulación referente a las SIIC consisten en: (i) el accionista mayoritario no puede tener más de un 60% de participación en esta sociedad, (ii) el accionista de control tributará por el 20% de las rentas netas y de los beneficios realizados y (iii) debe haber al menos un 15% de “free float”. La nueva Ley establece un periodo transitorio de 2 años (hasta diciembre de 2008) para SIIC cotizadas.

acreditada la operación, se procede a la reestructuración de la deuda a través de un préstamo sindicado en el que la entidad financiera principal distribuye el riesgo con otras entidades de crédito.

El patrón común de la estructura³ de financiación de estas operaciones, en particular las inversiones corporativas realizadas por empresas constructoras en compañías eléctricas españolas y en otras sociedades que desarrollan otras actividades energéticas, se representa esquemáticamente en el gráfico 1:

Estructura de financiación de algunas adquisiciones

GRÁFICO 1



Fuente: elaboración propia.

Las entidades financieras prestan fondos a una sociedad instrumental participada al 100% por la adquirente última, cuyo objeto social es la tenencia de los valores adquiridos. La financiación, que se denomina "sin recurso", suele situarse entre el 60% y el 80% del precio de adquisición. La empresa compradora financia el resto del coste de la operación, bien a través de recursos propia o recurriendo a otras fuentes ajenas. Normalmente, los intereses a percibir por la matriz del grupo por los fondos prestados a la sociedad instrumental se acumulan al principal hasta la devolución de la deuda sin recurso.

La financiación se denomina "sin recurso" porque no cuenta con la garantía solidaria de los activos de la compañía adquirente, distintos a la pignoración de las propias acciones adquiridas. En estos contratos se establece una cláusula de garantía por la cual el valor de mercado de las acciones adquiridas siempre tiene que estar por encima de un determinado porcentaje del importe de la financiación recibida, alrededor del 115%-120%. Esta cláusula proporciona a los bancos una seguridad adicional en la recuperación del préstamo, pues permite ejecutar la garantía a un nivel de precio de las acciones entre un 15% y un 20% por encima del que supondría el umbral de cotización que implica pérdidas.

³ Para obtener este patrón se han analizado estructuras financieras comunes en las distintas operaciones, tomando en consideración que cada operación corporativa tiene unas particularidades específicas que la diferencian del resto. El trabajo se ha centrado en aquellas operaciones financieras con "deuda sin recurso", tal y como la denominan las propias entidades. No obstante, esta estructura también puede ser extrapolable a otras adquisiciones relevantes acaecidas en el ejercicio 2006.

Esta financiación “sin recurso” es típica de los proyectos financieros (en su terminología inglesa, *project finance*) donde el pago del principal de la deuda y de los intereses se asegura con los flujos de efectivo que generará el proyecto y no con otros activos del prestatario. Las sociedades cotizadas suelen separar, en las presentaciones que realizan al mercado, la deuda sin recurso del resto del endeudamiento financiero.

Finalmente, cabe destacar que la necesidad de financiación de estas operaciones, principalmente en lo que se refiere a las inversiones en sociedades extranjeras, ha dado lugar a la entrada de grandes bancos extranjeros de primera línea que, junto con las entidades financieras españolas, han participado en la sindicación de las operaciones. Este es el caso de los créditos sindicados contratados por Telefónica y Grupo Ferrovial para alcanzar el control de las compañías británicas O2 y BAA, respectivamente.

2.3 Adquisiciones corporativas más relevantes

Por su importancia, cabe destacar las siguientes operaciones corporativas, incluyendo inversiones relevantes en el capital de otras entidades realizadas por las empresas cotizadas españolas en el último trienio.

Empresas constructoras

La evolución del sector de la construcción, el más activo en adquisiciones corporativas como se ha señalado anteriormente, ha venido marcada en los últimos años por las estrategias de diversificación e internacionalización que se han materializado en numerosas operaciones corporativas.

Se observan dos estrategias adoptadas por las empresas constructoras cotizadas. Por un lado, Grupo Ferrovial, Fomento de Construcciones y Contratas y Obrascón Huarte Lain se han volcado en potenciar su diversificación de negocio a través de inversiones en concesiones y servicios, mientras que Acciona, ACS Actividades de Construcciones y Servicios y Sacyr Vallehermoso se han centrado en la obtención de ingresos recurrentes a medio y largo plazo a través de la inversión en un sector como el de la energía, regulado y con grandes perspectivas de crecimiento. Mediante estas inversiones, los grandes grupos constructores están creando conglomerados similares con el fin de minimizar el impacto de una posible desaceleración en el negocio de la construcción y beneficiarse de la positiva evolución de la demanda energética, así como de los próximos cambios regulatorios en el sector.

Las principales adquisiciones por sociedades realizadas en el último trienio han sido:

- Acciona: En 2006 adquirió el 21,03% de Endesa por un importe de 7.303 millones de euros. En dicho ejercicio también invirtió otros 1.123 millones de euros en la adquisición del 100% de grupo de energía eólica CESA y en la sociedad PRIDESA, cuyo negocio es la desalación y gestión del agua. En este mismo ejercicio, la sociedad se desprendió de su participación en

Fomento de Construcción y Contratas (15,06%) por un importe ligeramente superior a los 1.500 millones de euros.

- Sacyr Vallehermoso: En el ejercicio 2006 alcanzó en compras sucesivas un 20% de Repsol Ypf por 6.525 millones de euros. En ese mismo ejercicio, Sacyr Vallehermoso adquirió una participación del 32% en la constructora francesa Eiffage por 1.750 millones de euros y el 100% de la sociedad francesa Tesfran por 600 millones de euros. Por último, Sacyr Vallehermoso y Telekuxta lanzaron conjuntamente una opa sobre el 58,8% de Europistas con un desembolso total de 724 millones de euros, de los cuales 616 corresponden a la empresa constructora.
- ACS, Actividades de Construcción y Servicios: Adquirió en el periodo 2005–2006, un 10% de Iberdrola y un 40,5% de Unión Fenosa por 3.336 y 4.151 millones de euros, respectivamente.
- Grupo Ferrovial: En 2006 adquirió el 61,06% de BAA, una de las mayores empresas de gestión aeroportuario del mundo, por 15.600 millones de euros. En 2005 la compañía también adquirió la sociedad de “handling” aeroportuario Swissport por 642 millones de euros.
- Fomento de Construcciones y Contratas (FCC): Adquirió en 2006 el 100% de la entidad inglesa Waste Recycling Group (WRG) por 1.963 millones de euros. Adicionalmente, a través de su filial Cementos Portland Valderrivas, ha consolidado su posición de liderazgo en el sector del cemento, tras la opa sobre Cementos Lemona, 234 millones de euros, y la adquisición del 51% de Uniland por importe de 1.097 millones de euros.

Empresas inmobiliarias

Entre los diversos factores que han motivado el gran número de operaciones corporativas en las empresas inmobiliarias, destaca el ciclo expansivo registrado en este sector en los últimos años que ha contribuido tanto a la generación de liquidez como al aumento del tamaño de las empresas inmobiliarias mediante la concentración empresarial. Estas circunstancias han asentado las bases para la internacionalización hacia otros mercados con mayor potencial de crecimiento, principalmente el francés y hacia inversiones en sociedades con mayor peso del negocio de alquiler como mecanismo para equilibrar los resultados y limitar el riesgo.

Las empresas inmobiliarias españolas han realizado inversiones significativas en Francia: (i) Metrovacesa adquirió el 68,54% de Gecina por 3.804 millones de euros en 2005; (ii) Inmobiliaria Colonial adquirió el 95% de Société Foncière Lyonnaise (SFL) por un importe de 1.560 millones de euros en 2004, si bien antes del cierre de dicho ejercicio enajenó un 9,3% por 157 millones de euros, y (iii) Realía (entidad controlada por FCC y Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid) compró el 87% de la inmobiliaria francesa SIIC con un desembolso de 586 millones de euros.

Las principales adquisiciones en el ámbito nacional realizadas en este periodo por sociedades han sido:

- Grupo Inmocaral: La sociedad más activa ha sido Inmocaral⁴ con las adquisiciones, en el ejercicio 2006, de Inmobiliaria Colonial por 3.513 millones de euros y del 15% de FCC por 1.534 millones de euros. Además, Inmocaral firmó un compromiso irrevocable con el principal accionista de Riofisa para lanzar una opa por el 100% de su capital social por un importe estimado de 2.000 millones de euros sobre Riofisa, operación que está pendiente de autorización por la CNMV.
- Astroc Mediterraneo: Otras adquisiciones relevantes por su importe han sido las realizadas por esta compañía, que adquirió cerca del 50% de las inmobiliarias Landscape, grupo inmobiliario del Banco de Sabadell, y Rayet por un importe total de 753 millones de euros.

Por último, cabe destacar que durante el ejercicio 2006, tres inmobiliarias cotizadas han sido objeto de opas por un importe global de 6.836 millones de euros:

- (i) La más significativa, por tamaño, ha sido la realizada por Construcciones Royal que adquirió el 96,4% de Inmobiliaria Urbis por 3.198 millones de euros.
- (ii) Metrovacesa ha sido objeto de dos opas parciales por parte de dos accionistas significativos: (i) Joaquin Rivero y Bautista Soler, que actúan concertadamente, adquirieron un 24,0% por 1.954 millones de euros; y (ii) Román Sanhauja un 15,3% por 1.218 millones de euros.
- (iii) El Grupo Empresarial San José adquirió el 50,8% del capital social de Parquesol por 466 millones de euros.

Comunicaciones

La operación más significativa realizada por Telefónica en el ejercicio 2006 es la compra de la sociedad O2, segunda compañía británica de telefonía móvil, por un importe de 26.135 millones de euros.

Además, en los ejercicios 2004 y 2005, Telefónica adquirió las compañías de telefonía celular del grupo Bellsouth en Latinoamérica⁵ por un importe de 5.800 millones de euros y la operadora de telefonía de la República Checa, Cesky Telecom, por unos 3.660 millones de euros.

Entidades financieras

Las principales adquisiciones realizadas entre los años 2004 y 2006 han sido:

- Banco Santander Central Hispano (BSCH): La adquisición más relevante del sector la protagonizó esta entidad con la compra, en el año 2004, del Abbey Bank por 12.696 millones de euros. Adicionalmente, en el ejercicio

⁴ Tras la fusión con Inmobiliaria Colonial (abril de 2007), Grupo Inmocaral ha adoptado la denominación social del grupo adquirido.

⁵ La adquisición de las filiales latinoamericanas del grupo Bellsouth incluye sus participadas en telefonía Móvil de Chile, Ecuador, Guatemala, Panamá, Venezuela, Colombia y Argentina. Además, se incluye la compra de CTC Chile por 1.325 millones de euros (esta sociedad no pertenecía al grupo Bellsouth).

2006, el BSCH adquirió una participación del 24,89% en Sovereign Bank por importe de 2.297 millones de euros.

- Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA): Ha realizado adquisiciones menos relevantes por importe, destacando las compras en el ejercicio 2006 del Texas Regional Bancshares y State National Bancshares por 2.042 millones de euros y participaciones en el Banco Chino CITIC por 989 millones de euros. En el periodo 2004-2005, cabe destacar las adquisiciones del 100% del Laredo Bank por 666 millones de euros y el 40,6% del BBVA Bancomer (Méjico) por 3.300 millones de euros.
- Banco Sabadell: Adquirió el Banco Atlántico en el ejercicio 2004 por 1.480 millones de euros, de los cuales 1.200 millones de euros se pagaron mediante la entrega de acciones. En el ejercicio 2006, el Banco Sabadell adquirió el 99,74% del Banco Urquijo por 760 millones de euros.

Otros sectores

- En el sector de transportes y autopistas el consorcio Holding d'Infraestructuras de Transport SAS (HIT) liderado por Abertis Infraestructuras adquirió en 2006 la concesionaria de autopistas francesa Sanef por 5.324 millones de euros (la participación de Abertis en el consorcio es del 57,55%). Además, en el ejercicio 2005 Abertis Infraestructuras adquirió el 100% del capital de TBI, gestor de aeropuertos británicos, por importe de 790 millones de euros.
- Las adquisiciones corporativas realizadas por las compañías empresas agrupadas en el sector de empresas industriales, comerciales y de servicios son numerosas, pero de importes menos significativos que las anteriores. No obstante, cabe destacar las siguientes:
 - (i) En el ejercicio 2006, Promotora de Informaciones (PRISA) lanzó una opa sobre el 20% de Sogecable por importe de 1.000 millones de euros.
 - (ii) En 2006, también cabe señalar la compra de Telepizza por 542 millones de euros, mediante una opa lanzada por Foodco Pastries, sociedad participada al 50% por Carbal, S.A. y el fondo de capital riesgo Permira Europe III.
 - (iii) En 2005, las opas más significativas fueron las realizadas sobre Recoletos por importe de 856 millones de euros y Aldeasa por 470 millones de euros. Esta última fue presentada por Retail Airport France, participada al 50% por Altadis.

Inversiones corporativas del primer trimestre de 2007

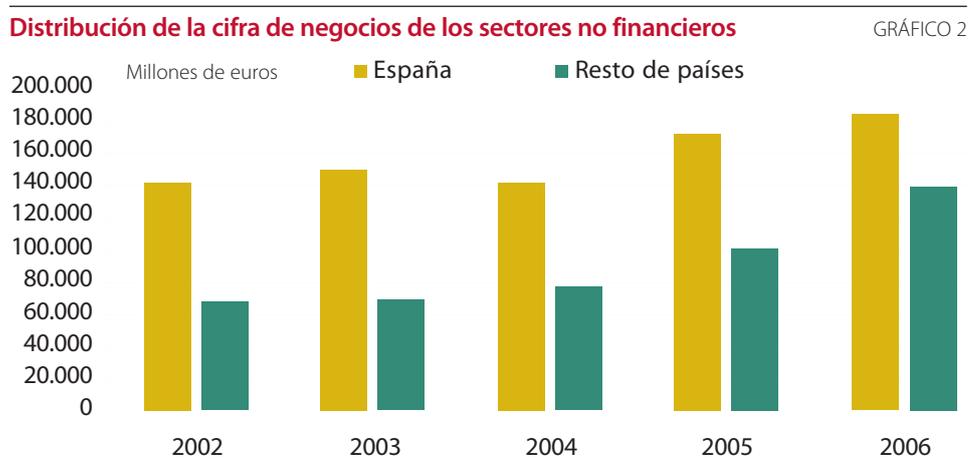
Durante el ejercicio 2007 se han perfeccionado o anunciado diversas operaciones corporativas por un importe superior a los 36.000 millones de euros, que suponen un importe mayor al registrado en los ejercicios 2004 y 2005.

Las operaciones más relevantes por cuantía y sociedad cotizada española son:

- Iberdrola: Ha adquirido Scottish Power por 17.200 millones de euros, de los cuales 11.738 millones se financiarán con recursos ajenos y 5.462 con una ampliación de capital⁶.
- BBVA: Adquisición del Banco Compass por 7.385 millones de euros.
- Inmocaral: Opa sobre Riofisa por 2.000 millones de euros.
- ACS, Actividades de Construcción y Servicios: Adquisición del 25% de Hotchtief, empresa de construcción y concesionaria con sede en Alemania, por 1.264 millones de euros.
- Abertis: Adquiere el 32% de Eutelstat por importe de 1.070 millones de euros.
- Sociedad General de Aguas de Barcelona (Agbar): Hisusa, sociedad participada por La Caixa al 49% y por Suez al 51%, ha lanzado una opa sobre Agbar para adquirir el 51% de la sociedad que no controlan. El importe total máximo de la opa superaría los 2.000 millones de euros.
- Fadesa Inmobiliaria (Fadesa): Opa realizada por Martinsa y Huson Big sobre Fadesa. El plazo de aceptación finalizó el 8 de marzo de 2007, adquiriendo un 86,5% del capital por 3.498 millones de euros.

2.4. Internacionalización de las sociedades cotizadas españolas

La estrategia inversora de las empresas españolas ha dado como resultado que el 65% de las operaciones corporativas se hayan realizado a través de la adquisición de entidades extranjeras, lo cual tiene su efecto en la internacionalización de las empresas cotizadas españolas, para poder ganar tamaño y competir en mercados cada vez más globalizados. El gráfico 2 muestra la evolución de la cifra de negocios para las sociedades cotizadas no financieras y su distribución geográfica.



Fuente: CNMV y elaboración propia.

⁶ Información obtenida de las cuentas anuales del ejercicio 2006 que hacen referencia a cálculos realizados el 27 de noviembre de 2006.

En el ejercicio 2006, el 43% del volumen de ingresos de las sociedades cotizadas se ha generado fuera de España, mientras que en el ejercicio 2002 dicho porcentaje era del 32%. Además, la tasa de crecimiento interanual de la cifra de negocios registrada en el extranjero para el periodo 2002-2006 fue del 20%, 13 puntos porcentuales superior al incremento de las ventas en España.

A partir del ejercicio 2004, se registra un aumento significativo del volumen de ingresos que se generan fuera del territorio nacional, tanto por la adquisición de sociedades extranjeras, como por la constitución y desarrollo de sociedades de nueva creación en mercados exteriores.

Tradicionalmente, las inversiones en el extranjero de las sociedades españolas han estado concentradas en el cono sur de Latinoamérica. La crisis económica Argentina de principios de 2002, y su efecto sobre las economías de su entorno, lastró el incremento de la cifra de negocios obtenida en el extranjero durante el bienio 2002-2003.

A partir de 2004, la recuperación de los mercados latinoamericanos y las inversiones en mercados europeos han permitido incrementar el peso relativo de los negocios extranjeros sobre el volumen de ingresos consolidados de los grupos españoles.

Conviene subrayar que el gráfico 2 tiene varias limitaciones que no permiten que la serie sea totalmente comparable. En primer lugar, el universo de la muestra no es el mismo, dado que los datos agregados se han obtenido a partir de las sociedades emisoras españolas que en cada momento tenían sus valores admitidos a cotización. Además, en el ejercicio 2005 tuvo lugar un cambio en las normas contables que aplican las sociedades cotizadas españolas para elaborar sus cuentas anuales consolidadas.

Por tanto, la información estadística de los estados financieros consolidados con anterioridad al ejercicio 2004 está elaborada de acuerdo con los principios contables generalmente aceptados en España. A partir de esa fecha se han elaborado de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera adoptadas según el procedimiento señalado por el Reglamento 1606/2002, del Parlamento y Comisión Europea (en adelante, NIIF adoptadas)⁷.

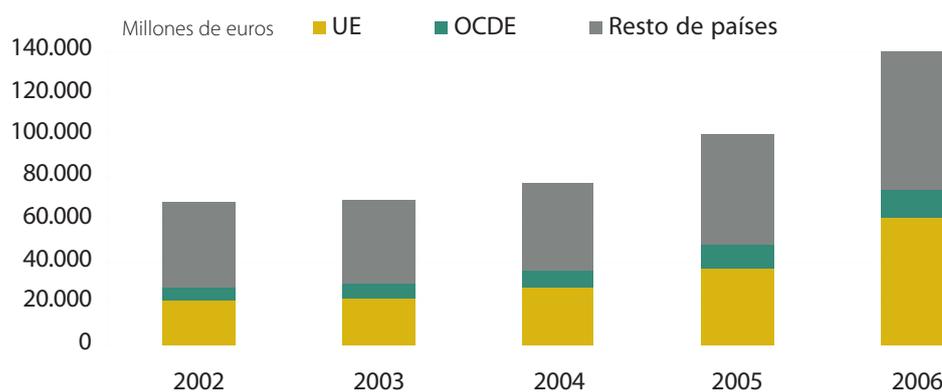
Esta circunstancia explica el descenso de la cifra de negocios en el ejercicio 2004 respecto del 2003 que se observa en el gráfico 2. El principal efecto sobre el volumen de ingresos en la transición a las NIIF adoptadas es la eliminación de las ventas cuando la entidad actúa como comisionista, afectando especialmente a las empresas eléctricas.

En el gráfico 3 se muestra la distribución de las ventas realizadas en mercados extranjeros, agrupándolas por: Unión Europea, otros OCDE y resto de países.

⁷ Las primeras cuentas anuales consolidadas que debían elaborarse de acuerdo con las NIIF adoptadas son las correspondientes al ejercicio 2005, pero al exigirse la presentación de un ejercicio anterior comparativo, se dispone de información del ejercicio 2004.

Distribución de la cifra de negocios fuera de España

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV y elaboración propia.

El peso relativo del volumen de ingresos que proceden de la Unión Europea ha pasado de representar el 31% de las ventas en mercados exteriores en 2002 al 43% en 2006. Esta variación se debe, tanto a la inversión en economías consolidadas como la británica y la francesa, como al posicionamiento en mercados emergentes del Este recientemente incorporados a la Unión Europea.

El porcentaje de la cifra de negocios que se genera en países de la OCDE, excluidos los pertenecientes a la Unión Europea, se ha mantenido en torno al 10% sobre el total de ventas registradas fuera del mercado nacional. Los principales intereses de sociedades cotizadas españolas en estos países se ubican en Estados Unidos.

Por el contrario, el porcentaje que suponen las ventas realizadas en otros países, principalmente Latinoamérica, se ha reducido desde el 59% en 2002 al 47% en 2006.

Evolución de la cifra de negocios por sectores

CUADRO 4

Millones de euros		2002	2003	2004	2005	2006	TCA ¹
Energía y agua	España	65.199	66.452	59.024	78.475	78.308	4,7%
	Otros países	24.842	25.399	30.460	38.056	47.682	17,7%
Construcción e Inmobiliaria	España	23.659	26.803	30.059	34.356	41.273	14,9%
	Otros países	4.880	5.892	7.867	10.342	16.804	36,2%
Industria, Comercio y Servicios	España	32.785	34.782	29.874	35.242	39.484	4,8%
	Otros países	23.444	23.889	24.194	30.544	36.835	12,0%
Comunicaciones	España	16.743	17.498	18.578	19.676	20.039	4,6%
	Otros países	11.668	10.901	11.703	18.206	32.861	29,5%
Transportes y Autopistas	España	3.599	3.687	4.195	4.669	4.800	7,5%
	Otros países	2.983	2.947	3.086	3.382	5.396	16,0%
Total	España	141.985	149.222	141.730	172.418	183.904	6,7%
	Otros países	67.817	69.028	77.310	100.530	139.578	19,8%

Fuente: CNMV.

¹ Tasa de crecimiento anualizada.

En el cuadro 4 se incluye la evolución de la cifra de negocios durante el periodo 2002-2006, distribuida por sectores y mercados geográficos:

- En el sector de Energía y Agua, el volumen de negocios en mercados exteriores casi se duplica, concentrándose en países latinoamericanos y más recientemente en la Unión Europea, en particular por las inversiones realizadas por Endesa en Italia y Francia.
- En el sector Construcción e Inmobiliario, las ventas en otros países se incrementan de forma significativa como consecuencia de las inversiones en empresas inmobiliarias francesas (compra de Gecina por Metrovacesa y SFL por Inmobiliaria Colonial) y por la adquisición de BAA realizada por el Grupo Ferrovial.
- En Comunicaciones, destaca el aumento de las ventas en países de la Unión Europea como consecuencia de las compras de O2 y de la operadora Cesky Telecom realizadas por Telefónica. De esta forma, en el ejercicio 2006 sólo el 38% de la cifra de negocios se registró en España, mientras que el 27% se generó en la Unión Europea y el 33% en Latinoamérica.
- Por último, en el sector de Transportes y Autopistas la cifra de negocio se incrementa, sobre todo en el exterior, tras las adquisiciones realizadas por Abertis de la concesionaria francesa de autopistas Sanef en 2006 y del gestor de aeropuertos británicos TBI en 2005. En el mercado interior el crecimiento de la cifra de negocio ha sido mucho más moderado debido a que las concesiones que se han licitado últimamente en España están todavía en fase de maduración y la consolidación del sector se produjo con anterioridad al ejercicio 2002.

3 Endeudamiento financiero de las sociedades cotizadas

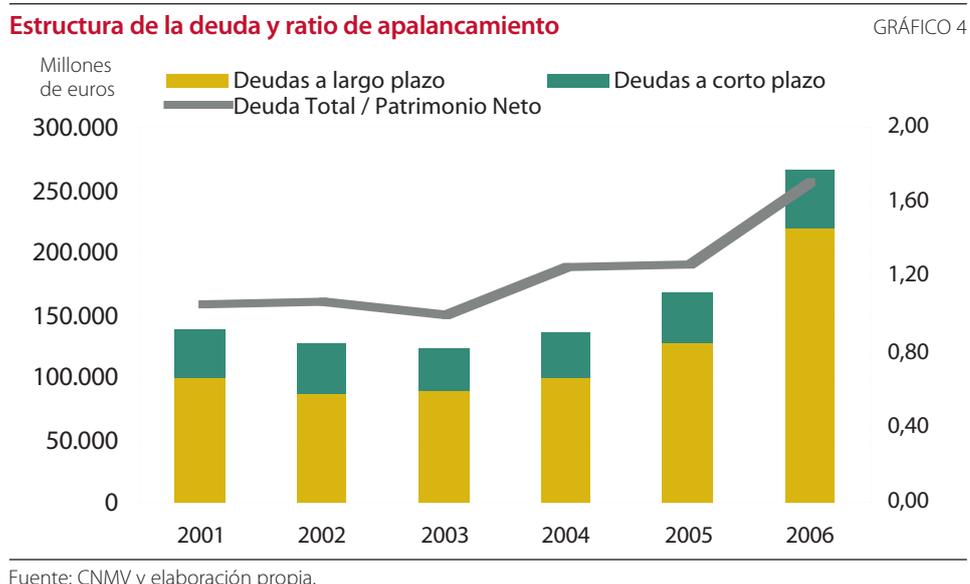
3.1 Evolución del endeudamiento financiero

El incremento en el volumen de inversiones realizadas por las sociedades cotizadas españolas ha tenido un impacto significativo sobre su nivel de endeudamiento.

El análisis se ha elaborado a partir de la información financiera publicada por las sociedades cotizadas correspondiente a los ejercicios 2001- 2006, y se ha centrado en la evolución de la estructura de la deuda y en la evolución de diversos ratios seleccionados que se representan en los gráficos 4 y 5⁸.

⁸ La información financiera disponible está elaborada con dos marcos contables diferentes y, por tanto, lo relevante de estos gráficos no son los valores absolutos sino su tendencia.

En el gráfico 4 se incluye el nivel de endeudamiento financiero bruto, distinguiendo su vencimiento a corto y largo plazo, y en la evolución del indicador de apalancamiento (deuda total sobre patrimonio neto)⁹.



El endeudamiento financiero bruto de las empresas cotizadas de sectores no financieros, al cierre del ejercicio 2006, asciende a 266.198 millones de euros. Esta cifra representa un incremento del 59% sobre el volumen registrado el ejercicio anterior y duplica prácticamente el nivel existente en 2001. Las principales conclusiones a destacar son las siguientes:

- Una senda de crecimiento ininterrumpida del nivel de endeudamiento, que se acentúa en 2006 como resultado de las mencionadas adquisiciones corporativas. La necesidad de diversificar y aumentar el tamaño de los negocios para competir en mercados globalizados y un entorno favorable de tipos de interés han sido los motores de este crecimiento.
- La ratio de apalancamiento agregada, que relaciona las deudas financieras con el patrimonio neto, se ha deteriorado hasta situarse en 1,71 veces los recursos de capital al cierre del ejercicio 2006, aumentado de forma significativa respecto al año 2001 (1,06 veces).

En la evolución de este indicador también ha influido el fuerte incremento de los dividendos distribuidos en el periodo de referencia – que minoran las reservas por ganancias acumuladas – y los ajustes derivados de la primera aplicación de las NIIF adoptadas, que han reducido el patrimonio agregado en torno un 15% respecto al registrado bajo principios contables generalmente aceptados en España en 2004.

⁹ El endeudamiento financiero bruto se ha calculado agregando la deuda con entidades de crédito, tanto a corto como a largo plazo, y las emisiones de obligaciones y otros valores negociables. El patrimonio neto incluye los socios minoritarios y la diferencia negativa de consolidación de los ejercicios 2001 a 2003.

Los principales ajustes que redujeron el patrimonio neto en la transición a las NIIF adoptadas fueron los siguientes: (i) la reclasificación de las participaciones preferentes como pasivos financieros, mientras que bajo principios contables generalmente aceptados en España se registraban como intereses minoritarios; (ii) la conversión a euros de los fondos de comercio generados en sociedades extranjeras registrados en moneda local; (iii) el ajuste de los gastos de establecimiento y de ampliación de capital; y (iv) la eliminación de los costes financieros capitalizados por las empresas concesionarias de autopistas.

Otros efectos de la aplicación de las NIIF adoptadas que afectaron de manera positiva al volumen total de patrimonio neto y que, por tanto, mitigaron el impacto negativo de los anteriores ajustes, fueron principalmente: (i) la revalorización de activos financieros clasificados como disponibles para la venta; y (ii) la cancelación de provisiones genéricas.

- El porcentaje de endeudamiento a corto plazo ha disminuido en términos relativos debido a que la financiación de las operaciones corporativas se realiza con créditos sindicados con vencimientos a largo plazo, aunque el desembolso inicial de las adquisiciones corporativas se financie mediante créditos puente que se liquidan en plazos inferiores a un año.
- El aumento del endeudamiento que muestra el gráfico no coincide con el importe de las operaciones corporativas mencionadas en el epígrafe anterior por varios motivos:
 - (i) El cuadro 1 refleja únicamente las inversiones corporativas destinadas a adquirir empresas o participaciones relevantes. Por tanto, no incluye las inversiones en capital fijo y circulante. En la medida que los flujos de efectivo generados por las actividades operativas – incluidas las variaciones de capital circulante – sean inferiores (superiores) a las inversiones en capital fijo, se producirá un aumento (disminución) del endeudamiento.

Además, algunas operaciones corporativas incluidas en el cuadro 1 fueron realizadas por personas, empresas no cotizadas y compañías asociadas de las entidades cotizadas, cuyo endeudamiento no se consolida en los estados financieros de estas últimas.

- (ii) Otro factor relevante a tener en cuenta es el endeudamiento que las empresas adquiridas aportan al grupo consolidado adquirente. Dependiendo del nivel de apalancamiento de la sociedad adquirida y de las necesidades de recursos externos para financiar la inversión, el efecto conjunto puede llegar a ser muy significativo.

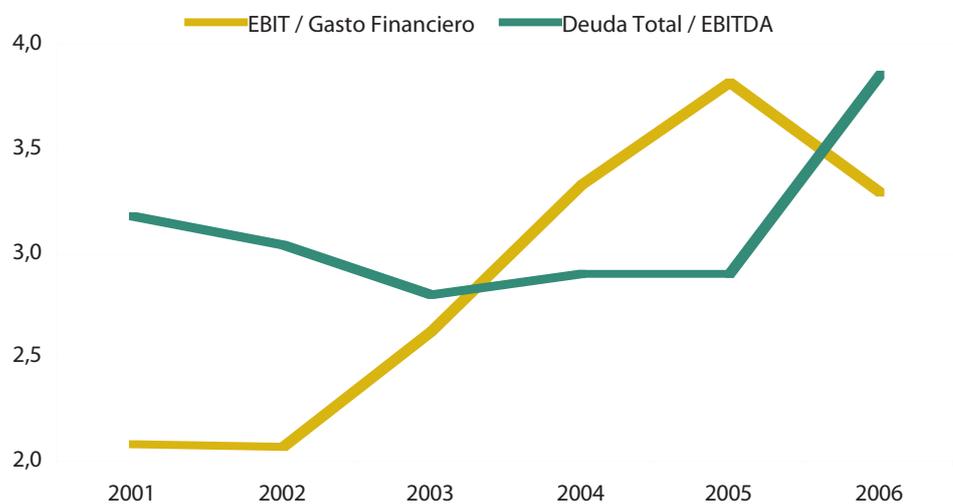
El gráfico 5 muestra la evolución, en el periodo 2001-2006, de las ratios de cobertura del endeudamiento y de la carga financiera, a través del EBITDA (beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones) y del EBIT (beneficio antes de intereses e impuestos), respectivamente.

Estas dos magnitudes no están definidas de manera normalizada y para su cálculo

existen distintas prácticas de mercado. A efectos de este artículo, el EBIT (beneficio antes de intereses e impuestos) se ha considerado equivalente al resultado de explotación y el EBITDA (beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones) se ha calculado como el EBIT más la dotación a la amortización.

Evolución de los ratios de cobertura

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV y elaboración propia.

Del análisis de los ratios del gráfico anterior se pueden extraer, entre otras, las siguientes conclusiones:

- Hasta el ejercicio 2005, el crecimiento sostenido de los márgenes de explotación ha permitido mantener el indicador de cobertura de la deuda¹⁰ en niveles relativamente bajos (2,90 años). A pesar del crecimiento de los resultados en el ejercicio 2006, esta ratio se ha deteriorado (3,86 años de EBITDA para cubrir la deuda financiera) como consecuencia de, al menos, dos circunstancias:
 - (i) Algunas operaciones se han registrado en el último trimestre del ejercicio, de tal forma que los resultados de la entidad adquirida no afectan prácticamente al EBITDA del grupo inversor, mientras que la deuda total incurrida en la financiación de las operaciones, o asumida, de las empresas adquiridas queda reflejada en su balance consolidado.
 - (ii) Las inversiones de las empresas constructoras en el sector energético, que representan importes muy elevados, no pueden consolidarse por integración global puesto que no suponen la toma del control de las sociedades participadas. Por tanto, el único efecto contable sobre la cuenta de resultados proviene de los rendimientos imputados a partir de la fecha de adquisición aplicando el método de la participación, y esta partida no se ha incluido en el cálculo del EBITDA.

¹⁰Ratio de cobertura de la deuda: calculado como deuda total sobre EBITDA, intuitivamente refleja el número de años necesarios para devolver el principal de la deuda con los recursos generados por los negocios operativos a una fecha dada.

- La evolución de la ratio de cobertura de la carga financiera a través del EBIT¹¹ muestra una mejora muy significativa hasta el ejercicio 2005 debido al incremento de los resultados y al descenso de los tipos de interés. Sin embargo, en el ejercicio 2006 también empeora, aunque en menor medida que el indicador anterior, debido a que los costes de la nueva deuda asociada a las importantes adquisiciones corporativas, realizadas en el último trimestre del año 2006, todavía no han tenido un impacto significativo en la cuenta de resultados del periodo.

Un cambio en la tendencia de las variables fundamentales de la economía podría tener efectos adversos en la cuenta de resultados de las empresas más endeudadas por los impactos derivados de eventuales subidas en los tipos de interés y por el carácter pro-cíclico del marco contable de referencia. Las NIIF adoptadas no permiten registrar provisiones genéricas, pero son muy exigentes cuando existen indicios de deterioro de valor en las inversiones y fondos de comercio adquiridos.

Como dato ilustrativo, el fondo de comercio agregado de las sociedades cotizadas no financieras en el ejercicio 2002 era 23.785 millones de euros y al cierre del ejercicio 2006 se situaba en 62.691 millones de euros. El fondo de comercio registrado en el ejercicio 2006 representa el 38% del patrimonio neto agregado, frente al 16% en 2001.

De acuerdo con las NIIF adoptadas, el fondo de comercio no debe ser amortizado pero debe evaluarse anualmente para comprobar si su importe es recuperable mediante los flujos de efectivo de las unidades de generación de efectivo a las que está asignado y, en caso negativo, debe deteriorarse el fondo de comercio con cargo a la cuenta de resultados de dicho ejercicio.

Análisis del endeudamiento por sectores

El cuadro 5 muestra la evolución del endeudamiento bruto por sectores, que se concentra principalmente en los sectores de Comunicaciones, Construcción e Inmobiliario y Autopistas.

¹¹ El EBIT sobre el gasto financiero es un indicador de la cobertura de la carga financiera a través de los resultados operativos de la entidad, de tal forma que una disminución de esta ratio indica que el pago de los intereses de la financiación absorbe un porcentaje mayor de sus resultados operativos.

Evolución del endeudamiento financiero bruto por sectores

CUADRO 5

Millones de euros		2001	2002	2003	2004	2005	2006
Energía y agua	Deudas	71.959	63.003	54.159	54.776	58.586	59.191
	Deudas/ Patrimonio	1,29	1,23	0,98	1,06	0,93	0,89
	Deudas/ EBITDA	3,64	3,52	2,92	2,78	2,41	2,17
	EBIT/Carga financiera	1,77	1,49	2,06	3,52	4,02	4,65
Construcción e Inmobiliario	Deudas	14.436	16.736	24.552	32.293	48.324	111.000
	Deudas/ Patrimonio	1,29	1,35	1,59	1,93	2,16	3,10
	Deudas/ EBITDA	4,63	5,11	5,91	5,71	6,51	11,52
	EBIT/Carga financiera	3,15	3,12	3,38	2,83	2,79	2,04
Industria, Comercio y Servicios	Deudas	16.128	15.796	16.332	15.211	19.452	25.044
	Deudas/ Patrimonio	0,52	0,54	0,56	0,71	0,75	0,91
	Deudas/ EBITDA	2,33	2,06	2,05	1,93	2,02	2,37
	EBIT/Carga financiera	2,56	3,33	3,64	5,50	5,95	5,03
Comunicaciones	Deudas	31.697	26.701	23.305	27.703	34.403	58.700
	Deudas/ Patrimonio	0,95	1,18	1,10	2,24	2,13	2,93
	Deudas/ EBITDA	2,48	2,28	1,85	2,27	2,25	3,07
	EBIT/Carga financiera	2,18	2,82	3,25	2,51	3,58	2,45
Transportes y Autopistas	Deudas	5.496	5.561	5.826	10.988	14.615	23.462
	Deudas/ Patrimonio	0,81	0,86	0,95	1,48	1,87	2,63
	Deudas/ EBITDA	4,07	3,63	3,91	5,37	7,04	6,87
	EBIT/Carga financiera	2,85	2,95	3,07	2,30	1,67	1,79
Ajustes¹	Deudas	(511)	(390)	(208)	(5.566)	(7.943)	(11.199)
Total	Deudas	139.203	127.406	123.966	136.4055	167.438	266.198
	Deudas/ Patrimonio	1,06	1,08	1,01	1,26	1,27	1,71
	Deudas/ EBITDA	3,18	3,05	2,80	2,90	2,90	3,86
	EBIT/Carga financiera	2,09	2,08	2,63	3,33	3,82	3,29

Fuente: CNMV.

¹ Para elaborar este cuadro se ha eliminado la deuda de las sociedades cotizadas que a su vez se consolidan en otro grupo cotizado español. En la fila de ajustes se incluyen las eliminaciones correspondientes a las filiales cuya matriz pertenece a otro sector.

- (i) Al cierre del ejercicio 2006, las empresas del sector Construcción e Inmobiliario han multiplicado por casi ocho veces su nivel de endeudamiento respecto al ejercicio 2001 y más que duplicado el registrado el año anterior. En este ejercicio este sector absorbe el 42% del endeudamiento total de las entidades del sector no financiero, cuando en el año 2001 representaban el 10% .

Este aumento tiene su origen en las operaciones societarias realizadas por las empresas de este sector, principalmente por la toma de participaciones accionariales relevantes en el sector de la energía y la adquisición del mayor gestor aeroportuario británico. Adicionalmente, en los últimos años las empresas y negocios inmobiliarios han incrementado la inversión apalancada en adquisición de suelo y de patrimonio en renta, y han aumentado su presencia en otros mercados geográficos, especialmente en Francia.

- (ii) El sector de Comunicaciones casi ha duplicado su nivel de endeudamiento en el periodo de referencia, tras las adquisiciones de la compañía británica

O2 y, entre otras, las compras de los operadores latinoamericanos de Bellsouth y Cesky Telecom.

- (iii) En el sector de Transportes y Autopistas, destaca el incremento del endeudamiento de Abertis tras la compra de la concesionaria de autopista gala Sanef, que tiene su origen tanto en la financiación de la operación de adquisición como en la deuda que mantenía Sanef en su balance y que es consolidada en los estados financieros de Abertis.
- (iv) En general, las empresas del sector de Energía ha centrado su estrategia, durante el periodo de referencia, en el crecimiento endógeno de sus negocios básicos. Además, algunas compañías – Endesa y Unión Fenosa – han enajenado sus participaciones en negocios colaterales, como por ejemplo en el sector telecomunicaciones, donde han obtenido importantes plusvalías.

De esta forma, el sector de Energía y Agua representaba el 52% del endeudamiento total en el ejercicio 2001, mientras que en 2006 se importancia relativa se redujo hasta el 22%.

Iberdrola ha cerrado durante el ejercicio 2007 la toma de control de la compañía eléctrica Scottish Power y con esta operación incrementará sus deudas financieras en unos 11.738 millones de euros, de tal forma que su endeudamiento aumentará un 82% en valores absolutos y, tras la ampliación de capital prevista (5.462 millones de euros), su ratio de apalancamiento pasará de 1,36 a 1,63¹².

Por último, cabe señalar la positiva evolución del endeudamiento del Grupo Repsol Ypf que, desde la adquisición de Ypf en 1999, se ha reducido en un 60%, hasta situarse en 8.317 millones de euros, mejorando de forma significativa la ratio de apalancamiento (Deudas/ Patrimonio).

3.2 Comparativa internacional de la evolución de las ratios financieras

Al objeto de poder comparar la evolución de los anteriores indicadores con los registrados a nivel internacional, se han calculado las ratios de las sociedades no financieras que componen, al 31 de diciembre de 2006, los índices bursátiles Standard&Poors 500 y FTSEurofirst 300 que integran, respectivamente, 500 sociedades estadounidenses y 300 sociedades europeas de gran capitalización bursátil.

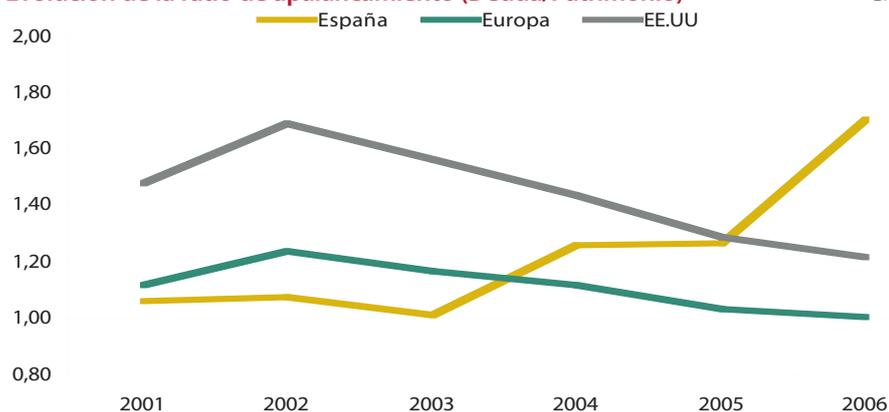
El gráfico 6 muestra la evolución del apalancamiento, calculado como la relación del endeudamiento financiero y el patrimonio neto, de las sociedades que componen los índices señalados, comparada con la obtenida por las sociedades cotizadas españolas no financieras¹³.

¹² Estos cálculos se han realizado a partir de los datos aportados por la sociedad en sus cuentas anuales del ejercicio 2006 y hacen referencia a cálculos realizados el 27 de noviembre de 2006.

¹³ Las entidades de las que no se disponía de todas las magnitudes que componen las ratios financieras se han excluido de la muestra. Conviene señalar que los datos pueden contener sesgos que afecten a su comparabilidad, porque la información disponible de las sociedades extranjeras no es homogénea.

Evolución de la ratio de apalancamiento (Deuda/Patrimonio)

GRÁFICO 6



Fuente: Reuters.

La primera conclusión a destacar es que las empresas estadounidenses registran un nivel de apalancamiento más elevado que las europeas, aunque el diferencial entre ambos indicadores se ha reducido en el periodo 2001-2006.

Adicionalmente, tanto en la muestra de sociedades europeas como en la de sociedades estadounidenses se observa una progresiva disminución de este indicador, cuyo principal origen es el incremento del patrimonio neto, porque el volumen de deuda no varía de forma significativa en ese periodo.

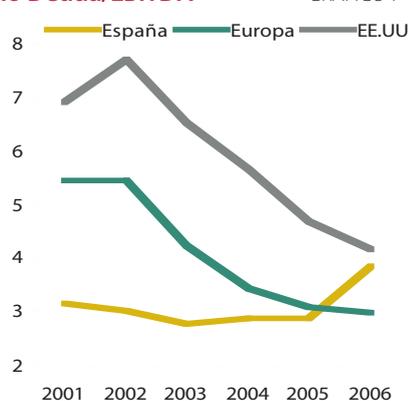
En el ejercicio 2006 se registra una desaceleración en la reducción de este indicador derivado de un aumento del endeudamiento, que puede estar reflejando la reactivación en los mercados internacionales de las operaciones corporativas después de varios años de descenso.

El nivel de apalancamiento registrado por las sociedades cotizadas españolas ha sido históricamente inferior a la promedio de las sociedades europeas. Sin embargo en el último trienio se ha producido un cambio de tendencia.

La apelación al endeudamiento externo para financiar la expansión internacional de los últimos años, ha motivado que la evolución de la ratio de apalancamiento de las sociedades cotizadas españolas muestre, especialmente en el ejercicio 2006, una tendencia inversa a la registrada por sus homólogas europeas.

Ratio Deuda/EBITDA

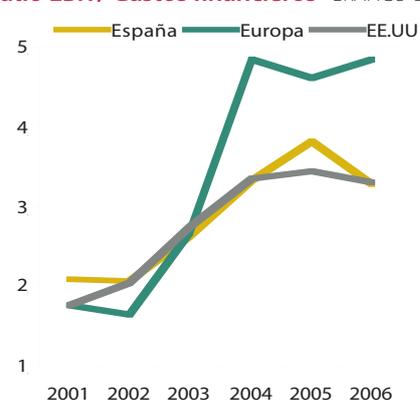
GRÁFICO 7



Fuente: Reuters.

Ratio EBIT/ Gastos financieros

GRÁFICO 8



Como se desprende de los gráficos 7 y 8, en el periodo de referencia las ratios de cobertura de la carga financiera y del pago de la deuda han mejorado en las sociedades europeas y estadounidenses, aunque se pueden observar tendencias diferentes.

La ratio de deuda sobre EBITDA muestra una disminución más significativa en las empresas estadounidenses, debido a los resultados operativos obtenidos por éstas en los ejercicios 2001 y 2002. En ese periodo, el 14% de las sociedades estadounidenses de la muestra registraron resultados operativos negativos, mientras que en el periodo 2003-2006 este porcentaje se sitúa en el 6%.

La evolución de la ratio EBIT/gastos financieros de estas entidades registra un cambio de tendencia a partir del ejercicio 2004, que puede tener su origen en la política de subida de tipos de interés iniciada por la Reserva Federal estadounidense en junio de 2004, que lo ha situado la tasa de referencia en el 5,25% al cierre del ejercicio 2006, registrando una subida de 400 puntos básicos en un año y medio.

En la zona euro, el Banco Central Europeo inició la subida del tipo de interés oficial a finales en noviembre de 2005, hasta situarlo al cierre del ejercicio 2006 en el 3,5%, con un incremento acumulado en el año de 150 puntos básicos. Igualmente, la subida de tipos de interés en el Reino Unido sigue la misma tendencia, registrándose un crecimiento acumulado de 125 puntos básicos en el tipo de interés oficial en el período comprendido entre mayo de 2004 y diciembre de 2005.

Por otro lado, la relación de cobertura de la carga financiera con el EBIT de la muestra de las sociedades cotizadas europeas refleja un cambio de tendencia en el ejercicio 2005 que no parece tener una justificación en la evolución de estas magnitudes, sino en el efecto producido por la primera aplicación de las NIIF adoptadas.

Si comparamos la evolución de estos indicadores con la registrada por las sociedades cotizadas españolas, se observa que es similar salvo en el ejercicio 2006, donde el aumento de las operaciones corporativas llevadas a cabo por las sociedades españolas no ha tenido una replica equivalente a nivel europeo ni estadounidense.

4 Conclusiones

Las sociedades cotizadas españolas han incrementado su tamaño en los últimos ejercicios, especialmente a través de adquisiciones corporativas, lo que ha posibilitado tanto la diversificación de sus negocios como una mayor presencia en mercados internacionales.

Esta internacionalización se ha traducido en un aumento del volumen de ingresos que se generan en Europa, incrementando su presencia en mercados consolidados y emergentes y reduciendo de esta manera la exposición al riesgo potencial de un cambio de ciclo nacional o de una crisis económica en Latinoamérica.

Este proceso inversor ha tenido reflejo en el endeudamiento registrado por las sociedades cotizadas españolas, cuyas ratio de apalancamiento agregado empeora. Sin embargo, la rentabilidad que están obteniendo de sus inversiones, junto con un entorno de tipos de interés en mínimos históricos, ha propiciado que la evolución de las ratios de cobertura de intereses y de repago de la deuda muestre una tendencia positiva.

No obstante, en el último ejercicio se ha registrado un empeoramiento notable en estos indicadores, debido a que: (i) un importe relevante de las compras realizadas únicamente ha permitido ejercer una influencia significativa pero no el control de las sociedades participadas, de tal forma que los resultados operativos de las sociedades inversoras, tal y como se han calculado en este análisis, no se ven afectadas por las adquisiciones corporativas; y (ii) se ha producido un repunte en los tipos de interés.

Por último, señalar que este incremento en los niveles de apalancamiento ha motivado que las compañías se encuentren sometidas a nuevos riesgos potenciales, principalmente en el sector de Construcción e Inmobiliario, que han desarrollado una estrategia inversora más agresiva.

Un cambio en la tendencia de las variables fundamentales de la economía o subidas de los tipos de interés podrían tener efectos adversos significativos en los resultados esperados de las empresas más endeudadas. Del mismo modo, esta circunstancia podría generar indisponibilidad de liquidez en algunas empresas para materializar posibles oportunidades de inversión.

Finalmente, en aquellas adquisiciones de participaciones en sociedades cotizadas cuya financiación se ha garantizado principalmente a través de la pignoración de los valores adquiridos, un entorno bajista de los mercados bursátiles podría forzar a algunas entidades inversoras a aportar garantías adicionales o, en última instancia, a la liquidación anticipada de la deuda.

Consideraciones acerca de la Oficina de Atención al Inversor

Juan Pablo Martín Martín (*)

(*) Juan Pablo Martín Martín pertenece a la Dirección de Inversores de la CNMV.

1 Introducción

La Ley del Mercado de Valores encomienda a la CNMV la responsabilidad de velar por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de precios y la protección de los inversores en España, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar el logro de esos fines.

Aunque todas las direcciones de la CNMV contribuyen al objetivo de velar por la protección del inversor recogido en la Ley del Mercado de Valores, la Dirección de Inversores se encarga de atender de forma directa las necesidades de los inversores minoristas o no profesionales¹. Así, dicha Dirección desempeña un papel fundamental como interlocutor de aquellos inversores que acuden al organismo supervisor para plantear sus quejas, sus dudas o cualquier otra circunstancia que deseen poner en su conocimiento. También las reclamaciones que los inversores presentan ante la CNMV constituyen un elemento valioso a tener en cuenta en las tareas de supervisión e inspección llevadas a cabo por la CNMV. Además, esta Dirección vigila que los inversores dispongan de la información necesaria para que tomen sus decisiones con el mayor conocimiento posible y se encarga de proporcionar formación y mejorar el conocimiento financiero de los inversores para que sean capaces de interpretar la información existente.

Con el fin de maximizar el alcance de la información que puede proporcionar, la CNMV ha desarrollado una zona de su página web dirigida de forma específica a los inversores, el Rincón del Inversor, donde se explican de modo sencillo las características de los productos financieros, las novedades legislativas, se indican los mecanismos para remitir consultas, quejas o reclamaciones y, recientemente, se incluyen herramientas que facilitan las decisiones de inversión como el buscador/comparador de fondos, ya en funcionamiento, o el próximo comparador de comisiones de intermediación.

La Oficina de Atención del Inversor es el canal de acceso del que disponen los inversores para realizar consultas a la CNMV o mandar quejas o reclamaciones. La oficina de Atención al Inversor es accesible a través de teléfono, fax, correo electrónico, además del correo tradicional o presencia física en las oficinas de la CNMV.

En este artículo se aborda la actividad de la Oficina de Atención al Inversor. En el primer apartado se señala cómo esta Oficina ha asumido las competencias del Comisionado de Defensa del Inversor. El segundo apartado se dedica a explicar la red FIN NET, establecida por la Unión Europea para la resolución no judicial de conflictos entre clientes y entidades financieras. Los epígrafes tercero y cuarto

¹ Conforme a la definición prevista en el art. 4.12 de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros MIFID.

abordan el carácter no vinculante de las resoluciones de la Oficina y los criterios y recomendaciones que realiza que, además, se recogen en dos anexos finales. El artículo termina con un apartado que ofrece alguna información estadística de la actividad de la Oficina y con unas conclusiones.

2 La Oficina de Atención al Inversor: adaptación al R.D 303/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de los Comisionados para la Defensa del Cliente de Servicios Financieros

El Capítulo V de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre de Medidas de Reforma del Sistema Financiero y el Real decreto 303/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de los Comisionados para la Defensa del Cliente de Servicios Financieros, junto con otras medidas legislativas, vinieron a reforzar los mecanismos de protección de la clientela de los servicios financieros con el objetivo fundamental de que las medidas adoptadas para aumentar la eficiencia y la competitividad del sistema financiero español no tuviesen como efecto secundario un menor grado de protección para los clientes de los servicios financieros.

De una manera sintética puede afirmarse que se delimitaron los cauces a seguir para que los usuarios de servicios financieros hiciesen llegar sus consultas, quejas y reclamaciones contra intermediarios a las autoridades supervisoras, así como se establecieron los principios básicos que debían regir la actuación de éstas a la hora de atenderlas de una manera ágil y eficaz.

En el caso concreto de los mercados de valores, se contempló la creación de la figura del Comisionado para la Defensa del Inversor cuyas funciones han sido asumidas plenamente por la Oficina de Atención al Inversor (en adelante OAI) en aplicación de lo previsto en el artículo 93 de la Ley del Mercado de Valores y en la Disposición transitoria única del Real Decreto 303/2004².

Las funciones que este Real Decreto reserva al Comisionado se dividen en varios niveles distintos en base a la naturaleza de la interpelación planteada por el inversor y a la actividad derivada de la misma; este esquema de distribución

² Art. 93 de la Ley 24/1988, de 28 de julio de 1988, del Mercado de Valores: "El Ministerio de Economía y Hacienda regulará, sin perjuicio de las competencias en la materia de las Comunidades Autónomas, la constitución por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, de estimarse necesario, por los organismos rectores de los mercados secundarios oficiales de valores y por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, de servicios destinados a atender las reclamaciones que, en materias de su competencia, pueda formular el público, así como a asesorar a este sobre sus derechos y los cauces legales existentes para su ejercicio".

Disposición Transitoria Única. R.D 303/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de los comisionados para la defensa del cliente de servicios financieros: "Los expedientes de quejas y reclamaciones presentadas ante los servicios de reclamaciones del Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones que se encuentren en tramitación a la entrada en vigor de este real decreto continuarán sustanciándose conforme al procedimiento de resolución de quejas y reclamaciones que venga establecido por la normativa anterior".

funcional ha sido incorporado a su actividad por la OAI:

- (i) Atención de todas las Consultas y solicitudes de información formuladas a través de cualquier medio y relativas a materias no directamente relacionadas con incidencias concretas con una entidad determinada.
- (ii) Resolución de quejas y reclamaciones presentadas por los inversores, en las cuales se sustancian las discrepancias concretas de inversores que pretenden obtener la restitución de un interés o derecho como consecuencia de tardanzas, desatenciones, incumplimientos de los contratos, de la normativa de transparencia y protección de la clientela o de las buenas prácticas y usos financieros por parte de las entidades, y que pueden haber supuesto para quien los formula un perjuicio económico cuantificable.
- (iii) Remisión a los servicios de supervisión aquellos expedientes en los que se aprecien indicios de incumplimiento o quebramiento de normas de transparencia y protección de la clientela.
- (iv) Proposición de las modificaciones normativas que resulten convenientes para la mejor salvaguarda de los derechos de los usuarios de servicios financieros en materia de transparencia y protección de la clientela.
- (v) Servir de órgano de relación y comunicación con instituciones y órganos, nacionales y extranjeros, que cumplan finalidades o tengan competencias semejantes a las establecidas en este reglamento.
- (vi) Promoción de actuaciones que tengan por objeto facilitar el conocimiento por los usuarios de servicios financieros de la normativa en materia de transparencia y protección de la clientela, así como de las buenas prácticas y usos financieros.
- (vii) Información sobre la adecuación de los reglamentos de funcionamiento de los departamentos o servicios de atención al cliente y del defensor del cliente al régimen jurídico establecido por el Ministerio de Economía.
- (viii) Realización de actividades divulgativas de los criterios que sirven de base a la resolución de los expedientes que se tramiten en el ámbito de su competencia.

Asimismo, el artículo 4, sobre competencias y Funciones del Comisionado, del citado Real Decreto 303/2004 recoge la obligación de elaborar una Memoria Anual dando cuenta de la gestión realizada.

La OAI de la CNMV aplica una serie de principios en su actuación que tienen como objetivo garantizar que los inversores reciben una tutela real y efectiva. Gran parte de estos principios están recogidos en el propio Real Decreto 303/2004 de forma expresa³ o se encuentran presentes de forma implícita en el ordenamiento administrativo español. Algunos pueden considerarse que son coincidentes con las

³ Art. 2 del Reglamento de los Comisionados para la defensa de clientes de servicios financieros.

recomendaciones que la red FIN-NET de resolución transfronteriza de reclamaciones establece para sus miembros. La tabla 1 recoge los citados principios y señala también su referencia.

Principios de actuación de la OAI

TABLA 1

Principio	Descripción	Referencia
Legalidad	Todas las actuaciones de la OAI se llevan a cabo al amparo de la normativa general sobre procedimiento administrativo y de la normativa del mercado de valores, dentro de las atribuciones que legalmente le han sido conferidas.	FIN-NET
Voluntariedad	Los inversores gozan de la plena libertad para acudir a la OAI como instancia de resolución de conflictos, sin que ello suponga ningún menoscabo a su derecho de acudir a otras instancias arbitrales o judiciales.	FIN-NET
Igualdad	Igualdad de trato entre todos los inversores que acuden a la CNMV para formular sus consultas o reclamaciones e igualdad de tratamiento en las consideraciones y conclusiones para supuestos iguales. Cualquier hipotética alteración de este principio de igualdad lo sería en base a razones suficientemente argumentadas y razonadas.	
Celeridad	Se establecen unos plazos de respuesta razonables, al tiempo que se trata de dotar a los trámites preceptivos de la máxima diligencia posible para su cumplimiento.	FIN-NET
Transparencia	El reclamante dispone de toda la información sobre el procedimiento y los resultados obtenidos pueden evaluarse objetivamente.	FIN-NET
Audiencia o Contradicción	Se concede a la parte frente a la que se plantea alguna reclamación o queja la posibilidad de conocer la postura de la parte reclamante, así como el derecho a presentar las alegaciones que estime oportuno en el marco del expediente iniciado.	FIN-NET
Confidencialidad	Los datos aportados en el contexto de las consultas o reclamaciones formuladas están sometidos a la protección establecida por la normativa sectorial vigente.	R.D
Gratuidad	Las actuaciones no le suponen al inversor ninguna tasa o precio público cuyo abono condicione la atención a su demanda, ni le impone la obligatoriedad de utilizar un representante legal.	R.D FIN-NET
Efectividad	En sus actuaciones la OAI persigue atender de una manera satisfactoria e integral todas las cuestiones formuladas por los inversores, teniendo en cuenta todos los elementos necesarios para la resolución del conflicto	R.D FIN-NET
Coordinación	Con otros departamentos de la CNMV y con otros supervisores a efectos de intercambiar información para ofrecer al inversor la mejor atención a los asuntos planteados, así como a la hora de trasladar posibles actuaciones que, una vez puestas de manifiesto, pudieran tener trascendencia a efectos administrativos. Igualmente, esta coordinación debe estar presente en materia de criterios aplicables a situaciones concretas, que en todo caso deben partir de una interpretación común de la normativa.	R.D
Autonomía	Autonomía para la adopción de decisiones. En este sentido, debe destacarse la reciente modificación del estatus de la Dirección de Inversores que ha pasado a ser una dirección horizontal con dependencia directa de la Presidencia de la CNMV.	R.D FIN-NET
Independencia	Imparcialidad en todas sus actuaciones.	R.D FIN-NET
Ventanilla Única	La OAI puede ser receptora de cualquier tipo de reclamación presentada por un usuario de servicios financieros, con independencia de que la materia que sea objeto de la misma esté referida a asuntos bancarios o de seguros. Posteriormente y en base a mecanismos seguros de traslado de información, son derivados al organismo competente para su conocimiento y resolución. Este principio es recíproco con los otros organismos supervisores.	R.D

La OAI realiza fundamentalmente dos actividades: recibir reclamaciones y atender consultas.

2.1 Reclamaciones

En relación con las reclamaciones, la OAI actúa de plena conformidad con lo dispuesto en el Capítulo III del R.D 303/2004. En la tabla 2 se recogen los procedimientos de actuación establecidos en el citado R.D., que son seguidos fielmente por la OAI.

Procedimientos de actuación de los Comisionados según R.D 303/2004 TABLA 2

		R.D.
Canal de Presentación	Por escrito Por medios telemáticos autorizados y con suficiente grado de protección (no e-mail ordinario)	Art. 7.2
Contenido mínimo	Lugar y la fecha del escrito, así como la identidad del reclamante: nombre, apellidos y domicilio del interesado o de su representante debidamente acreditado, junto con el número de DNI. Además, deberán especificarse de manera clara los hechos objeto de nuestra queja o reclamación junto con una copia de los documentos relevantes que puedan soportarla; así como una declaración expresa de que no se tiene constancia de que la cuestión esté siendo tratada en ninguna instancia administrativa, arbitral o judicial.	Art. 7.3
Admisión	Sólo serán objeto de inadmisión las reclamaciones que: <ul style="list-style-type: none"> - omitan datos esenciales y no subsanables para la tramitación - cuando no sea posible determinar con claridad suficiente los motivos concretos que las originan. - cuando no se acredite que han sido presentadas con anterioridad ante las instancias de resolución de la entidad reclamada. - se encuentren sometidas a conocimiento de otros órganos administrativos, arbitrales o judiciales. 	Art. 10
Tramitación	Una vez abierto el correspondiente expediente por una reclamación, los plazos de referencia son: <ul style="list-style-type: none"> - 10 días para informar al interesado e informar a la entidad reclamada. - 15 días para que esta entidad efectúe las alegaciones correspondientes. En caso de avenimiento, se comunica esta circunstancia al reclamante y este dispone de 15 días para contestar aceptando o no la solución propuesta. - En ausencia de contestación por la entidad reclamada, se emitirá el informe que de por terminado el expediente. 	Art. 11
Terminación	El plazo máximo para la resolución del expediente es de 4 meses desde la fecha de recepción de la queja o reclamación por parte de la OAI, salvo circunstancia que debería ser debidamente explicada en el informe final y previamente comunicada al interesado. Este informe ha de contener las conclusiones claras y precisas respecto a la conducta seguida por la entidad en el caso planteado y ha de estar suficientemente motivado, sin que tenga la consideración de acto administrativo, por lo que no puede ser objeto de recurso ante órganos administrativos o judiciales. Además, tiene únicamente carácter informativo y no vinculante para las partes, no recogiendo valoraciones económicas o propuestas sobre los posibles daños y perjuicios ocasionados a los usuarios de los servicios de inversión.	Art. 12
Actuaciones complementarias	La entidad reclamada deberá manifestar expresamente en el plazo de un mes desde la notificación del informe la aceptación o no de sus conclusiones y criterios, así como la justificación de haber rectificado la situación del reclamante, en su caso. En este caso, se procederá al archivo de la reclamación sin más trámite, sin perjuicio de las responsabilidades administrativas que puedan derivarse de la remisión a los servicios de supervisión correspondientes de los expedientes en los que pudiera haber indicio de incumplimiento normativo.	Art. 13

En lo que respecta al alcance de la actividad del Comisionado para la Defensa del Inversor, debe indicarse que el R.D 303/2004 lo definía como un “*órgano carente de funciones ejecutivas y ejecutorias*”, sin que sus actuaciones e informes tengan la consideración de actos administrativos susceptibles de posterior recurso. Las actuaciones del Comisionado no son excluyentes respecto a la vía arbitral y judicial y en ningún caso pueden pronunciarse sobre los daños y perjuicios ocasionados o facilitar valoraciones económicas.

Estas atribuciones son asumidas en su integridad por la OAI. De hecho, en todos sus informes de resolución de reclamaciones se indica que “*La resolución de controversias de carácter privado en general y la atención de peticiones indemnizatorias en particular, no se encuentran bajo ninguna circunstancia dentro del ámbito de competencias de la CNMV. Para resolver estas materias, en su caso, deberán dirigirlas a los juzgados y tribunales de justicia.*”. Además, debe tenerse en cuenta que los resultados y conclusiones a los que pueda llegar la CNMV en sus informes no tienen por qué coincidir plenamente con los fallos de los tribunales ante el mismo caso o casos similares y, por tanto, en ningún caso puede considerarse un sustitutivo de los procedimientos judiciales.

2.2 Atención de consultas

La actividad de asesoramiento e información a los inversores que desarrolla la OAI supera lo establecido en el Capítulo IV del R.D 303/2004, en tanto que no sólo se atienden las consultas formuladas por escrito o telemáticamente, sino que se pone a disposición de los inversores un servicio telefónico que permite agilizar de manera muy importante este segmento de actividad en claro beneficio del inversor.

Este servicio telefónico atiende todas las consultas; las que tienen un componente técnico son atendidas por personal técnico de la OAI a la mayor brevedad, mientras que las que son puramente informativas, sobre contenidos de registros públicos, página web, etc., son atendidas por un *call center* de manera inmediata.

2.3 Otras actividades de la OAI

En la actualidad, la OAI es interlocutor de otros órganos nacionales y extranjeros con finalidades similares. De hecho, mantiene contactos fluidos y coordinados con los Servicios de Reclamaciones de los otros organismos supervisores del sistema financiero español, Banco de España y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, así como con las autoridades con competencia en materia de Defensa de los Consumidores.

De la misma forma, la OAI participa como invitado en FIN-NET, red transfronteriza europea sobre la que se profundiza en el apartado siguiente, lo que le permite estar en contacto con organismos de resolución extrajudicial de conflictos y coordinar criterios.

La OAI colabora con otras áreas de la CNMV en la verificación de la adecuación de los reglamentos de funcionamiento de los departamentos o servicios de atención al cliente y del defensor del cliente al régimen jurídico establecido por el Ministerio de Economía, como paso previo a su autorización y registro administrativo.

Por todo ello, resulta evidente que la tutela de los inversores en materia de provisión de información y de resolución de sus controversias con los intermediarios es plena y que la actividad de la OAI se ajusta de una forma muy fiel a los principios y procedimientos previstos en el R.D 303/2004. Puede hablarse, incluso, de ciertas ventajas comparativas del modelo actual respecto al que se proponía en el citado R.D.: mayor capacidad de interacción con las actividades de supervisión de la CNMV, mayor cobertura de las demandas informativas de los inversores, a través de su servicio telefónico de atención de consultas, atención de reclamaciones contra sociedades emisoras, etc.

Además, la actividad de la OAI, al recibir las preocupaciones, quejas e incluso reclamaciones de los inversores, puede constituir en algunos casos un primer paso en la cadena de supervisión de las empresas de servicios de inversión o en de la calidad de la información de las empresas cotizadas. El hecho de que la OAI remita al área de supervisión aquellos expedientes en los que puedan apreciarse indicios de incumplimiento o quebramiento de normas de transparencia y protección de la clientela supone la generación de economías de escala y una mayor eficiencia de los recursos destinados por el supervisor a ese fin.

2.4 Rendición de cuentas de la actuación de la OAI

El R.D 303/2004 determinaba que el Comisionado debía dar cuenta de su actividad mediante la publicación de una memoria anual que incluyera un resumen estadístico de los expedientes de consulta y reclamación tramitados y en el que se identificaran de forma expresa los criterios aplicados y los tipos de resolución ofrecida, y las entidades afectadas por los informes, con concreción de su denominación y tipo de expediente que les afecten.

Desde 2003, y a diferencia de los Servicios de Reclamaciones de Banco de España y Dirección General de Seguros, la OAI no elabora este informe anual, pero en su defecto ha venido elaborando una publicación de carácter trimestral en el que se han recogido datos estadísticos y criterios aplicables en expedientes significativos desde el punto de vista cualitativo o cuantitativo. Además, también se ha venido incluyendo información sobre consultas y reclamaciones en el Informe Anual de la CNMV.

Próximamente, en cumplimiento de este principio de transparencia y de su función como divulgadora de los criterios que sirven de base a la resolución de los expedientes tramitados, se encontrarán disponibles en la página web de la CNMV la totalidad de los criterios y reclamaciones aplicados por la OAI, en forma de base de datos viva que irá ampliándose y modificándose en función de la evolución de sus componentes.

3 La red FIN-NET: resolución transfronteriza de reclamaciones

La integración de los mercados financieros nacionales con el objetivo de la creación del mercado único de servicios financieros en la Unión Europea estará plenamente justificada en la medida en que se traduzca en una serie de beneficios tangibles para los inversores no profesionales, además de los que reportará a la propia industria financiera y a los inversores profesionales: acceso a una mayor variedad de productos financieros de calidad a un precio más bajo, mayor confianza en la solvencia y acreditación de los proveedores de servicios, mejor información y asesoramiento con que fundamentar la toma de decisiones de inversión, etc.

Sin embargo, este cambio en cuanto a las condiciones de libre acceso a un producto o servicio financiero, que a partir de ahora puede ser más complejo y que puede ser prestado por una entidad transfronteriza, conlleva la necesidad de articular mecanismos de defensa y protección al inversor que permitan la canalización y la adecuada resolución de sus quejas y reclamaciones en ese nuevo entorno. Hay que señalar que las relaciones contractuales con entidades radicadas en el extranjero están sometidas a marcos jurídicos que pueden resultar desconocidos a los inversores o en los que estos tengan dificultades para alcanzar un nivel adecuado de protección de sus derechos en caso de conflicto.

La Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, contempla en sus considerandos⁴ que *“Debe alentarse a los Estados Miembros a que, cuando apliquen las disposiciones sobre reclamaciones y procedimientos de recurso en los procedimientos extrajudiciales, se sirvan de los actuales mecanismos transfronterizos de cooperación, en particular de la red de denuncias en el ámbito de los servicios financieros (FIN-NET)”* .

En su articulado, asimismo, se dice que *“Los Estados Miembros se asegurarán de que estos organismos (de resolución de reclamaciones) no estén incapacitados por disposiciones legales o reglamentarias para cooperar efectivamente en la resolución de conflictos transfronterizos”*⁵.

En consecuencia, y de manera indefectible, la normativa española que sirva para trasponer esta Directiva incorporará este mandato.

La red FIN-NET se estableció siguiendo la recomendación de la Comisión Europea de 30 de marzo de 1998 (98/257/CE) para ayudar a los consumidores cuando los proveedores de servicios residen en otro país distinto. Específicamente está orientada a la resolución de disputas entre usuarios de servicios de inversión

⁴ Considerando nº 61 de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros.

⁵ Art. 53 de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros.

y los proveedores de tales servicios por procedimientos extrajudiciales. Esta red inició su andadura el 1 de febrero de 2001.

Sus objetivos básicos pueden resumirse en el propósito de que las reclamaciones transfronterizas se respondan de la forma más rápida y eficaz posible y de que los sistemas de resolución extrajudicial de litigios de los diferentes países operen de acuerdo con unos principios comunes, pese a la existencia de diferencias en cuanto a su naturaleza y competencias en materia de obligatoriedad o carácter vinculante de sus resoluciones.

FIN-NET permite al usuario de servicios financieros ponerse en contacto con el órgano de reclamación extrajudicial en su país de origen, aunque su reclamación se dirija contra una sociedad financiera extranjera. Se trata, por lo tanto, de un mecanismo de "sistema más cercano", que permite al consumidor conocer el sistema de reclamación adecuado para su problema y le facilita la información necesaria acerca del mismo y del procedimiento que aplica.

Una vez que el consumidor conoce esta información, puede entregar su reclamación al órgano miembro de FIN-NET de su país de origen. Si el órgano miembro de FIN-NET del país de origen del consumidor no tramita directamente la reclamación, la puede remitir al sistema pertinente del país del proveedor de servicios.

Por lo general, los sistemas de reclamación extrajudicial son aplicables a los proveedores de servicios que operan en el país y desde el país en el que existe el sistema. De esta manera, si se reclama contra un proveedor extranjero de servicios financieros, la reclamación sería tramitada por el organismo que actúe en el país en el que esté establecida la empresa, lo que permite una mejor aplicación de las decisiones adoptadas por los organismos extrajudiciales.

En lo que se refiere al idioma empleado en la reclamación, puede presentarse al menos en el idioma del contrato financiero o en el que haya utilizado normalmente el consumidor en sus contactos con la institución financiera, aunque en algunos casos también es posible utilizar otros idiomas.

En la actualidad, la red está integrada por 48 órganos de resolución extrajudicial de conflictos en el ámbito financiero de un total de 21 estados. Sólo una Institución española se encuentra adherida a esta red, el Servicio de Reclamaciones del Banco de España, lo que supone una asimetría en el acceso a este mecanismo de protección de los usuarios de servicios de inversión frente a los usuarios de servicios bancarios.

En base a estas condiciones expuestas, resulta del mayor interés que la CNMV se incorpore a FIN-NET mediante la adhesión al Memorandum de Entrada, consistente en una declaración de intenciones en materia de cooperación, no vinculante jurídicamente, y que, en consecuencia, no genera derechos ni obligaciones legales para las partes ni para terceros.

La CNMV cumple todos los principios de calidad exigidos a los miembros de FIN-NET en sus procesos de resolución de conflictos, por lo que la incorporación a esta red no exigiría ninguna adaptación o modificación de

procedimientos: principios de independencia, transparencia, contradicción, eficacia, legalidad, libertad y representación, los cuáles, ya fueron analizados en el epígrafe 1 (ver tabla 1).

4 El carácter no vinculante de las resoluciones de la OAI

Uno de los aspectos de la actividad de la OAI que puede llegar a generar cierta frustración entre los inversores es el hecho de que los informes emitidos con motivo de las reclamaciones formuladas en los que se concluye la existencia de una actuación incorrecta por parte de la entidad reclamada no se acaben traduciendo en la satisfacción de sus pretensiones de indemnización o compensación sobre los perjuicios que de esa actuación pudieran haberse derivado.

Y es que, como ya se ha citado con anterioridad en este artículo, la OAI debe considerarse una instancia administrativa, de tal manera que la resolución de controversias de carácter privado, en general, y la atención de peticiones indemnizatorias, en particular, no se encuentran dentro de su ámbito de competencias.

Es decir, en ningún caso debe asimilarse el estatus de la OAI al de una instancia de carácter arbitral o jurisdiccional y a este respecto resulta interesante comparar la OAI de la CNMV con los mecanismos de resolución de reclamaciones de usuarios de servicios de inversión que existen en otros países europeos.

En el Reino Unido, la *Financial Services Authority* (FSA) no trata las reclamaciones que los inversores puedan presentar contra las entidades intermediarias sino que estos han de dirigirse al *Financial Ombudsman Service* como alternativa a los tribunales y siempre después de haber agotado la vía de los servicios de atención al cliente de las entidades intermediarias.

Se trata, por lo tanto, de una instancia de mediación y conciliación independiente del organismo supervisor de los mercados, cuyas resoluciones sí son vinculantes para la entidad reclamada, siempre que los reclamantes manifiesten la aceptación de las mismas. En caso contrario, pueden acudir a los tribunales de justicia⁶.

En Francia, por su parte, existe la figura del *Ombudsman* como órgano adscrito a la *Autorité des Marchés Financiers* (AMF) aunque autónomo en su funcionamiento, que tiene atribuidas competencias de mediación para alcanzar acuerdos extrajudiciales y que, en cualquier caso, no son vinculantes para las partes⁷.

En Portugal, la *Comissao do Mercado de Valores Mobiliarios* (CMVM) cuenta con un Gabinete de Apoyo al Inversor y Mediación de Conflictos que, en sus funciones, es muy similar al modelo español. Con sus resoluciones, trata de poner

⁶ Información extraída de la web www.fsa.gov.uk

⁷ Información extraída de la web www.amf-france.org

de manifiesto aquellas conductas no ajustadas a las reglas de los mercados y de conciliar los intereses de inversores e intermediarios.

No obstante, sólo los tribunales serían competentes para apreciar y decidir eventuales pretensiones de indemnización y la presentación de una reclamación no suspendería o interrumpiría los plazos legales para acudir a ellos⁸.

En Italia, la *Commissione Nazionale per la Società e la Borsa* (CONSOB) no dirime controversias entre las entidades supervisadas y sus clientes. Cualquier litigio en este sentido, debe plantearse ante la autoridad judicial⁹.

Como puede apreciarse, la heterogeneidad en cuanto a los modelos de atención y resolución de reclamaciones es un hecho a nivel europeo, de tal manera que sólo aquellos órganos que no tienen una dependencia de los organismos reguladores se erigen en instancias de resolución vinculante para las partes. De acuerdo al marco normativo español, podrían asimilarse a órganos arbitrales.

Hay opiniones que se pronuncian abiertamente a favor de atribuir carácter ejecutivo al órgano encargado de la resolución de reclamaciones sobre servicios de inversión, ya que interpretan que no tenerlo supone una debilidad.

Así, el Defensor del Pueblo sostiene en su Informe Anual de Actividad correspondiente a 2006 que *“la falta de funciones ejecutivas del Servicio de Reclamaciones de la CNMV hace que los ciudadanos tengan que acudir a un procedimiento judicial o arbitral para ver satisfecho su derecho, eso sí, aportando el citado informe como prueba.*

Con este modelo, no se consigue ejercer la protección que se pretende (...) sobre los inversores, por lo que la finalidad para la que fue creado, amparar de forma efectiva a la clientela e inversores, no se cumple”.

Esta posición choca frontalmente con las previsiones legales plasmadas en el artículo 5 del R.D 303/2004, de 20 de febrero, que determina que *“Los Comisionados para la Defensa del Cliente de Servicios Financieros son órganos carentes de funciones ejecutivas y ejecutorias. Sus actuaciones o los informes que emitan no tendrán la consideración de actos administrativos, por lo que no serán susceptibles de recurso alguno”.*

Además, el ordenamiento jurídico español es claro en cuanto a la descripción de las instancias de resolución de conflictos surgidos entre proveedores de bienes y servicios y clientes, así como las atribuciones de cada una de ellas: tribunales de arbitraje, previamente aceptados por las partes y tribunales ordinarios de justicia. No cabe, por lo tanto, ninguna otra fórmula intermedia, si quiera con carácter excepcional¹⁰.

La CNMV está obligada legalmente a velar por el adecuado funcionamiento de los mercados de valores y la OAI contribuye a ello en tanto que verifica el cumplimiento

8 Información extraída de la web www.cnmv.pt

9 Información extraída de la web www.consob.it

10 Esta afirmación encuentra su fundamento en la interpretación extensiva del art. 117.6 de la Constitución Española de 1978, de la Ley 60/2003, de 23 de diciembre, de Arbitraje y de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de enjuiciamiento civil.

de las normas de conducta en las relaciones establecidas entre intermediarios y clientes a través de las reclamaciones presentadas y atiende las solicitudes de pronunciamiento de los propios reclamantes sobre sus casos particulares.

Puede hablarse, por lo tanto, del carácter dual de las funciones de la OAI como observador de la actuaciones de las entidades prestatarias de servicios de inversión y su acomodo a las normas de conducta que les son exigibles y como contribuidor a la resolución del conflicto entidad-cliente procurando, en su caso, que se atiendan las pretensiones del reclamante si la entidad se ha desviado del cumplimiento de las normas de conducta y le ha producido un perjuicio al cliente. Así, la OAI traslada a las entidades reclamadas aquellas consideraciones que se derivan del análisis de las reclamaciones, si bien su actividad frente a las entidades supervisadas no radicaría en la atención a las demandas compensatorias del reclamante, sino en las acciones correctoras que pueda instar como órgano supervisor e, incluso, inspectoras y sancionadoras que eventualmente y con carácter posterior pudieran derivarse de las mismas.

Este modo de actuación, por otra parte, no supone ningún tipo de indefensión para los reclamantes quienes, en todo caso, conservan intacto su derecho a acudir a los tribunales.

Estimar un sistema de decisión ejecutiva por parte del órgano supervisor, y sin entrar a valorar los obstáculos legales que actualmente están vigentes, no sería más que añadir una instancia más a la resolución del conflicto, porque al final, si alguna de las partes no estuviera de acuerdo con el acto ejecutivo de la administración actuante, este sería recurrible, y acabaría en los tribunales de justicia.

En este sentido, debe indicarse que desde el 1 de enero de 2007 en todas aquellas reclamaciones concluidas con un informe que pone de manifiesto la existencia de alguna actuación incorrecta por parte de la entidad reclamada, la CNMV solicita aclaraciones a esta entidad acerca de las medidas que va a adoptar para corregir dicha actuación, reservándose posibles actuaciones administrativas posteriores en caso de no rectificación o reiteración de conductas incorrectas. De forma mayoritaria, las entidades han atendido este requerimiento informativo, trasladando su disposición a acatar los criterios expuestos en los informes, tomando nota para que no vuelvan a producirse estas incidencias en el futuro y, en los casos cuantificables económicamente, planteando una compensación a los reclamantes.

5 Interpretación de la normativa por la OAI: Criterios y recomendaciones

En el ámbito de su actividad cotidiana la OAI de la CNMV acude de forma permanente a la consulta e interpretación de la normativa que resulta de aplicación a los diferentes supuestos planteados.

En este momento, y a la espera de la inminente transposición de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) que incorporará importantes novedades en materia de comercialización de productos y en la prestación de servicios financieros, el conjunto de normas que forma más recurrente deben invocarse para analizar los diferentes aspectos que hacen referencia a las relaciones establecidas entre las entidades y sus clientes son las Normas de Conducta¹¹.

Las Normas de Conducta, en su conjunto, suponen una compilación de buena parte de los preceptos y principios que deben regir las relaciones entre los inversores y las entidades que desarrollan sus actividades en los mercados, entre las que nos encontraríamos con empresas de inversión nacionales y extranjeras que actúan en nuestro país, entidades de crédito, sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, etc.. Contienen principios generales de comportamiento o usos financieros, como el deber de actuación leal, diligente y en mejor interés de los clientes, a la vez que regulan aspectos tan relevantes como la información obligatoria, entrega de documentación, tarifas aplicables, contratos tipo, etc.

En determinados aspectos puede hablarse más de principios implícitos o genéricos que de obligaciones expresamente tasadas. Ello se debe quizá a que emanan, al menos en parte, de normas legales sobre contratación o sobre derechos del consumidor posteriormente adaptadas a la realidad de los mercados de valores, y a que deben ser aplicadas conjuntamente con las cláusulas contractuales pactadas entre las partes. Así, por ejemplo, no encontraremos en ellas ningún precepto que establezca de manera expresa cuáles son las funciones que debe asumir el depositario en relación con el titular de los valores depositados, aunque sí encontraremos referencias recurrentes a su deber de actuación diligente, entrega o puesta a disposición de información relevante, etc. En otros supuestos no es así, fundamentalmente en cuestiones de carácter técnico como la conservación y registro de órdenes, donde los plazos y requisitos técnicos están claramente descritos.

En cualquier caso, y sin ninguna duda, las normas de conducta constituyen un elemento de equilibrio en las relaciones que se establecen entre inversores y entidades, y su cumplimiento supone un importante compromiso con la transparencia informativa y con el respeto a los derechos del inversor por parte de las entidades.

¹¹ Título VII de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores; R.D 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios; O.M de 25 de octubre de 1995, de desarrollo parcial del R.D 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios.; O.M de 7 de octubre de 1999, de desarrollo del Código General de Conducta y normas de actuación en la gestión de carteras de inversión; Circular 3/1993, de 29 de diciembre, de la CNMV, sobre registro de operaciones y archivo de justificantes de órdenes; Circular 1/1996, de 27 de marzo, de la CNMV, sobre normas de actuación, transparencia e identificación de los clientes en las operaciones del mercado de valores; Circular 2/2000, de 30 de mayo, de la CNMV, sobre modelos normalizados de contratos tipo de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión y otros desarrollos de la O.M de 7 de octubre de 1999, de desarrollo del Código General de Conducta y normas de actuación en la gestión de carteras de inversión; Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado.

Junto a este paquete de normas, también debería incluirse por su trascendencia la normativa específica aplicable a suscripción, reembolso o traspaso de IICs, ejercicio de derechos asociados, comercialización de IICs, etc. Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva; Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, y se adapta el régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva. Modificado por Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo.

A partir de la aplicación habitual de estas normas, la OAI ha elaborado una serie de criterios interpretativos que, una vez compilados, pueden constituirse en fuente de consulta para todos aquellos agentes que participan o que tienen previsto participar en los mercados de valores.

La finalidad última de su difusión es múltiple, en función de la naturaleza de sus destinatarios:

- Para las entidades que prestan servicios de inversión, pueden constituir una referencia que les permita adoptar medidas para la mejora de sus servicios y trato a sus clientes. Con la divulgación de estos criterios y recomendaciones se trata de favorecer que las entidades rectifiquen la situación del cliente o conjunto de clientes que pudieran verse afectados por situaciones equivalentes, pudiendo en algunos casos, incluso, llegar a evitar la necesidad de que el cliente presente la correspondiente reclamación.
- Asimismo, se pretende también mejorar la eficacia de los Servicios de Atención a los Clientes de las entidades, impulsando la asunción y aplicación de las mejores prácticas identificadas en la resolución de las reclamaciones y el aprendizaje de las lecciones derivadas de la insatisfacción de los clientes.
- Por el lado de los inversores, el objetivo es favorecer su mejor conocimiento de los mercados financieros y de sus derechos y obligaciones. Se trata también de alertarles de lo que pueden considerarse malas prácticas y actuaciones incorrectas para que, en caso de que pudieran verse afectados por situaciones similares, tengan la oportunidad de canalizar su reclamación y, en su caso, obtener la correspondiente corrección o resarcimiento.

Como no podía ser de otra manera, la casuística de incidencias planteadas por los inversores es muy amplia y variada, de tal manera que cualquier intento de síntesis requiere, por un lado, el acotamiento e identificación de incidencias tipo y, por otro, el consenso sobre el precepto normativo que les resulte de aplicación y, en su caso además, la interpretación del mismo. Además, debe entenderse que la realidad es cambiante, de tal manera que cualquier cambio normativo o, incluso, interpretativo, exigiría la actualización de estos criterios.

En los Anexos 1 y 2 se enumeran algunos de los criterios y recomendaciones seleccionados a partir de los publicados en los informes trimestrales de consultas y reclamaciones correspondientes a 2005 y 2006 que se han considerado más frecuentes y de mayor interés.

6 Actividad de la OAI

A lo largo de 2005, 2006 y durante los primeros cinco meses de 2007, la OAI ha

recibido 1.972 reclamaciones y 26.639 consultas de los inversores, desglosadas según se recoge en el cuadro 1.

Actividad de la OAI

CUADRO 1

	Consultas	Reclamaciones
2005	11.887	792
2006	99.985	823
Enero/Mayo 2007	4.767	357
Total	26.639	1.972

En estos datos se observa que la OAI mantiene una trayectoria de consolidación como punto de referencia de los inversores a la hora de obtener información sobre distintos aspectos referidos a los mercados de valores y para reclamar por las incidencias suscitadas al relacionarse con los intermediarios.

Centrándonos en la actividad de reclamaciones y en función de la modalidad de resolución de las mismas a lo largo de 2006, por ser el último ejercicio completo disponible, podemos observar su clasificación según el tipo de resultado (véase cuadro 2).

Distribución de reclamaciones por tipo de resolución

CUADRO 2

	Número	%
Resueltas	586	71,2
Informe Favorable	179	21,7
Informe Desfavorable	326	39,6
Informe Sin Pronunciamiento	5	0,6
Avenimiento	66	8
Desistimiento	10	1,2
No resueltas	237	28,8
Competencia de otros organismos	29	3,5
Falta de requisitos exigidos	204	24,8
Pendientes de resolución	4	0,5
Total	823	100,0

El índice de resoluciones de reclamaciones por parte de la CNMV en las que se detectaron actuaciones incorrectas por parte de las entidades reclamadas y que no habían sido atendidas por el Servicio de Atención del Cliente de la entidad previamente, o que lo fueron pero su resolución fue contraria a los intereses de los reclamantes, ascendió en 2006 al 30,5%.

A este dato, deben añadirse los avenimientos por parte de las entidades reclamadas, es decir, las aceptaciones de las peticiones planteadas por los reclamantes previamente a la emisión del informe de resolución por parte del supervisor, que ascendieron al 11,3%.

Dichos porcentajes implican que casi 42 de cada 100 reclamantes atendidos por la OAI no habían obtenido en su momento una resolución adecuada por parte de los

Servicios de Atención del Cliente de las entidades de las que eran clientes.

Esta cifra es inferior a la media de los cuatro ejercicios anteriores; de hecho, en 2002, la suma de informes favorables y avenimientos sobre el total de reclamaciones resueltas con pronunciamiento por parte de la CNMV fue del 46,92%, en 2003 esa cifra fue del 47,93%, en 2004 fue del 39,5% y en 2005, del 46,5%.

En cuanto a la naturaleza jurídica de las entidades contra las que se reclamó en 2006, se mantuvo el absoluto predominio de las entidades de crédito: bancos y cajas de ahorro fueron objeto de reclamación en el 93,44% de las ocasiones, frente al 4,49% de empresas de servicios de inversión y el 1,45% estuvieron relacionadas con instituciones de inversión colectiva. Esta distribución de las entidades objeto de reclamación es un claro reflejo del enorme y creciente peso que en la comercialización de productos y prestación de servicios de inversión tienen las entidades de crédito.

Por último, pueden clasificarse las reclamaciones resueltas por la OAI en 2006 en función de la materia o el asunto suscitado por el reclamante (véase cuadro 3).

Reclamaciones resueltas por materias

CUADRO 3

Asunto	Número	%
Prestación de servicios de inversión	335	57,2
Comercialización de instrumentos financieros	2	0,3
Recepción, tramitación y ejecución de órdenes	214	36,5
Gestión de carteras	10	1,7
Administración y Depósito de valores	106	18,1
Otros	3	0,5
Fondos de inversión/ Otras IIC	251	42,8
Comercialización	103	17,6
Suscripción y reembolso de participaciones	101	17,2
Traspaso entre IIC	44	7,5
Obligaciones de información a partícipes	3	0,5
Total	586	100,0

Puede observarse que las reclamaciones que hacen referencia a la recepción, tramitación y ejecución de órdenes de valores con todas sus variantes (discrepancias por las comisiones repercutidas, incidencias en la transmisión y/o ejecución, retrasos, etc.) fueron las más numerosas, seguidas de las reclamaciones que tuvieron su origen en discrepancias por la información suministrada a los clientes por las entidades que prestan el servicio de administración y depósito de valores (remisión de información sobre operaciones y actos societarios, extractos informativos, etc.).

Les siguieron, ya dentro del grupo de incidencias relacionadas con los fondos de inversión y otras instituciones de inversión colectiva, las relativas a la entrega de información previa a la suscripción de los productos y las propias de ejecución de órdenes de suscripción y reembolso de participaciones y acciones (comisiones, valor liquidativo asignado, retrasos en la ejecución, etc.).

En lo que respecta a la actividad de consultas, la OAI atendió en 2006 un total de 9.985 consultas, siendo el teléfono el medio más utilizado para contactar con la CNMV (véase cuadro 4).

Consultas atendidas en 2006 por canales de acceso a la CNMV

CUADRO 4

Canal de acceso a la CNMV	Número	%
Teléfono	6.836	68,46
Mail	2.228	22,31
Escrito	239	2,39
Presencial	682	6,83
Total	9.985	100,00

En cuanto a los asuntos que más interés han suscitado entre los inversores se encuentran, en primer lugar, las consultas sobre sociedades emisoras (29,23%) y dentro de este apartado, las correspondientes a las distintas Ofertas Públicas de Adquisición que han tenido lugar a lo largo de 2006 (11,8%).

También fueron muy numerosas las consultas relativas a la CNMV (21,47%), al contenido de los distintos registros oficiales de la CNMV (19,69%), las referentes a entidades no registradas (7,52%), incidencias con empresas de servicios de inversión (7,09%), legislación (6,19%) o incidencias con instituciones de inversión colectiva (5,83%).

6 Conclusiones

A lo largo de este artículo se han abordado diferentes aspectos relacionados con la Oficina de Atención al Inversor de la CNMV, tratando de aportar una visión amplia sobre los principios y procedimientos en base a los cuales actúa, sobre los criterios que aplica para la resolución de consultas y reclamaciones o sobre el alcance de sus pronunciamientos.

Se ha resaltado el alto grado de seguimiento de su actuación con lo dispuesto en el R.D 303/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de los Comisionados para la Defensa del Cliente de Servicios Financieros, lo que sin duda redundará en unas mayores garantías para los inversores y en unos elevados estándares de protección y rechaza cualquier sospecha de incertidumbre o menoscabo en el grado de protección de que deben disfrutar los inversores.

Se ha expuesto la cuestión del carácter no vinculante de sus resoluciones desde diferentes ópticas, para concluir que el ordenamiento jurídico actual deja escaso margen a órganos de resolución que no revistan forma arbitral o judicial.

También se han reflejado su vocación como intérprete de la normativa aplicable

a la conducta de las entidades que participan en los mercados de valores en el marco de su relación con la clientela; su papel como generador de criterios, recomendaciones y usos financieros o la conveniencia de su participación en foros internacionales de resolución extrajudicial de conflictos.

En definitiva, se ha aportado una visión de la Oficina de Atención al Inversor como un elemento que debe contribuir a mejorar la eficiencia de los mercados de valores, en coordinación con otras áreas de la CNMV, pero que cuenta con el valor añadido de la cercanía al ciudadano y del alto grado de conocimiento de su problemática cotidiana.

Anexo 1

Criterios y Recomendaciones sobre la prestación de servicios de inversión

1 Comercialización de Valores e Instrumentos Financieros

- *Los inversores deben asegurarse de recibir la información legalmente exigida en la comercialización de cada producto financiero.*

Antes de la compra de fondos de inversión, de la suscripción de contratos de compra venta de opciones (también conocidos como CFA), de la adquisición de obligaciones subordinadas o participaciones preferentes, entre otros ejemplos, los inversores deben disponer de los documentos oficiales registrados en la CNMV, donde se recogen las características y riesgos de estos productos. Por su trascendencia, se recomienda consultar los folletos informativos, cuya entrega gratuita es obligatoria en el caso de los fondos de inversión y, a petición del cliente, en las suscripciones en el mercado primario.

2 Recepción, transmisión y ejecución de órdenes de valores

- *El plazo de aceptación de una opa es decidido por el oferente, sin que sea posible su acortamiento por parte de los depositarios de las acciones.*

El plazo de aceptación de una opa se fija por el oferente, no siendo inferior a un mes ni superior a dos. De este plazo se informa en el folleto explicativo de la operación y en el hecho relevante difundido con este motivo, sin que sea posible el acortamiento unilateral por parte de los depositarios de las acciones. Por tanto, las entidades depositarias deben admitir mandatos hasta el mismo día de la conclusión del plazo de aceptación.

- *La sugerencia de ampliar las peticiones en las ofertas públicas de venta (OPV) o de suscripción (OPS) es una práctica que puede perjudicar los intereses de los inversores..*

Las solicitudes de suscripción deben formalizarse por el importe realmente

deseado para evitar, entre otros perjuicios, que el número final de acciones asignado resulte superior al deseado, que se generen descubiertos en las cuentas corrientes asociadas, que se multipliquen las comisiones, o que den lugar a una presión al alza en el precio final de colocación.

- *El inversor debe estar informado en todo momento de las comisiones aplicables a sus operaciones.*

Si bien las entidades gozan de libertad en la fijación de las comisiones que aplican por sus servicios (tanto en concepto como en cuantía), el cliente tiene derecho a estar informado en todo momento de las tarifas y gastos aplicables a sus operaciones. Esto significa que no sólo la entidad le debe entregar el folleto de tarifas en el momento de abrir la cuenta de valores, sino que antes de cada operación es importante que conozca el coste exacto asociado, ya que influirá en la rentabilidad final.

Este aspecto es relevante en las operaciones de traspaso de valores a otra entidad y de cambio de titularidad de valores *mortis causa*, al tratarse de operaciones no habituales y con coste elevado. En estos casos, la entidad debería informar al cliente por escrito y con carácter previo de las comisiones y gastos asociados a este tipo de operaciones. Con posterioridad a la realización de la operación o a la prestación del servicio, el cliente ha de recibir una liquidación detallada en la que se desglosen con claridad los gastos cargados, de forma que pueda comprobar que coinciden con los previstos.

- *Las comunicaciones sobre cambios de tarifas no es necesario que se hagan por correo certificado y pueden incorporarse a cualquier información periódica que deba suministrarse a los clientes.*

Cualquier modificación de las tarifas de comisiones y gastos que puedan ser de aplicación a la relación contractual debe ser comunicada por escrito por la entidad a sus clientes, si bien no es necesario que sea a través de un envío específico, sino que puede incorporarse a cualquier información periódica que la entidad deba suministrar al cliente. Este dispone de un plazo mínimo de dos meses desde que reciba la notificación para modificar o cancelar la relación contractual, sin que les sean de aplicación las nuevas tarifas, salvo que sean más beneficiosas, en cuyo caso se aplicarán inmediatamente.

- *La ejecución fragmentada de una orden en el mercado puede multiplicar las comisiones.*

Los supuestos en los que, aún mediando un único mandato de venta, la orden se ejecuta de manera fragmentada en el mercado, pueden dar lugar al cobro de gastos y comisiones por cada ejecución, pese a que son consecuencia de una misma orden. El cliente se enfrenta a un aumento de costes debido a las circunstancias del mercado, sin que sea otra la naturaleza del servicio solicitado o realmente prestado. Para que las entidades puedan repercutir estas comisiones, es suficiente con que se encuentren incluidas y así redactadas en sus folletos de tarifas.

- *En determinadas circunstancias se pueden dejar de pagar comisiones de administración de acciones de sociedades excluidas de cotización en situación de inactividad.*

Después de excluirse de negociación en bolsa las acciones de una sociedad, los accionistas continúan pagando comisiones por su administración, mientras se trate de valores representados mediante anotaciones en cuenta. La razón es que este sistema de representación obliga a que exista una entidad encargada del registro contable. Esto no sería necesario si fueran títulos físicos, que el accionista puede custodiar directamente.

Existe sin embargo una solución aunque sólo en determinadas circunstancias. Los inversores pueden dejar de pagar comisiones de administración de acciones de sociedades excluidas de cotización en situación de inactividad. Para ello se ha arbitrado un procedimiento de renuncia voluntaria al mantenimiento de la inscripción en el registro de anotación en cuenta. Pueden solicitar información a su depositario sobre el modo de iniciar el procedimiento y reclamar cuando, siendo posible, la entidad no facilite el trámite.

- *En las opas, los cánones de contratación y liquidación normalmente son asumidos por el oferente, así como los gastos derivados de la participación obligatoria de un miembro de mercado, siempre que éste sea el designado por el oferente.*

Los gastos y comisiones por la tramitación de aceptaciones de opas están contemplados en los folletos informativos. Es habitual que la entidad oferente asuma los cánones de contratación y liquidación de la orden de venta así como los derivados de la participación obligatoria de un miembro del mercado, siempre que la operación se realice a través del miembro designado por el oferente. En ocasiones el oferente también asume las comisiones de tramitación de la orden de aceptación, pero sólo cuando se cursa a través de determinadas entidades de las que se informa en el folleto de la operación.

- *Cuando se agrupe información en un único envío al cliente, debe cobrarse una sola vez los gastos de correo.*

Los gastos de correo, previstos en el folleto de tarifas, originados por la remisión de información a clientes sobre operaciones o composición de la cartera de valores, se refieren en exclusiva a la actividad de distribución postal de las comunicaciones.

Por este motivo, cuando se agrupe la información en un solo envío al cliente debe cobrarse una vez por este concepto, ya que el coste de elaboración de la documentación y su impresión está incluido en las comisiones de intermediación y depositaría, al tratarse de una obligación derivada de la prestación de estos servicios de inversión.

- *En caso de duda sobre el contenido del folleto de tarifas, prevalece la interpretación más favorable para el inversor.*

El folleto de tarifas debe ser fácilmente comprensible, de forma que el inversor pueda calcular de antemano y por sí mismo el coste asociado a sus

operaciones. Para ello es necesario que contenga una descripción precisa de las bases de cálculo, de los períodos de devengo y de los conceptos a los que se aplicarán las comisiones.

En la resolución de cuestiones relacionadas con discrepancias en la aplicación de comisiones debidas a la falta de definición del folleto de tarifas, prevalece la interpretación que favorece al inversor.

- *Corresponde a las entidades, según su criterio, la facultad de solicitar o no a sus clientes provisión de fondos antes de tramitar la orden de acudir a una OPV.*

Las entidades están obligadas a atender órdenes de suscripción aceptadas y no revocadas en plazo, salvo que solicitada la provisión de fondos al cliente, ésta no sea satisfecha. El procedimiento de colocación de valores en el mercado primario está detallado en el folleto informativo correspondiente y su desarrollo debe ajustarse estrictamente al mismo. Así, entidades e inversores están sujetos al cumplimiento de estas reglas.

3 Administración y Depósito de valores

- *El inversor debe ser informado en plazo por su depositario de los términos de las operaciones societarias, con el fin de que pueda dar instrucciones.*

Si bien las entidades gozan de libertad en la fijación de las comisiones que aplican por sus servicios (tanto en concepto como en cuantía), el cliente tiene derecho a estar informado en todo momento de las tarifas y gastos aplicables a sus operaciones. Esto significa que no sólo la entidad le debe entregar el folleto de tarifas en el momento de abrir la cuenta de valores, sino que antes de cada operación es importante que conozca el coste exacto asociado, ya que influirá en la rentabilidad final.

Este aspecto es relevante en las operaciones de traspaso de valores a otra entidad y de cambio de titularidad de valores *mortis causa*, al tratarse de operaciones no habituales y con coste elevado. En estos casos, la entidad debería informar al cliente por escrito y con carácter previo de las comisiones y gastos asociados a este tipo de operaciones. Con posterioridad a la realización de la operación o a la prestación del servicio, el cliente ha de recibir una liquidación detallada en la que se desglosen con claridad los gastos cargados, de forma que pueda comprobar que coinciden con los previstos.

- *Los depositarios continuarán informando a los accionistas después de la exclusión de cotización de la sociedad.*

Las obligaciones de información a los accionistas no cesan por el simple hecho de que la sociedad se haya excluido de cotización. En este sentido, el administrador de los valores continúa con el compromiso de comunicar al titular cuanta información sea necesaria para que pueda ejercer los derechos que le reconoce la Ley de Sociedades Anónimas y su contrato de administración.

Los depositarios de valores asumen determinadas obligaciones por las que reciben una contraprestación económica. Tanto las obligaciones como las comisiones que perciben tienen su reflejo en el contrato de administración y depósito que cliente y entidad firman. Entre tales obligaciones se encuentra la de llevar a cabo cuantos actos sean necesarios para que los efectos depositados conserven el valor y los derechos que les correspondan.

- *El plazo de conservación de los contratos por parte de las entidades que prestan servicios de inversión es de seis años desde la cancelación.*

La norma establece que las entidades deberán conservar durante seis años copia del contrato firmado por el cliente, si bien no especifica cuándo debe empezar a contarse este plazo.

El objetivo de esta obligación de conservación es que las incidencias que puedan surgir a lo largo de la relación entre intermediario y cliente se resuelvan teniendo en cuenta las obligaciones y derechos que ambas partes se reconocen en el momento de la firma del contrato. Además, por diversos motivos es posible que la disconformidad del cliente con el servicio prestado se ponga de manifiesto una vez finalizada la relación comercial. En cualquier caso, el contrato es con frecuencia la prueba esencial para determinar cuál de las partes tiene razón en una controversia, ya que recoge todos los extremos de la relación entre la entidad y el cliente.

Por tanto, la única interpretación compatible con el objetivo de la norma es que las entidades están obligadas a conservar esta documentación no sólo mientras dure la prestación de servicios estipulada en el contrato, sino durante seis años desde su finalización.

- *La compensación de saldos deudores con saldos acreedores del mismo titular exige un preaviso al cliente.*

Con carácter general, cuando las operaciones con valores generen descubiertos en la cuenta corriente asociada, los contratos de administración y depósito de valores suelen contemplar la autorización para la compensación de saldos deudores con saldos acreedores del mismo titular, exigiendo en este caso un preaviso al cliente.

- *El inversor debe estar informado en todo momento de las comisiones aplicables a sus operaciones.*

Cuando se agrupe información en un único envío al cliente, deben cobrarse una sola vez los gastos de correo. Los gastos de correo, previstos en el folleto de tarifas, originados por la remisión de información a clientes sobre operaciones o composición de la cartera de valores, se refieren en exclusiva a la actividad de distribución postal de las comunicaciones. Por este motivo, cuando se agrupe la información en un solo envío al cliente debe cobrarse una vez por este concepto, ya que el coste de elaboración de la documentación y su impresión está incluido en las comisiones de intermediación y depositaría, al tratarse de una obligación derivada de la prestación de estos servicios de inversión.

- *Los accionistas tienen derecho a disponer de las acciones adquiridas en una ampliación de capital el mismo día de su admisión a cotización.*

En ampliaciones de capital de sociedades cotizadas los valores deben estar a disposición del inversor desde la misma fecha de la asignación. Para hacer valer sus derechos de cara a una posible reclamación, es fundamental que el cliente no olvide exigir que le sellen la orden de venta en la fecha en que intentó tramitarla. Como es lógico, estas quejas son mayores cuando la cotización de las nuevas acciones se sitúa por debajo del mínimo de la sesión inicial, ya que del retraso en la disponibilidad se deriva un perjuicio económico.

4 Otros

- *En la resolución de las reclamaciones se valora la diligencia de la entidad a la hora de detectar y corregir incidencias.*

El tratamiento que la CNMV otorga a las incidencias provocadas por errores de las entidades varía, con carácter general, cuando la entidad detecta el error con prontitud, informa al cliente y lo soluciona, restituyendo la situación al momento inicial, con subsanación de los efectos fiscales, si procede. Se valora positivamente la diligencia de las entidades que prestan servicios de inversión a la hora de detectar y corregir incidencias

Anexo 2 Criterios y Recomendaciones sobre fondos de inversión y otras instituciones de inversión colectiva (IIC)

1 Comercialización

- *Los inversores en fondos de inversión deben adoptar sus decisiones de inversión guiados por el contenido del folleto y demás información preceptiva que deben recibir gratuitamente antes de realizar la suscripción.*

Ello, porque las comisiones y gastos, la política de inversión, las condiciones de la garantía en caso de fondos garantizados, la inversión mínima y, en general, todas las características del fondo de inversión están recogidas en estos documentos.

El hecho de utilizar un canal distinto del presencial para la contratación (teléfono, Internet u otro medio telemático) no exime a la entidad comercializadora del cumplimiento de la obligación de entregar previamente al inversor el folleto y demás documentos legales. En concreto, si la suscripción se va a realizar a través de Internet, todos estos documentos deben estar disponibles en la página web del comercializador,

de forma que su acceso y la declaración del inversor de haber dispuesto de esta documentación sean paso previo para la contratación.

2 Suscripción y reembolso de participaciones

- *La apertura de cuentas corrientes para suscribir fondos de inversión no resulta obligatoria.*

No es necesario disponer de una cuenta para comprar participaciones de fondos de inversión españoles. Sin embargo, es frecuente que el comercializador exija al cliente que abra una cuenta corriente. Esta práctica, que puede estar justificada por razones operativas o de control, es aceptable siempre y cuando no implique el cobro de comisión alguna para el cliente, siempre que la cuenta no tenga otro movimiento ni finalidad que la compra o venta de las participaciones.

- *La finalización del período de garantía en un fondo no supone el reembolso automático de las participaciones.*

En los fondos de inversión garantizados lo que vence es la garantía y no el fondo de inversión, circunstancia que no siempre es bien conocida por los partícipes. Los inversores deben ser informados de este extremo en el momento de la suscripción. Por tanto, si llegado el vencimiento de la garantía, el partícipe desea deshacer su inversión, debe cursar una orden de reembolso dentro del periodo establecido al efecto. De no hacerlo así, el partícipe mantendrá la inversión en el fondo con los cambios que en su caso se hubieran introducido.

- *Los herederos del partícipe fallecido de un fondo de inversión deben manifestar su deseo de reembolsar, si no están conformes con los cambios que se van a introducir en el fondo, aunque no se haya tramitado aún el cambio de titularidad.*

Cuando se introducen cambios significativos en un fondo de inversión se concede a los partícipes la posibilidad de solicitar el reembolso sin comisiones ni gastos durante un plazo determinado. Puede ocurrir que se produzca el fallecimiento del titular que impida el ejercicio de este derecho. En estos casos, la entidad deberá cambiar la titularidad de los valores a favor de los herederos con celeridad, una vez conste en su poder toda la documentación legal exigible.

No obstante, si la tramitación del cambio de titularidad por testamentaria coincide con el plazo concedido a los partícipes de un fondo para acogerse al derecho de separación gratuita, los herederos deben cursar una orden manifestando expresamente su deseo de ejercitar este derecho para beneficiarse del reembolso sin comisiones ni gastos. La gestora está obligada a atender su solicitud, con independencia del momento en que finalice el trámite del cambio de titularidad.

3 Traspasos entre IIC

- *El plazo para la ejecución de un traspaso entre fondos de inversión que tienen la misma gestora o el mismo comercializador se reduce, con carácter general, en tres días hábiles, por lo que no debería superar el plazo máximo de cinco días hábiles.*

Los traspasos entre fondos de inversión, en circunstancias normales, pueden realizarse hasta en ocho días hábiles. Este plazo incluye un día hábil para que la entidad de destino (a través de la que se solicita el traspaso) remita a la de origen la solicitud, y dos para que ésta compruebe la corrección de los datos antes de efectuar el reembolso. Una vez comprobada dicha corrección la entidad de origen debe realizar el reembolso en un máximo de tres días hábiles y ordenar la transferencia bancaria de su importe a la entidad de destino, junto con la información fiscal del partícipe, tramiten un plazo que suele llevar dos días hábiles adicionales. Cuando el importe reembolsado llega a la entidad de destino, la suscripción en el nuevo fondo se realiza automáticamente.

Cuando la IIC de origen y destino tienen la misma gestora o el mismo comercializador, el plazo máximo para efectuar el traspaso debería reducirse, con carácter general, en esos tres días hábiles que la norma contempla para que la entidad de destino remita la orden a la de origen y ésta compruebe los datos. En estos casos, debe tomarse como fecha de la orden del reembolso la fecha de la orden de traspaso.

- *El traspaso entre IIC extranjeras denominadas en divisas no exige la conversión previa a euros cuando ambas IIC tienen el mismo comercializador.*

En los traspasos entre IIC, la transmisión de la solicitud de traspaso, la transferencia de efectivo y la transmisión de información entre las entidades intervinientes, se realiza a través del Sistema Nacional de Compensación Electrónica (SNCE). El SNCE, cuya gestión y administración corresponde al Banco de España, solamente permite realizar transferencias en euros. De ahí que en los traspasos entre IIC denominadas en otras divisas y con distinto comercializador, la transferencia a destino se realiza a través del SNCE y no es posible hacerla en moneda distinta al euro. Sólo cuando el comercializador de origen y destino coinciden no es necesario acudir al SNCE y, por tanto, no es necesario ese doble cambio de moneda.

- *Siempre que la ventana de liquidez de un fondo caiga dentro de los plazos que la norma impone en materia de traspasos, estos deberían considerarse exentos de comisión de reembolso.*

En atención al principio general de actuación que exige a las entidades realizar las operaciones según las estrictas instrucciones de sus clientes o, en su defecto, en los mejores términos para éstos, y teniendo siempre en cuenta los reglamentos y usos propios de cada mercado, se considera buena práctica que las entidades gestoras y comercializadoras de Instituciones de Inversión Colectiva consideren los traspasos exentos de comisión de

reembolso, siempre que la ventana de liquidez del fondo de origen caiga dentro de los plazos que la normativa contempla en materia de traspasos.

- *Se considera una buena práctica que las entidades adviertan de la existencia de comisiones de reembolso en el fondo de origen en el momento de cursar la orden de traspaso.*

Es frecuente que los partícipes se cuestionen la aplicación de una comisión en los traspasos entre IIC porque consideran que es una operación exenta de gastos. Esta idea, equivocada, viene motivada en parte por el régimen de diferimiento fiscal que se introdujo a partir de 2002, y en parte debido a que en los folletos de los fondos no existe una comisión específica para el traspaso de participaciones.

Sin embargo, los inversores deben tener en cuenta que el beneficio fiscal no impide a las gestoras cobrar las comisiones previstas para las operaciones de suscripción y reembolso de participaciones en general, ya que el traspaso implica un reembolso y una suscripción posterior de acciones o participaciones en otra IIC. Por ello, la CNMV considera una buena práctica, para evitar malentendidos en la aplicación de comisiones en los traspasos, que las entidades adviertan a los partícipes, siempre que sea posible, de las comisiones de reembolso que aplica el fondo de origen, antes de tramitar la orden de traspaso.

II Estudios

¿Son eficaces las suspensiones de negociación? Evidencia empírica con datos de la CNMV para el período 2000-2005

Elías López Blanco (*)

(*) Elías López Blanco es Subdirector de Estudios de la Dirección de Estudios y Estadísticas de la CNMV. Este artículo es un resumen de la Monografía nº 13 de la CNMV, del mismo título, realizada por el autor.

1 Introducción

La interrupción temporal de la negociación es una medida ampliamente utilizada por los reguladores, pero no está exenta de críticas¹. En general, los críticos de las restricciones al uso privado de información no pública se oponen a que se interrumpa la negociación para difundir información, argumentando que estas pausas retrasan la incorporación de la nueva información a los precios en un mercado eficiente. También se esgrime que las suspensiones pueden afectar negativamente a la estabilidad del mercado, al incrementar la percepción de incertidumbre sobre la posibilidad de abandonarlo (Gerety y Mulherin (1992)). Frente a estas posiciones, los partidarios de las suspensiones argumentan que éstas dan tiempo para que todos los inversores, sin ventaja para ningún grupo, puedan evaluar la nueva información, lo que se traducirá en un precio más informativo y en una reducción de la incertidumbre (Greenwald y Stein (1991)).

Otro ángulo de crítica se apoya en el coste de iliquidez que se impone a los inversores que necesitan comprar o vender durante el período de suspensión y, con carácter más general, en la pérdida de oportunidades de transacción que tal medida comporta. En última instancia, esta crítica apunta hacia la necesidad de que el regulador afronte el dilema de suspender o no como un ejercicio de análisis coste-beneficio y, en su caso, limite en lo posible la duración de la suspensión.

Si se admite que la finalidad de la suspensión de cotización es la de facilitar la diseminación de información relevante, una suspensión eficaz debería cumplir, por lo menos, dos condiciones: (i) que la información difundida se refleje plena y rápidamente en el precio una vez levantada la suspensión y (ii) que la intervención se adopte a tiempo, de forma que se evite o reduzca el uso de la información relevante antes de su difusión. La primera condición se apoya en la eficiencia del mercado. De acuerdo con Fama (1970), en un mercado eficiente los precios reflejan toda la información disponible y sólo las sorpresas producen variaciones en los mismos. Por tanto, no cabe esperar reacción de los precios en las suspensiones que no vayan acompañadas de la liberación de nuevas noticias relevantes para el mercado, mientras que en caso contrario cabe esperar tal reacción seguida de un rápido retorno a la normalidad. En cuanto a la segunda condición, su deseable cumplimiento se desprende del papel asignado al regulador en la corrección de las asimetrías informativas y en la prevención del uso indebido de información privilegiada.

Los estudios empíricos no arrojan resultados concluyentes sobre la eficacia de las suspensiones de negociación. En su mayor parte, los trabajos disponibles se refieren a los mercados norteamericanos (Estados Unidos y Canadá) y se ocupan, principalmente, de los denominados *trading halts*, cuya función es proteger a los

¹ Véase, por ejemplo, Wu (1998) a propósito del debate sobre la implantación de medidas de este tipo en la Bolsa de Hong-Kong.

especialistas y creadores de mercado en los que se sustenta la actividad negociadora, facilitando el reajuste de sus libros de órdenes. Los estudios sobre mercados europeos y asiáticos son todavía escasos, pero algunos de ellos tienen ya un especial interés para el mercado español, puesto que se refieren a mercados caracterizados por la existencia de un libro central de órdenes. En López (2006) puede encontrarse una descripción de los principales resultados en este tipo de estudios.

Este artículo trata de analizar el cumplimiento de las dos condiciones relativas a la eficacia de las suspensiones mencionadas con anterioridad. El trabajo se centra en las suspensiones temporales de valores cotizados en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (mercado continuo) durante el período 2000-2005. La metodología utilizada se basa en el denominado estudio de sucesos, de amplia aplicación en el campo financiero. Para ello se analizará el comportamiento de los precios de cierre de los valores suspendidos durante cuarenta sesiones de negociación centradas en la sesión de levantamiento de la suspensión. El objetivo es determinar si existen rendimientos anormales respecto a los que cabría esperar en ausencia de la suspensión durante las sesiones indicadas. El cumplimiento de la condición (i) es consistente con la existencia de tales rendimientos en la primera sesión tras el levantamiento y con la ausencia de los mismos en las siguientes (rápido ajuste de los precios tras el levantamiento). La condición (ii) es consistente con la ausencia de anomalía en las sesiones previas. Siguiendo la línea de otros trabajos, el estudio basado en los rendimientos anormales se complementa con un estudio basado en la detección de volúmenes de negociación anormales. Ambos análisis se realizan para diversas submuestras seleccionadas de acuerdo con el motivo de la suspensión.

2 Marco legal

El artículo 33 de la Ley del Mercado de Valores (LMV)² atribuye a la CNMV la facultad de suspender la cotización “cuando concurren circunstancias especiales que puedan perturbar el normal desarrollo de las operaciones sobre los mismos (los posibles valores a suspender) o aconsejen dicha medida en aras de la protección de los inversores”. La decisión puede adoptarse de oficio o a instancia del emisor o del organismo regulador del mercado correspondiente. No existe un límite máximo del plazo de suspensión, aunque la Ley prevé tal posibilidad. Desde 2005, la CNMV anticipa en sus acuerdos de suspensión el momento previsto de reanudación de la negociación cuando ello es posible.

Así pues, la LMV concede a la CNMV una amplia discrecionalidad en la aplicación de las medidas de suspensión. La única excepción se produce en el ámbito de la regulación sobre OPA, que obliga a suspender cautelarmente la negociación de los valores afectados por una oferta pública de adquisición de valores en cuanto se solicite formalmente autorización de la operación a la CNMV³. De acuerdo con la

² Ley 24/1988, de 26 de Julio, del mercado de valores.

³ Artículo 13 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre ofertas públicas de adquisición de valores (OPA).

normativa, el levantamiento de estas suspensiones debe producirse una vez autorizada la OPA, tras la publicación de los correspondientes anuncios de difusión, o cuando así lo disponga la CNMV. Ésta, para evitar demoras innecesarias, suele levantar la suspensión antes de que se agote el plazo indicado.

La orden ministerial que regula el contenido de la información pública periódica de las compañías cotizadas contempla la posibilidad, que no la obligación, de suspender la cotización cuando la CNMV considere que la no remisión de la información exigida o, en general, el incumplimiento de la norma puedan “perturbar el normal desarrollo de las operaciones sobre determinados valores”⁴. Por tanto, en lo que se refiere a las suspensiones de negociación, esta norma puede considerarse como un caso particular del artículo 33 de la LMV.

Aún cuando la facultad de suspender recae en la CNMV, las sociedades rectoras de las bolsas pueden interrumpir la negociación de forma cautelar en casos urgentes y de particular gravedad⁵. Tales interrupciones deben ser comunicadas inmediatamente a la CNMV y deben cesar cuando ésta así lo disponga o antes de que finalice el segundo día hábil siguiente a su adopción si la Comisión no acuerda la suspensión. Esta medida cautelar ha sido utilizada en muy pocas ocasiones.

La discrecionalidad atribuida a la CNMV no es una excepción en el contexto internacional. Un informe de OICV-IOSCO⁶ (2002) pone de manifiesto que los reguladores suelen disponer de un amplio margen de maniobra en la imposición y administración de las medidas de suspensión de negociación. La discrecionalidad reconoce la dificultad de catalogar, por su variedad y complejidad, las situaciones de mercado que pueden requerir una intervención de este tipo y proporciona al supervisor la flexibilidad necesaria para analizar su conveniencia y duración en cada caso.

En algunos países, la regulación contempla límites a la duración de las suspensiones en determinados casos. Por ejemplo, en Estados Unidos y Australia, las suspensiones instadas directamente por el regulador público tienen una duración máxima de 10 y 21 días, respectivamente. Dentro de las suspensiones que recaen bajo la competencia del mercado, la bolsa australiana contempla interrupciones máximas de una hora, a partir del anuncio, cuando se notifica el lanzamiento de una OPA, y de 10 minutos en otros anuncios, si la suspensión se produce a solicitud del emisor; asimismo, cuando el emisor solicita que la noticia no se difunda de modo inmediato, dicha bolsa puede acordar la suspensión, como máximo, hasta el inicio de la segunda sesión de negociación tras la recepción de la solicitud.

El punto en el que la regulación española ofrece un mayor contraste con la situación predominante a escala internacional es, no obstante, el que se refiere a la asignación de competencias entre el regulador público y los mercados. Como se ha indicado, en el caso español la autoridad competente en materia de suspensiones es la CNMV, aún cuando los mercados tienen la posibilidad de anticipar de forma cautelar estas medidas en casos urgentes y graves. Sin embargo, en la mayoría de los

4 Artículo duodécimo de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, del 18 de enero de 1991, sobre información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en bolsas de valores.

5 Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre sociedades rectoras y miembros de las bolsas de valores, Sociedad de Bolsas y fianza colectiva.

6 Organización Internacional de Comisiones de Valores-International Organization of Securities Commissions.

países analizados por OICV-IOSCO (2002), son principalmente los mercados quienes adoptan y administran las suspensiones de negociación, de acuerdo con lo establecido en sus respectivos reglamentos. En general, las agencias públicas de regulación supervisan la actuación de los mercados y sólo actúan directamente, instando la suspensión, en casos de especial gravedad. Entre los países más importantes, Estados Unidos, Japón, Francia, Alemania, Italia y Suiza se ajustan a este patrón de protagonismo de los mercados y sólo en el Reino Unido se advierte una centralización en el regulador público equiparable a la del caso español.

3 Selección de la muestra y clasificación de las suspensiones

El análisis de la eficacia de las suspensiones que se propone en este trabajo se centra en las suspensiones del mercado continuo, excluido Latibex⁷, acordadas por la CNMV durante el período comprendido entre el 1 de enero de 2000 y el 19 de octubre de 2005 (en adelante período 2000-2005). Sin embargo, con la finalidad de ofrecer una perspectiva más amplia de la política de la CNMV en materia de suspensiones, sobre todo en lo referente a su duración, se analiza una muestra más amplia que se inicia el 1 de enero de 1992 y finaliza en la fecha indicada de 2005 (en adelante período 1992-2005).

La muestra de suspensiones se ha obtenido de la base de datos de suspensiones y exclusiones que mantiene la CNMV. Como se aprecia en el cuadro 1, la muestra 1992-2005 consta de 593 suspensiones, de las que 301 corresponden a la submuestra 2000-2005. Las compañías afectadas en cada caso son 207 y 110, respectivamente. Además de la existencia de errores en los datos de la base, se han tenido en cuenta tres criterios de filtrado a la hora de seleccionar la muestra: (i) selección exclusiva de acciones ordinarias, sin tener en cuenta otros valores suspendidos por la

Número de suspensiones en la base de datos y en la muestra

CUADRO 1

Período	Nº suspensiones		Nº compañías afectadas	
	Base de datos CNMV	Muestra	Base de datos CNMV	Muestra
1992-2005 (*)	833	593	225	207
2000-2005 (*)	374	301	112	110
2000	63	55	37	36
2001	51	39	28	26
2002	87	63	38	35
2003	70	58	37	32
2004	56	44	35	34
2005 (*)	47	42	29	26

(*) Hasta el 19 de octubre de 2005.

Fuente: CNMV y elaboración propia.

⁷ Latibex es un sistema organizado de negociación para valores latinoamericanos que cotizan, en primera instancia, en mercados regulados de aquella región.

compañía afectada, (ii) no se tienen en cuenta las suspensiones que desembocan, sin levantamiento previo, en exclusión definitiva de cotización y (iii) consideración exclusiva de períodos de suspensión ininterrumpida, con independencia de la existencia de posibles acuerdos de ratificación de la suspensión.

La metodología utilizada en el análisis empírico de la efectividad de las suspensiones obliga a establecer un filtro adicional que sólo se utilizará a este efecto. En concreto, no se tendrán en cuenta las suspensiones de un mismo valor que se solapan dentro de las sesiones de negociación analizadas en torno al período de suspensión. Debido a este nuevo filtro, la muestra corregida del período 2000-2005 pasa de 301 suspensiones a 208.

Las suspensiones seleccionadas en la muestra se clasifican de acuerdo con el contenido económico de la información suministrada al mercado a resultas de la suspensión⁸. Para asignar suspensiones a estas categorías se ha tenido en cuenta el comentario sobre motivos, especificado por los técnicos de la CNMV, que consta en la base de datos original, así como el hecho relevante comunicado al mercado por la compañía tras la suspensión. La categoría más importante en cuanto a número es la de operaciones de compraventa de acciones de la compañía, que supone el 59,8% de las suspensiones incluidas en la muestra 2000-2005. La mayoría de las suspensiones dentro de esta categoría tienen su origen en operaciones relacionadas con el lanzamiento de OPA sobre la compañía suspendida, aunque también hay un número significativo de suspensiones motivadas por otras operaciones de compraventa dirigidas a grandes bloques de acciones. Entre las categorías restantes destaca, sobre todo, la referente a inversiones de la compañía afectada, que concentra el 20,9% del total; un tercio, aproximadamente, de las suspensiones por este motivo corresponden a OPA lanzadas sobre otras compañías.

Motivos de suspensión: información difundida al mercado

CUADRO 2

Número de suspensiones	1992-2005 (*)		2000-2005 (*)	
	Número	%	Número	%
Compraventas de acciones de la compañía	371	62,6	180	59,8
OPA	289	48,7	137	45,5
Operaciones dirigidas a grandes bloques (sin OPA)	71	12,0	42	14,0
Resto	11	1,9	1	0,3
Compraventa de acciones de la matriz	8	1,3	1	0,3
Inversiones	100	16,9	63	20,9
Desinversiones	13	2,2	8	2,7
Acuerdos o alianzas con otras compañías o grupos	11	1,9	6	2,0
Operaciones capital/deuda	18	3,0	15	5,0
Situación concursal/liquidación	25	4,2	3	1,0
Incumplimiento de las obligaciones de información	3	0,5	3	1,0
Otros	25	4,2	22	7,3
Sin datos	19	3,2	0	0,0
Total	593	100,0	301	100,0

(*) Hasta el 19 de octubre de 2005.
Fuente: CNMV y elaboración propia.

⁸ El autor también considera una clasificación de tipo legal que toma directamente de la base de datos de suspensiones de cotización de la CNMV. Las características de esta clasificación pueden consultarse en López (2006).

Detalle del motivo OPA

CUADRO 3

Número de suspensiones	1992-2005 (*)		2000-2005 (*)	
	Número	%	Número	%
Según tipo de OPA				
Exclusión	86	29,8	37	27,0
Sobre acciones propias	6	2,1	3	2,2
Otras OPA	197	68,2	97	70,8
Total	289	100,0	137	100,0
Según tipo de información				
Anuncio	105	36,3	52	38,0
Presentación de documentación	153	52,9	62	45,3
Otros motivos	31	10,7	23	16,8
Total	289	100,0	137	100,0

(*) Hasta el 19 de octubre de 2005.

Fuente: CNMV y elaboración propia.

La importancia del motivo OPA en la muestra y la variedad de los casos encuadrados en dicho motivo aconsejan su desagregación, que se realiza atendiendo a dos criterios: el objetivo de la OPA (exclusión, adquisición de acciones propias y otras OPA) y el tipo de información que se da sobre ella (anuncio de lanzamiento, presentación de documentación y otros motivos). Como se aprecia en el cuadro 3, la categoría otras OPA es la más importante en número y, probablemente, en interés, ya que en ella se incluyen, entre otras, las OPA destinadas a alcanzar o asegurar el control de la compañía (otras OPA). Las OPA de exclusión también tienen un peso significativo en el total, mientras que las realizadas sobre acciones propias son muy pocas. En cuanto al tipo de información sobre la OPA, el grueso de las suspensiones corresponde a anuncios de lanzamiento o a presentaciones de documentación. Conviene tener en cuenta que las segundas, de carácter obligatorio, pueden constituir también un anuncio de lanzamiento si no han ido precedidas de la comunicación de un hecho relevante específico.

El comportamiento de los precios tras el levantamiento sugiere que, entre los motivos de las suspensiones, predominan las buenas noticias (aumento del precio). Así, por ejemplo, en la muestra corregida de solapamientos que se utilizará en el análisis empírico, las suspensiones relacionadas con buenas noticias suponen en torno al 59% del total. Como se aprecia en el cuadro 4, el signo esperado predomina en las categorías para las que resulta razonable formular tal expectativa (compraventas de acciones de la compañía y de la matriz, desinversiones, situación concursal o liquidación e incumplimiento de las obligaciones de información)⁹. En cuanto a las dos categorías restantes, el resultado es equilibrado en las operaciones de capital o deuda y se decanta hacia las buenas noticias en las inversiones de las compañías, aunque en este motivo se produce un número de casos negativos bastante elevado.

⁹ Se observa, no obstante, que los casos negativos son numerosos, aunque minoritarios, para las OPA y mayoritarios para las operaciones de compraventa sin OPA.

Muestra corregida ¹ del período 2000-2005 ²	Muestra inicial		Muestra corregida	
	Total	Total	Positivas ²	Negativas ³
Número de suspensiones				
Compraventas de acciones de la compañía	180	105	67	38
OPA	137	77	55	22
Operaciones dirigidas a grandes bloques (sin OPA)	42	27	11	16
Resto	1	1	1	0
Compraventa de acciones de la matriz	1	1	1	0
Inversiones	63	54	33	21
Desinversiones	8	6	6	0
Acuerdos o alianzas con otras compañías o grupos	6	6	3	3
Operaciones capital/deuda	15	15	7	8
Situación concursal/liquidación	3	2	0	2
Incumplimiento de las obligaciones de información	3	2	0	2
Otros	22	17	7	10
Total	301	208	124	84

1 Muestra corregida de solapamientos en la ventana del suceso (véase el epígrafe sobre metodología).

2 Hasta el 19 de octubre de 2005.

3 El primer precio de cierre tras el levantamiento es mayor que el último antes de la suspensión.

4 El primer precio de cierre tras el levantamiento es menor que el último antes de la suspensión.

Fuente: CNMV y elaboración propia.

4 Duración del período de suspensión en la muestra

La duración del período de suspensión es tanto o más importante que la decisión de suspender. Si el regulador levanta pronto la suspensión, es posible que no se haya diseminado suficientemente la información relevante, pero si la prolonga mucho puede estar imponiendo una restricción de liquidez innecesaria a los inversores. Como se ha indicado, la legislación no establece reglas concretas en este asunto, por lo que el criterio del regulador resulta determinante.

La duración media de las suspensiones incluidas en la muestra durante el período 2000-2005 se sitúa en 1,29 sesiones de negociación y la duración mediana, que no se ve influida por valores extremos, en 0,39 sesiones (un poco más de tres horas y media)¹⁰. Como se aprecia en el cuadro 5, la duración mediana para las dos categorías más importantes en número, compraventas de acciones de la compañía e inversiones, se sitúa en 0,39 y 0,47 sesiones, respectivamente. Salvo para las suspensiones por incumplimiento de las obligaciones de información, la mediana resulta inferior a 1,89 sesiones en todos los casos.

¹⁰Para facilitar la comparación entre períodos con distinta duración de la sesión de mercado, la duración de las suspensiones no se mide aquí en unidades de tiempo, sino en número de sesiones de negociación equivalentes.

Duración de las suspensiones incluidas en la muestra según motivo

CUADRO 5

Período 2000-2005 ¹	Nº. de suspensiones	Número de sesiones en suspensión			
		Media	Mediana	Max.	Min.
Compraventas de acciones de la compañía	180	0,80	0,39	17,00	0,00
Compraventa de acciones de la matriz	1	1,89	1,89	1,89	1,89
Inversiones	63	0,68	0,47	3,03	0,00
Desinversiones	8	0,36	0,29	0,73	0,13
Acuerdos o alianzas con otras compañías o grupos	6	0,34	0,21	1,25	0,03
Operaciones capital/deuda	15	0,39	0,28	1,21	0,05
Situación concursal/liquidación	3	1,18	1,22	1,72	0,59
Incumplimiento de las obligaciones de información	3	49,63	7,00	139,00	2,89
Otros	22	1,73	0,39	22,28	0,04
Total	301	1,29	0,39	139,00	0,00

¹ Hasta el 19 de octubre de 2005.

Fuente: CNMV y elaboración propia.

Si los datos estadísticos de duración de las suspensiones expuestos en el cuadro 5 no reflejan una situación especialmente negativa en este apartado, el examen de la distribución del número de suspensiones por intervalo de duración transmite una impresión claramente positiva. Como se aprecia en el cuadro 6, el 63,2% de las suspensiones del período tuvieron una duración no superior a media sesión y el 84,1% se resolvieron en no más de una. Durante el último año de la muestra, el 54,8% de las suspensiones fueron levantadas en un plazo inferior a la cuarta parte de una sesión (dos horas y cuarto).

Distribución (%) de las suspensiones en la muestra según duración (d)

CUADRO 6

Período 2000-2005 ¹					
Año	d≤0,25	0,25<d≤0,5	0,5<d≤1	1<d	total
2000	18,2	34,5	18,2	29,1	100,0
2001	38,5	30,8	20,5	10,3	100,0
2002	22,2	27,0	34,9	15,9	100,0
2003	32,8	36,2	20,7	10,3	100,0
2004	25,0	40,9	18,2	15,9	100,0
2005	54,8	26,2	7,1	11,9	100,0
2000-2005	30,6	32,6	20,9	15,9	100,0

¹ Hasta el 19 de octubre de 2005.

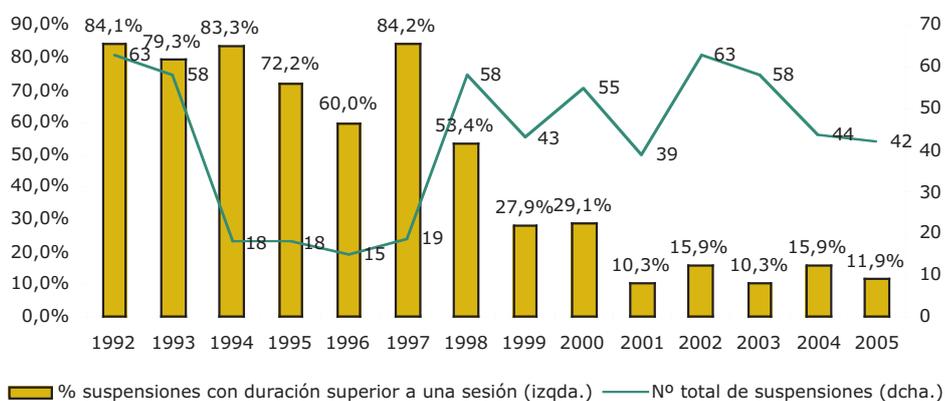
Fuente: CNMV y elaboración propia.

Una mayor perspectiva histórica pone de relieve el esfuerzo realizado por la CNMV para acortar la duración de las suspensiones. Como se aprecia en el gráfico 1, la situación actual contrasta con la existente hasta finales de la década iniciada en 1990. En particular, se aprecia que las suspensiones con duración superior a una sesión supusieron más del 60% del total durante cada uno de los años comprendidos entre 1992 y 1997 y superaron el 80% en varios de ellos. La drástica reducción del período de suspensión guarda relación, principalmente, con la

utilización de Internet para la difusión de la información relevante generada por las empresas cotizadas. La CNMV inauguró su página web en 1997 y empezó pronto a difundir por este medio los hechos relevantes de las empresas¹¹, así como las decisiones de suspensión y levantamiento.

Suspensiones en la muestra con duración superior a una sesión

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV y elaboración propia.

No es extraño que, con el uso de Internet, la CNMV revisase sus criterios respecto a la duración de las suspensiones, acortando su duración. Dado que se asumía que la información se diseminaba con mayor rapidez, tenía ahora menos sentido prolongar la suspensión después de que se hubiera hecho llegar a la CNMV la información relevante, salvo en los casos en que el regulador estimase necesario requerir mayor precisión o información adicional. Por otra parte, también era menor el riesgo de asimetría informativa si se levantaban las suspensiones dentro del horario de negociación, puesto que Internet aseguraba una difusión casi instantánea y masiva del acuerdo; si se añade a ello que la información a difundir está disponible, en muchos casos, dentro del mismo día de suspensión, se entiende el drástico aumento de las suspensiones con levantamiento dentro de la misma sesión.

5 Metodología

Como se ha indicado, la metodología utilizada se enmarca en los denominados estudios de sucesos (*event studies*)¹². En este caso, el suceso cuyo impacto se pretende evaluar es la suspensión de cotización. La idea básica es comprobar si,

¹¹La regulación española exige que las empresas remitan a la CNMV la información relevante antes de publicarla por su cuenta. En la actualidad, las empresas cotizadas también están obligadas a difundir los hechos relevantes por Internet.

¹²McKinlay (1997) ofrece un interesante resumen sobre este tipo de estudios.

durante un cierto número de fechas (ventana del suceso) centradas en torno a la fecha de levantamiento de la suspensión (fecha del suceso), los rendimientos diarios difieren significativamente de los observados durante un período temporal anterior al inicio de la ventana del suceso (ventana de estimación). La variable clave en el análisis es el denominado rendimiento anormal, que mide la desviación del rendimiento diario respecto a su valor esperado en ausencia del suceso. También se estudia el comportamiento de los volúmenes negociados, centrando el análisis en la detección de volúmenes anormalmente elevados respecto al patrón esperado. Estos análisis se realizan, de forma agregada, para las distintas categorías de suspensiones.

El rendimiento anormal del valor correspondiente a la i -ésima suspensión de la muestra en la sesión de negociación t , $AR_{i,t}$, viene dado por $AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$, donde $R_{i,t}$ ¹³ es el rendimiento diario y $E(R_{i,t})$ es el valor esperado del rendimiento diario no condicionado por la suspensión. $E(R_{i,t})$ se obtiene en este trabajo a partir del denominado modelo de mercado, que puede especificarse como

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{M,t} + \varepsilon_{i,t}$$

donde $R_{M,t}$ es el rendimiento de una cartera o índice representativo del mercado, en este caso el Ibex 35, y $\varepsilon_{i,t}$ es una perturbación aleatoria que, se supone, sigue una distribución normal con media cero y una determinada varianza constante en el tiempo. Los parámetros α_i y β_i pueden ser estimados de forma consistente por mínimos cuadrados ordinarios utilizando las observaciones disponibles en la ventana de estimación.

En López (2006) se describen de una manera detallada los distintos contrastes estadísticos utilizados para verificar si los rendimientos anormales son o no distintos de cero en las sesiones previas a la suspensión, en la sesión de levantamiento y en las sesiones posteriores. De manera resumida, puede decirse que se utilizan dos tipos de contrastes: unos que se apoyan en la hipótesis de normalidad de las perturbaciones en el modelo de mercado (contrastos paramétricos) y otros que no dependen de dicha hipótesis (contraste generalizado de signos de Cowan (1992) y contraste de rangos de Corrado (1989)).

En cuanto al análisis de los volúmenes, la variable central es la desviación de la rotación diaria respecto a su valor esperado. La rotación se define como la ratio del número de títulos negociados sobre el número total de títulos en circulación, esto es

$$ROT_{i,t} = VOL_{i,t} / CAP_{i,t}$$

donde $VOL_{i,t}$ es el número de acciones correspondientes al valor afectado por la suspensión i -ésima negociados en la sesión t y $CAP_{i,t}$ es el número total de acciones de la compañía en dicha fecha. La desviación de la rotación durante la ventana del suceso se calcula respecto a la media de esta variable para las observaciones correspondientes a la ventana de estimación. Los contrastes

¹³El rendimiento diario se aproxima por el logaritmo del cociente entre el precio de cierre de la sesión de referencia y el precio de cierre de la sesión anterior.

considerados en este caso son los mismos que los utilizados para la detección de rendimientos anormales.

En este trabajo, la ventana del suceso está integrada por la primera sesión en la que se fija un precio de cierre tras la suspensión (fecha del suceso) y las 20 sesiones inmediatamente anteriores y posteriores. Cuando se utilice el índice $t \in \{ \dots, -20, \dots, -1, 0, 1, \dots, 20, \dots \}$ para numerar las sesiones incluidas en esta ventana, $t=0$ identificará a la fecha del suceso, mientras que $t=-1$ corresponderá a la última sesión completa antes de la suspensión. Por su parte, la ventana de estimación consta de un máximo de 180 sesiones de negociación para cada valor suspendido, correspondiendo la más reciente de ellas a $t=-21$ y la más alejada en el tiempo, en su caso, a $t=-200$.

Los contrastes estadísticos utilizados exigen que las observaciones muestrales sean temporal y transversalmente independientes. Por este motivo conviene eliminar de la muestra las suspensiones de un mismo valor que se solapan dentro de la ventana del suceso. Como se ha indicado anteriormente, este filtro comporta una reducción de la muestra 2000-2005, que pasa de 301 suspensiones a 208.

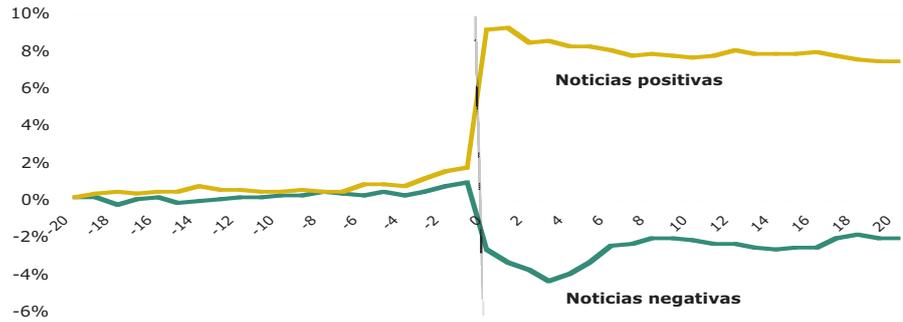
6 Resultados

Es posible obtener una primera aproximación al comportamiento de los precios durante la ventana del suceso a través de gráficos del promedio de los rendimientos anormales acumulados para las distintas categorías de suspensiones. Así, en el gráfico 2, correspondiente al desglose de la muestra total en noticias positivas y negativas, se advierte que los promedios muestrales son relativamente pequeños, en valor absoluto, para ambos tipos de noticias en el período previo a $t=0$, aunque para las noticias positivas, tales promedios son sistemáticamente positivos y aumentan al acercarse la fecha de suspensión. En $t=0$, el promedio aumenta fuertemente en ambos casos en valor absoluto, siendo claramente mayor el salto para las noticias positivas. A partir de aquí, se aprecia un comportamiento algo distinto en una y otra submuestra: mientras que el efecto de la noticia parece agotarse con rapidez cuando ésta es positiva, en el caso de las noticias negativas los rendimientos anormales acumulados siguen aumentando, en valor absoluto, hasta $t=3$.

En el gráfico 3 se representa el promedio de los rendimientos anormales acumulados para las tres submuestras de mayor peso e interés en la clasificación basada en la información difundida: OPA sobre la compañía, compraventa de grandes bloques de acciones de la compañía e inversiones. En los tres casos se advierten promedios positivos y crecientes en las sesiones precedentes a la fecha de suspensión. En $t=0$, se aprecia un salto de magnitud considerable en los promedios en OPA e inversiones en comparación con las compraventas de acciones sin OPA, mientras que en el período posterior no se observan ajustes persistentes en ninguno de los tres casos.

Rendimientos anormales acumulados: noticias positivas y negativas

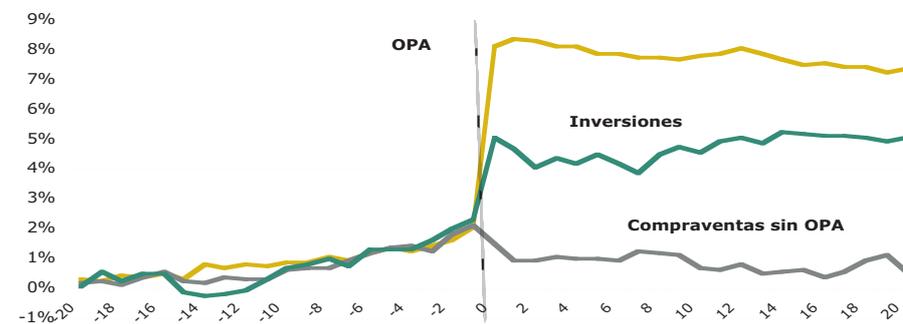
GRÁFICO 2



Fuente: elaboración propia.

Rendimientos anormales acumulados: OPA, grandes bloques (sin OPA) e inversiones

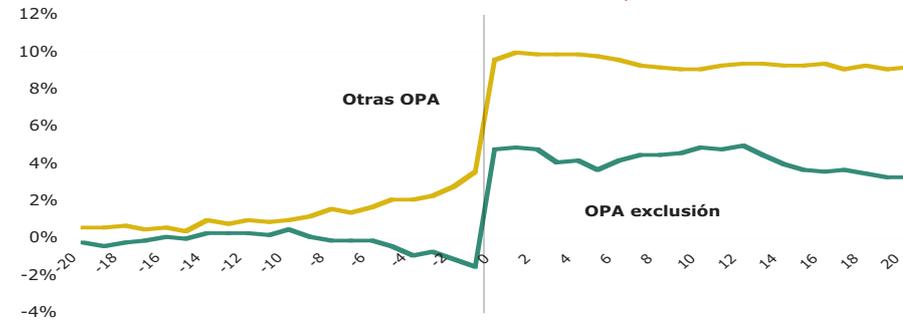
GRÁFICO 3



Fuente: elaboración propia.

Rendimientos anormales acumulados: OPA de exclusión y otras OPA

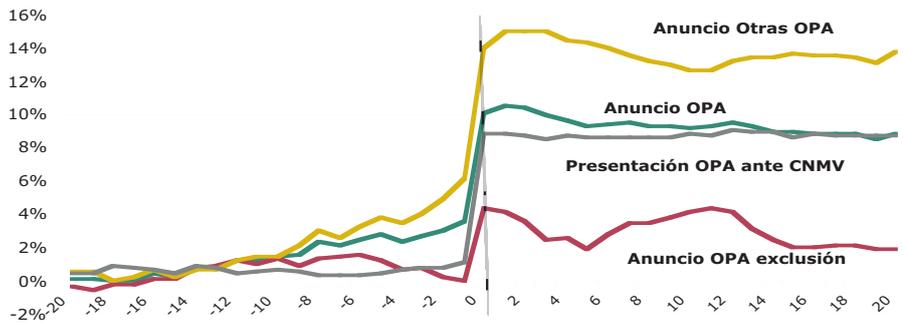
GRÁFICO 4



Fuente: elaboración propia.

Rendimientos anormales acumulados: anuncio y presentación de documentación de OPA

GRÁFICO 5



Fuente: elaboración propia.

Los gráficos 4 y 5 se centran en las OPA. En el primero se aprecia que la reacción de los precios en $t=0$ es similar en magnitud para OPA de exclusión y otras OPA; sin embargo, en las sesiones previas a la suspensión, sólo en las segundas se advierte una tendencia creciente de los precios. El gráfico 5 sugiere que tanto anuncios como presentaciones formales de OPA tienen un notable valor informativo para el mercado, pero en los primeros se apunta un mayor comportamiento anticipatorio que en las segundas. Dicho gráfico sugiere, asimismo, que existe una mayor anticipación en los anuncios de otras OPA que en los de OPA de exclusión.

La información proporcionada por los gráficos anteriores resulta sugerente pero no tiene en cuenta los errores de estimación del modelo de mercado ni el error de predicción en la obtención de los rendimientos anormales. Para realizar un análisis más preciso hay que acudir a los contrastes estadísticos formales. En el cuadro 7 se presenta el resultado de los contrastes paramétricos sobre la significatividad de los rendimientos anormales acumulados para diversos tramos no solapados de la ventana del suceso. Por razones de espacio no se exponen aquí los restantes contrastes realizados en el estudio para los rendimientos anormales ni para los volúmenes anormales, por lo que se remite al lector a su consulta en López (2006). Los resultados que se extraen de la consideración de todos ellos se resumen como sigue:

- (i) La evidencia empírica obtenida en este trabajo sugiere que la información liberada con las suspensiones es relevante para el mercado y se incorpora con rapidez a los precios. Así, en la primera sesión tras el levantamiento, los precios varían significativamente de acuerdo con el signo de la noticia. La única excepción se produce en una pequeña agrupación (19 observaciones), dentro de la categoría inversiones, de suspensiones motivadas por el lanzamiento de OPA sobre otras compañías, para la que se rechaza la existencia de rendimientos anormales, aunque no la de volúmenes de negociación anormalmente elevados. En las sesiones posteriores de negociación, los precios retornan con rapidez a su patrón "normal" de comportamiento. Estos resultados coinciden con los de Hopwell y Schwartz (1978) para la Bolsa de Nueva York, De Ridder (1990) para la Bolsa de Estocolmo, Kabir (1992) para la Bolsa de Amsterdam, Wu (1998) para la Bolsa de Hong Kong, Kryzanowski y Nemiroff (1998) para las bolsas canadienses y Engelen y Kabir (2001) para Euronext Bruselas, y difieren de los obtenidos, entre otros, por Howe y Schlarbaum (1986) y Ferris y otros (1992) para las suspensiones iniciadas por la SEC, Lee y otros (1994) para la Bolsa de Nueva York y Kabir (1994) para la Bolsa de Londres.

Contrastes sobre los rendimientos anormales acumulados para distintos tramos de la ventana del suceso¹

CUADRO 7

	Tamaño muestral	Sesiones						
		[-20,-11]	[-10,-6]	[-5,-1]	[0,0]	[+1,+5]	[+6,+10]	[+11,+20]
Submuestras basadas en el signo de la noticia								
Noticias positivas	124	1,0	0,5	1,9*	40,4***	-2,6***	-1,3	0,0
Noticias negativas	84	-0,7	0,7	0,5	-17,2***	-1,3	2,2**	0,3
Submuestras basadas en la clasificación según la información difundida								
Compraventa accs.	105	1,4	1,8*	2,6***	22,9***	-0,7	-0,3	-0,7
OPA	77	1,4	0,9	2,3**	28,0***	-0,3	-0,4	-0,6
Exclusión	23	0,3	-0,1	-1,5	14,4***	-1,0	1,2	-1,2
Otras OPA	53	1,4	1,1	3,8***	24,2***	0,3	-1,2	0,1
Anuncios	32	1,3	1,7	1,9*	19,0***	-0,8	-0,2	-0,5
OPA exclusión	13	0,6	0,9	-1,4	6,5***	-1,8*	1,8	-1,3
Otras OPA	19	1,2	1,5	3,5***	19,2***	0,5	-1,7	0,4
Solicitud formal	35	0,9	-0,2	1,6	24,6***	-0,3	0,0	0,0
Grandes bloques (sin OPA)	27	0,4	1,6	1,3	-2,7**	-0,5	0,0	-0,5
Inversiones	54	0,0	1,5	0,5	6,9***	-1,4	0,9	1,4
Mediante OPA	19	-0,5	1,0	-0,7	-0,5	-0,2	0,5	1,6
Otras inversiones	35	0,4	1,1	1,2	9,0***	-1,6	0,7	0,6
Desinversiones	6	1,1	-0,4	-0,6	3,3**	-9,8***	0,1	0,3
Operaciones capital/deuda	15	-0,5	-1,7	-0,3	-1,8*	-1,1	0,1	-1,3
Submuestras basadas en la clasificación según la información difundida								
Art. 33 LMV ² : noticias positivas	96	0,6	0,7	1,3	32,1***	-2,4**	-1,3	-0,1
Art. 33 LMV ² : noticias negativas	72	-0,8	0,5	0,2	-17,8***	-1,1	2,3**	0,3
Art. 13 R.D. OPA ³	35	0,5	-0,3	1,5	21,0***	-0,5	-0,1	-0,1

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

1 Valores del estadístico utilizado en el contraste (véase epígrafe 5.1).

2 Por concurrir circunstancias que pudieran perturbar el normal desarrollo de las operaciones sobre los valores.

3 Presentación de documentación de OPA en la CNMV.

Fuente: CNMV y elaboración propia.

(ii) En contraste con el rápido ajuste de los precios, en las sesiones siguientes a la de levantamiento se advierte la persistencia de niveles anormalmente elevados de negociación en diversas submuestras, entre las que se incluyen las de mayor tamaño (OPA, compraventas sin OPA dirigidas a grandes bloques de acciones de la compañía e inversiones de la compañía). Este resultado está en línea con el obtenido en Ferris y otros (1992), Lee y otros (1994) o Christie y otros (2002), todos ellos referidos a mercados norteamericanos, Kabir (1992) para Ámsterdam, Wu (1998) para Hong Kong, Kryzanowski y Nemiroff (1998) para Canadá y Engelen y Kabir (2001) para el mercado belga.

(iii) Respecto a las sesiones previas a la suspensión, sólo hay indicios de anticipación de la noticia en las suspensiones motivadas por anuncios de lanzamiento de OPA distintas a las de exclusión (otras OPA). Tales indicios se concentran en las dos sesiones anteriores a la suspensión. Es interesante señalar que no se aprecian indicios de anticipación en las suspensiones

obligatorias del artículo 13 del Real Decreto de OPA (presentación de documentación de OPA ante la CNMV), a pesar de que la información liberada por estas suspensiones supone también la primera noticia oficial sobre el lanzamiento de la operación que recibe el mercado. La detección de rendimientos anormales significativos antes de la suspensión está también documentada en trabajos como los de Hopewell y Schwartz (1978) y Ferris y otros (1992) para los mercados norteamericanos, Kryzanowski (1979) para el mercado canadiense, Kabir (1994) para la Bolsa de Londres y Wu (1998) para la de Hong Kong, mientras que otros como Howe y Schlarbaum (1986) para Estados Unidos, De Ridder (1990) para la Bolsa de Estocolmo, Kabir (1992) para la Bolsa de Amsterdam y Engelen y Kabir (2001) para Euronext Bruselas, no hallan indicios de comportamiento anticipatorio.

- (iv) El análisis de las sesiones previas a la suspensión detecta niveles anormalmente elevados de negociación en un mayor número de submuestras. En el caso de las OPA, los volúmenes anormales se centran también, fundamentalmente, en los anuncios de otras OPA, aunque aparecen con una mayor anticipación temporal. Ferris y otros (1992), para las suspensiones iniciadas por la SEC, Kabir (1992) respecto a la Bolsa de Ámsterdam y Kryzanowski y Nemiroff (1998) para las bolsas canadienses documentan un hallazgo similar.

7 Conclusiones

Los resultados expuestos respaldan, en su conjunto, la eficacia de las suspensiones de negociación durante el período analizado. Por una parte, la evidencia empírica sugiere que las decisiones de suspensión de la CNMV se han apoyado en la existencia de información pendiente de difusión valiosa para el mercado y que los precios reflejan con rapidez la información liberada, aunque el ajuste de los volúmenes negociados es más lento. Por otra parte, la duración de las suspensiones sigue una línea descendente: el 84% de las suspensiones del período 2000-2005 se resolvieron en no más de una sesión, porcentaje que se elevó al 88% en 2005. Un hallazgo menos positivo es el que se refiere al comportamiento anticipatorio de los precios, aunque éste se circunscribe a un único tipo de noticias (anuncios de otras OPA).

Este juicio globalmente positivo no excluye el reconocimiento de que la actuación de la CNMV en materia de suspensiones puede mejorarse en determinados aspectos. El retraso de las suspensiones que se observa en anuncios de lanzamiento de OPA apunta hacia la oportunidad o momento de la intervención como una de las áreas prioritarias de mejora. No parece razonable que la suspensión se demore, en este caso, hasta dos sesiones desde que se producen los primeros indicios de anticipación. Aunque los motivos de la demora pueden ser diversos, la disponibilidad de herramientas estadísticas adecuadas para detectar precios o movimientos inusuales en la negociación de los valores en el mercado es un

requisito necesario para actuar con celeridad. En este sentido, cabe preguntarse si la metodología basada en el estudio de sucesos puede ser utilizada para diseñar herramientas operativas en el seguimiento del mercado que incrementen la eficacia del arsenal de alarmas que actualmente utiliza la CNMV.

Otra posible vía de mejora es la que se refiere al desarrollo del artículo 33 de la LMV en cuanto al establecimiento de límites a la duración del período de suspensión. La regulación de algunos países ya contempla límites en determinados supuestos. Por otra parte, la propia CNMV difunde desde hace algún tiempo previsiones sobre la duración en algunos acuerdos de suspensión. El establecimiento de límites legales impondría una mayor disciplina al organismo regulador que la mera formulación de previsiones y reduciría la incertidumbre actual. La medida podría desarrollarse con pocos inconvenientes para el buen fin de las suspensiones en aquellos casos en que la CNMV tuviese acceso, con rapidez, a la noticia a difundir, como ocurre en las suspensiones solicitadas por el emisor, hechos relevantes comunicados a la CNMV con carácter previo a la suspensión o suspensiones motivadas por incumplimientos o deficiencias en la información periódica.

Los límites apuntados en el párrafo anterior también podrían considerarse como una particularización de un compromiso más general: el establecimiento de un criterio uniforme y público respecto a la duración de las suspensiones una vez se hace pública la información asociada a éstas. En este caso, la única justificación razonable para mantener la suspensión es la de facilitar que la información se difunda adecuadamente en el mercado. La eficacia de los medios de difusión actuales permiten presumir que no es necesario mucho tiempo para ello. En cualquier caso, dado que en el mercado también se difunden hechos relevantes sin que se suspenda la cotización, siempre será posible obtener empíricamente referencias sobre el tiempo que necesita el mercado para absorber noticias.

8 Bibliografía

Christie, W., S. Corwin y J. Harris (2002): "Nasdaq limit trading halts: the impact of market mechanisms on prices, trading activity, and execution costs". *Journal of Finance*, vol. 57, pp. 1443-1478.

Corrado, Charles: "A Nonparametric test for abnormal security-prices performance in event studies". *Journal of Financial Economics*, vol. 23, pp. 385-395.

Cowan, A. (1992): "Nonparametric event study tests". *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 2, pp. 343-358.

De Ridder, A. (1990): "Trading suspensions and insider activity at the Stockholm Stock Exchange". *Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Review*, pp. 36-41.

Engelen, P. J. y R. Kabir (2001): "Empirical evidence on the role of trading suspensions in disseminating new information on the capital markets". Working Paper 2001-92, Center for Economic Research, Tillburg University.

Fama, Eugene (1970): "Efficient capital markets II". *Journal of Finance*, vol. 26, pp. 1575-1617.

Ferris, S., R. Kumar y G. Wolfe (1992): "The effect of SEC-ordered suspensions on returns, volatility, and trading volume". *Financial Review*, vol. 28, pp. 1-34.

Hopewell, M. y A. Schwartz (1978): "Temporary trading suspensions in individual NYSE securities". *Journal of Finance*, vol. 33, pp. 1355-1373.

Howe, J. y G. Schlarbaum (1986): "SEC trading suspensions: empirical evidence". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 21, pp. 323-333.

Gerety, M.S. y H.J. Mulherin (1992): "Trading halts and market activity: an analysis of volume at the open and the close". *Journal of Finance*, vol. 47, pp. 176-1784.

Greenwald, B.C. y J.C. Stein (1991): "Transactional risk, market crashes and the role of circuit breakers", *Journal of Business*, vol. 64, pp. 443-462.

OICV-IOSCO (2002): "Report on trading halts and market closures". Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions.

Kabir, R. (1992): "Share price and trading volume behaviour around trading suspensions". *Maandschrift Accountancy en Bedrijfskunde*, pp. 289-295.

Kabir, R. (1994): "Share price behaviour around trading suspensions on the London Stock Exchange". *Applied Financial Economics*, vol. 24, pp. 289-295.

Kryzanowski, L. y H. Nemiroff (1998): "Price discovery around trading halts on the Montreal exchange using trade-by-trade data". *Financial Review*, vol. 34, pp. 195-212.

López, E. (2006): "La eficacia de las suspensiones de cotización: evidencia empírica con datos de la CNMV para el período 2000-2005". Monografía nº 13. Comisión Nacional del Mercado de Valores.

McKinley, A. Craig (1997): "Event studies in economics and finance". *Journal of Economic Literature*, vol. XXXV, pp. 13-39.

Wu, L. (1998): "Market reactions to the Hong Kong trading suspensions: Mandatory versus voluntary". *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 25, pp. 419-437.

La relación entre el valor de la empresa y su estructura accionarial

Carlos L. Aparicio Roqueiro (*)

(*) Carlos L. Aparicio Roqueiro pertenece a la Dirección de Estudios y Estadísticas de la CNMV. Este artículo es un resumen de la Monografía nº 15 de la CNMV, del mismo título, realizada por el autor.

1 Introducción

En este documento se analiza como la estructura accionarial de una sociedad cotizada puede afectar a su valor. El conocimiento de la estructura accionarial se basa en los porcentajes de propiedad significativa y se distingue si esta está o no representada en el consejo.

Este estudio parte de dos hipótesis principales: (i) existe un problema de agencia en las sociedades anónimas, que se puede reducir a través de determinados mecanismos relacionados con la estructura accionarial y (ii) el efecto de esos mecanismos es en cierta medida similar a todas las empresas. Además, también se considera que la estructura accionarial está a la vez causada por el propio valor de la empresa, y por lo tanto la estimación de esta relación presenta problemas de endogeneidad que se tratarán de controlar.

Si existiera un sistema institucional que controlara perfectamente el problema de agencia, no cabría esperar que la estructura accionarial tuviera efectos sobre el valor de la empresa. Siguiendo este razonamiento, se van a comparar los resultados para dos periodos de la muestra para estudiar si la aportación de la estructura accionarial al valor se ha reducido.

Por último, se puede pensar que la identidad de un accionista significativo (caja de ahorros, institución financiera privada, sociedad cotizada, administración pública o persona física) puede afectar su actitud y su aptitud respecto a la gestión de una empresa y a la supervisión de los gestores. Por ello el análisis realizado se ha extendido para comprobar si el valor de la empresa es sensible al tipo de accionista.

2 La relación entre el valor de la empresa y la estructura accionarial

2.1 Teoría económica

El problema de agencia de los gestores de una sociedad anónima ha sido ampliamente analizado en términos económicos, siendo el de Jensen y Meckling (1976) uno de los primeros trabajos. Este problema aparece debido a que se dan dos circunstancias:

- Los gestores y los accionistas tienen distintos incentivos para su actuación, ya que los primeros no consideran como objetivo únicamente la maximización del valor de la acción.

- Es costoso, e incluso imposible, realizar contratos completos sobre las acciones de los gestores o supervisar todas aquellas que han realizado.

Aunque este problema reduce el valor de las acciones, los accionistas racionales no resultarán perjudicados ya que reducirán sus pagos con la compra de acciones, anticipando dicho problema. Es en el mercado primario donde el propietario-fundador de la empresa percibirá unos pagos menores que los que habría recibido en el caso en que no hubiera existido el problema de agencia.

Este problema de agencia supone una pérdida de eficiencia para la economía, ya que impone ciertos costes, entre los que se pueden destacar:

- El encarecimiento de la financiación, de modo que algunos proyectos que podrían ser rentables en ausencia del problema, no serán ejecutados.
- Si debido a este problema, gestores con patrimonio limitado deben mantener una alta participación en la empresa, se estará restringiendo el tamaño posible de la empresa. En algunos casos, no se podrán alcanzar escalas de producción óptimas desde el punto de vista técnico.
- El alto porcentaje del patrimonio de los gestores invertido en la empresa supone una pérdida de bienestar porque no pueden diversificar su cartera.
- Las acciones de ocultamiento por parte de los gestores son costosas. También resultará costoso cualquier esfuerzo para alterar las disposiciones que afectan a este problema.
- La supervisión privada por parte de los accionistas es costosa. Ésta sólo se realizará si la empresa tiene partícipes significativos, que tampoco podrán diversificar su cartera.

Entre los mecanismos usuales para disciplinar a los gestores se pueden destacar los siguientes:

- i) Propiedad de los gestores de la empresa: Al aumentar el porcentaje de su propiedad en el accionariado, sus incentivos se alinean con el del resto de accionistas y se reduce el problema.
- ii) Sistema institucional: Un sistema fuerte de vigilancia y castigo por parte de las instituciones sociales facilita el control de los gestores y les incentiva a comportarse de acuerdo con los intereses de los accionistas. El sistema institucional no está formado únicamente por los reguladores, supervisores y órganos jurisdiccionales, sino también por otras características sociales como la moral o la cultura financiera.
- iii) Mercado de control de las empresas: La probabilidad de una opa hostil aumenta si no se está maximizando el valor del accionista, lo que disciplinará a los gestores, ya que temerán perder sus rentas de control.
- iv) Supervisión privada por parte de los accionistas: La supervisión aumenta

la probabilidad de detectar comportamientos de los gestores no acordes con los intereses de los accionistas. Sin embargo, los resultados de la supervisión tienen carácter de bien público, ya que no hay rivalidad en su consumo y además es difícil excluir a otros accionistas de sus resultados. Por ello, el nivel de supervisión privado nunca será el eficiente, a excepción del caso en que exista un único accionista en la empresa¹.

Estos mecanismos están encaminados a realizar la misma función y suponen costes a los agentes. Por ello, cabe esperar que si uno de ellos se fortalece, se reducirá la necesidad de los otros. Bajo esta hipótesis, en la literatura académica se realizan dos tipos de análisis para estudiar el grado en que el sistema institucional de una economía está reduciendo el problema de agencia:

- Enfoque indirecto: Si el sistema institucional es débil se observará un mayor porcentaje de acciones en manos de los gestores o de accionistas significativos en las empresas, con el fin de sustituir a aquel.
- Enfoque directo: Cuanto más dependa el desempeño del gestor² de la estructura accionarial, menos capacidad tendrá el sistema institucional para reducir el problema de agencia.

En este documento se va a utilizar el enfoque directo. Como medida del desempeño del gestor se utilizará el valor bursátil, dado que este recoge tanto el efecto inmediato de la actividad del gestor como las expectativas futuras sobre la misma. Las variables que describen la estructura accionarial serán de dos tipos: (i) la propiedad representada en el órgano rector de la empresa y (ii) la propiedad en manos de accionistas significativos. Ambos tipos de variables tendrán efectos contrarios sobre el valor de la empresa:

- Propiedad representada:
 - Efecto positivo: Un aumento de la misma alinea los intereses de los gestores con los del resto de accionistas.
 - Efecto negativo: A partir de un determinado nivel, esta propiedad permite a los gestores atrincherarse frente a opas hostiles, por lo que se reduce la influencia de este mecanismo como forma de reducir el problema de agencia.
- Propiedad en participaciones significativas:
 - Efecto positivo: Un aumento de las participaciones significativas aumenta el incentivo a la supervisión privada de la empresa y con ello la disciplina del gestor.
 - Efecto negativo: A partir de anteriores trabajos empíricos se plantea la

1 El sistema institucional trata de reducir este fallo de mercado al exigir la realización de una auditoría externa e independiente a la empresa, que pagan todos los accionistas en proporción a su propiedad.

2 Se utiliza una medida del desempeño del gestor, como los beneficios o el valor bursátil, y se relaciona con la estructura accionarial de la empresa.

hipótesis de que grandes participaciones aumentan la capacidad de los accionistas mayoritarios para expropiar a los accionistas minoritarios.

Tanto la propiedad representada como la significativa pueden estar concentradas en unas únicas manos o estar dispersas entre varios accionistas. Se puede esperar que dicha dispersión reduzca el efecto de estas variables sobre el valor de la empresa. Así, por ejemplo, una mayor dispersión de la propiedad representada reduce la alineación de los intereses individuales pero también dificulta el atrincheramiento.

Siguiendo los argumentos de Demsetz (1983), es razonable considerar que la estructura de propiedad a la vez que afecta al valor de una empresa, se ve afectada por dicha estructura³. Como consecuencia de ello, a la hora de estudiar la relación entre dicha estructura y el valor de la empresa, habrá que tomar en consideración que la primera variable puede ser endógena. Además Demsetz afirma que una estructura accionarial se determina considerando todos los costes y beneficios de la misma para así maximizar el valor de una determinada empresa y por lo tanto no cabe esperar que dicha estructura tenga un efecto similar para todas las empresas, sino que dependerá de sus propias características.

2.2 Estudios sobre la relación entre valor y estructura accionarial

Entre los primeros estudios destaca el de Demsetz y Lehn (1985) que comprueban la endogeneidad de la estructura accionarial y rechazan la existencia de efectos de la estructura accionarial sobre los beneficios de la empresa. Más recientemente, Demsetz y Villalonga (2001) estiman una ecuación para cada una de las dos variables de interés tomando en cuenta dicha endogeneidad y confirman los resultados del mencionado estudio, siendo su conclusión robusta frente a distintas modificaciones propuestas comúnmente por otros estudios.

Otros autores han defendido la existencia de efectos generales de la estructura accionarial sobre el valor de la empresa y se han centrado en especificar formas funcionales flexibles, tanto para analizar los efectos de la propiedad de los gestores como el de la propiedad significativa:

- Así, Morck, Shleifer y Vishny (1988) analizaron la relación entre el valor de la empresa y la propiedad de los gestores permitiendo cambios en la función lineal para determinados umbrales mientras que Stulz (1988) especificaba una relación cuadrática. Autores como Short y Keasey (1999) utilizaron también un polinomio cúbico donde existían tres tramos con distinto signo según el efecto marginal que predomine: (i) un tramo inicial con pendiente positiva, donde la alineación de los intereses de los gestores tiene mayor efecto que el atrincheramiento, (ii) un segundo tramo con pendiente negativa por la mayor capacidad de resistencia de los gestores a opas hostiles y (iii) un tramo con pendiente positiva, al disminuir el efecto marginal del atrincheramiento y continuar el de alineación de intereses.

³ Así por ejemplo, si los gestores de una empresa tienen mejor información sobre la evolución futura de una empresa y su valoración es distinta al precio de mercado, cabe esperar que modifiquen su participación en la misma de acuerdo con sus intereses.

- Otro grupo de trabajos trata de analizar el efecto de las participaciones significativas en el desempeño de los gestores y por tanto en el valor de la empresa. En teoría, un mayor porcentaje de participaciones significativas supondría una mayor vigilancia y con ello un aumento del valor de la empresa. Sin embargo, los estudios empíricos iniciales con formas funcionales lineales mostraron fuertes discrepancias respecto al signo de esta relación. Así, Agrawal y Mandelker (1990) y McConnell y Servaes (1995) encontraron una relación positiva, otros no encontraban relación, como McConnell y Servaes (1990), y por último algunos encontraban una relación negativa, Mundabi y Nicosia (1998). Para resolver estos problemas se flexibilizó la relación funcional, utilizando para ello polinomios cuadráticos o cúbicos. Los estudios mostraron una relación cóncava en que el valor de la empresa aumentaba hasta cierto nivel de participación significativa a partir del cual se reducía. Esta observación llevó a Shleifer y Vishny (1997) a postular la mencionada hipótesis de expropiación de los accionistas minoritarios por parte de los mayoritarios.

En trabajos como el de La Porta y otros (1999), que analizan una muestra de 371 empresas de 27 economías avanzadas, se expone que la influencia de la concentración de la propiedad sobre el valor de una empresa se reduce para los países que tienen normas de origen anglosajón frente aquellos en los que existe un código normativo de origen napoleónico. Para realizar dicho contraste combinan la variable sobre propiedad significativa con una variable ficticia de tipo de regulación.

También cabe esperar que la actitud y la capacidad de gestión o de supervisión de los gestores dependerán del tipo de accionista. En trabajos como el de Bøhren y Ødegaard (2004) para empresas noruegas, se encuentran diferencias en el impacto sobre el valor según los accionistas mayoritarios sean empresas no financieras, sociedades financieras, accionistas individuales, administraciones públicas o inversores internacionales.

Para el caso español, De Miguel, Pindado y De la Torre (2004) han realizado un estudio de las relaciones entre valor y estructura accionarial tanto en función de la propiedad de los gestores, como en función de la propiedad significativa. Sus conclusiones muestran que tanto la concentración de la propiedad como la propiedad de los directivos influyen sobre el valor de las compañías. En este documento se muestra que el aumento de la concentración de la propiedad aumenta el valor de una compañía hasta el 87%, momento a partir del cual predomina la expropiación. Por otra parte, se detectan tres tramos en la relación entre valor y propiedad de los gestores, con un máximo local en el 35% y un mínimo local en el 70%. Para controlar los problemas de endogeneidad y heterogeneidad inobservable de la estructura accionarial, estos autores utilizan datos de panel y variables instrumentales.

Este documento muestra los resultados de aplicar la metodología del trabajo anterior a un periodo posterior. Además, se va a intentar: (i) comprobar que no sólo el porcentaje de propiedad es significativo sino que también lo es la dispersión de los propietarios de dicho porcentaje, (ii) analizar si la relación entre las variables de estructura accionarial y valor de la empresa ha cambiado en el tiempo y (iii) analizar si el tipo de accionista influye en el valor.

3 Muestra de datos

La muestra utilizada está compuesta por sociedades no financieras admitidas a cotización en el mercado continuo de la bolsa española. El periodo de análisis es 1995-2004⁴ y la frecuencia semestral. En su mayor parte, los datos proceden de los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, aunque también se utilizan datos del Instituto Nacional de Estadística y del Boletín Estadístico del Banco de España.

Se calculan las siguientes variables:

- Concentración de la propiedad. A partir de los datos de participaciones significativas comunicadas a la CNMV vigentes para cada fecha de análisis y ajustando los datos para que representen los derechos económicos del accionista sobre la empresa. Se calculan las siguientes variables:
 - OC_{it} : La suma de los porcentajes de estas participaciones significativas.
 - $OCHH_{it}$: Índice Herfindahl-Hirschman de los porcentajes de participaciones significativas.
 - $OCIIFPR_{it}$ para la participación de instituciones financieras privadas, $OCCAJA_{it}$ de cajas de ahorros, $OCSEPI_{it}$ de administraciones públicas españolas, $OCCOTIZ_{it}$ de otras sociedades cotizadas y $OCPF_{it}$ para el resto de personas o sociedad que posean esta empresa.
- Propiedad representada en el consejo de administración: A partir de los anteriores datos sobre propiedades significativas se calculan similares variables. La diferencia es que esta participación se tomará en cuenta si el accionista está representado en el consejo⁵ y no se realizará un ajuste por tenedores intermedios de las acciones⁶.
 - IO_{it} : La suma de los porcentajes de estas participaciones significativas representadas en el consejo.
 - $IOHH_{it}$: Índice Herfindahl-Hirschman.
 - Las mismas variables del anterior caso según el accionista representado sea un tipo u otro de persona.

4 Sólo se van a mantener en la base de datos aquellas empresas para las que haya información en 8 semestres consecutivos.

5 El registro de la CNMV no especifica en todos los casos la representación de un accionista. Por ello, se deberá buscar información adicional para comprobar si un accionista significativo está representado y valorar posibles relaciones familiares y profesionales. Todo este proceso es hasta cierto punto de vista discrecional y puede causar errores en algunos datos.

6 El no realizar dicho ajuste provoca que esta variable no represente perfectamente los efectos del valor de la acción sobre el patrimonio de los propietarios representados en el consejo, pero sí que mide más adecuadamente su capacidad política. Con ello esta variable pierde calidad a la hora de medir el efecto de alineación de intereses a cambio de mejorarla para el estudio del atrincheramiento de la propiedad representada.

- Valor de mercado de las acciones de la empresa (V_{it}). Se calcula a partir de la capitalización al cierre del semestre.
- Ratio de endeudamiento (D_{it}). Se calcula como el valor de mercado de la deuda a largo plazo de la empresa, dividido por la suma de la misma más el valor de mercado de las acciones de la empresa. Una descripción más detallada de este cálculo se puede obtener en De Miguel y Pindado (2001).
- Activos intangibles de la empresa (IFA_{it}). El valor contable de las inmobilizaciones inmateriales.
- Coste de reposición de los activos (K_{it}). Mide el valor de los activos de la empresa y con ello su tamaño⁷. En los cálculos se utilizará su neperiano, $S_{it}=\ln(K_{it})$.
- Volatilidad del precio de la acción en el semestre (σ_{it}).

Relación entre valor y propiedad representada

CUADRO 1

Variable	Media	Mediana	Desv. Est.	Máximo	Mínimo
V_{it}/K_{it}	1,327	0,861	1,623	22,190	0,081
$\ln(V_{it}/K_{it})$	-0,121	-0,149	0,870	3,100	-2,518
S_{it}	12,857	12,586	1,683	17,781	8,958
D_{it}	0,171	0,110	0,182	0,874	0,000
IFA_{it}/K_{it}	0,024	0,005	0,055	0,590	0,000
σ_{it}	4,415	3,969	2,661	37,995	0,000
OC_{it}	0,480	0,474	0,233	1,000	0,000
IO_{it}	0,440	0,442	0,254	1,000	0,000
$OCHH_{it}$	0,174	0,104	0,198	1,000	0,000
$IOHH_{it}$	0,187	0,113	0,212	1,000	0,000
$OCPF_{it}$	0,288	0,250	0,260	0,982	0,000
$OClFFPR_{it}$	0,059	0,001	0,105	0,744	0,000
$OCCAJA_{it}$	0,041	0,000	0,093	0,505	0,000
$OCCOTIZ_{it}$	0,074	0,000	0,185	0,999	0,000
$OCSEPI_{it}$	0,017	0,000	0,082	0,671	0,000
$IOPF_{it}$	0,274	0,198	0,271	1,000	0,000
$IOIIFPR_{it}$	0,037	0,000	0,106	0,773	0,000
$IOCAJA_{it}$	0,036	0,000	0,091	0,505	0,000
$IOCOTIZ_{it}$	0,076	0,000	0,193	1,000	0,000
$IOSEPI_{it}$	0,017	0,000	0,083	0,671	0,000

⁷ El coste de reposición de los activos se calcula usando los datos contables de las empresas y un índice de precios de bienes de capital. Con este último se actualiza el valor de las inmobilizaciones materiales.

4 Modelización empírica y resultados

Disponer de una base de datos en forma de panel permite realizar estimaciones que tomen en consideración ciertos problemas, como la heterogeneidad inobservable que sesgaría los resultados si estuviera correlacionada con la estructura de propiedad. Para ello, los modelos se estimarán utilizando desviaciones ortogonales de las variables.

La variable del lado izquierdo de la ecuación, que mide el valor relativo de las acciones de la empresa, será $\ln(V_{it}/K_{it})$. Esta variable relativiza el valor de las acciones en función de los activos de la empresa. La transformación logarítmica proporciona un alisamiento de esta variable y puede ser interpretada como el porcentaje de sobre o infravaloración de las acciones de la empresa. Dicha variable no recoge todos los pasivos financieros de la empresa, al no incluir los pasivos exigibles, por lo que no es la q de Tobin media y no ofrece una información completa sobre el valor de los pasivos de la empresa. Por ello, será necesario incluir una variable de control que recoja información sobre el endeudamiento de la empresa en el lado derecho de la ecuación.

Además de las variables representativas de la estructura accionarial, se utilizarán como variables de control el tamaño de la empresa, el ratio de endeudamiento, el porcentaje de activos intangibles y la volatilidad de la acción. Dado que las variables de estructura de propiedad pueden ser endógenas, se utilizarán como variables instrumentales sus retardos de -2 a -5, excepto para la volatilidad y las variables de estructura accionarial (-1 a -5). Como las variables instrumentales son conocidas en el momento de determinarse el valor de las acciones de una empresa, el término de error no estará correlacionado con las mismas si se supone eficiencia en los mercados.

Para contrastar las teorías enunciadas anteriormente se desarrollan una serie de modelos estadísticos que se puede consultar en Aparicio (2006). En el anexo a este documento se han recogido las estimaciones para los llamados modelos generales, el resto se puede consultar en el citado documento.

4.1 Modelos generales

Estos modelos describen la relación entre el valor de la empresa y la participación representada o la propiedad significativa como un polinomio cúbico, permitiendo así flexibilizar la relación funcional. Para cada una de las variables descriptivas de la estructura accionarial se van a plantear dos modelos, uno más simple que solo considera el porcentaje de propiedad representada o significativa, y un segundo ampliado que incluye el efecto de la dispersión de ese porcentaje⁸.

⁸ Para ello se van a incluir entre las variables del lado derecho de la ecuación una transformación de los índices de Herfindahl-Hirschman. En el caso de la propiedad representada, por ejemplo, se incluirán las variables $(IO-IOHH0,5)$ e $(IO-IOHH0,5)^2$. Cuando toda la propiedad representada en el consejo o la propiedad significativa estén en unas únicas manos, estas variables tomarán el valor de cero.

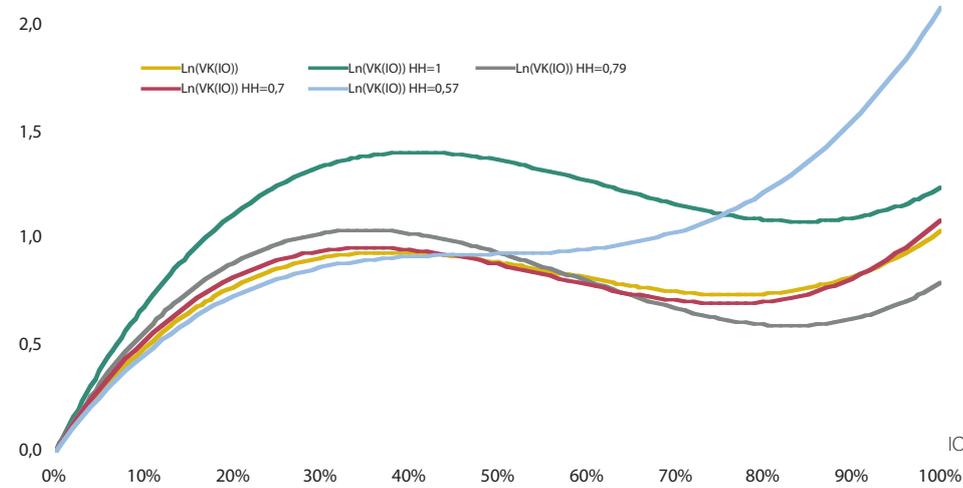
4.1.1 Propiedad representada en el consejo

En el gráfico 1 se puede observar la forma de la relación entre el valor de la empresa y la propiedad representada en el consejo de administración. En dicho gráfico aparecen el modelo más simple ($\ln(VK(IO))$) y el más complejo, que es sensible a la dispersión de la propiedad representada ($\ln(VK(IO))$ HH=X).

En el primero de los modelos se observa un primer tramo desde el 0% al 37,8%, donde el incremento de la propiedad representada aumenta el valor de la empresa; un segundo tramo desde el 37,8% al 76,7% donde predomina el efecto atrincheramiento, por lo que la pendiente es negativa y un tercer tramo, del 76,7% al 100%, en que el efecto marginal del atrincheramiento será menor que el de alineación de intereses.

Relación entre valor y propiedad representada

GRÁFICO 1



$\ln(VK(IO))$. Relación funcional en el modelo que no considera la dispersión.
 $\ln(VK(IO))$ HH=X. Relación función en el modelo que considera la dispersión.
 $\ln(VK(IO))$ HH=1, para un único accionista representado.
 $\ln(VK(IO))$ HH=0,79, para dos accionistas, uno con el 75% del capital representado.
 $\ln(VK(IO))$ HH=0,7, para dos accionistas con el mismo porcentaje.
 $\ln(VK(IO))$ HH=57, para tres accionistas con el mismo porcentaje.
Fuente: CNMV y elaboración propia.

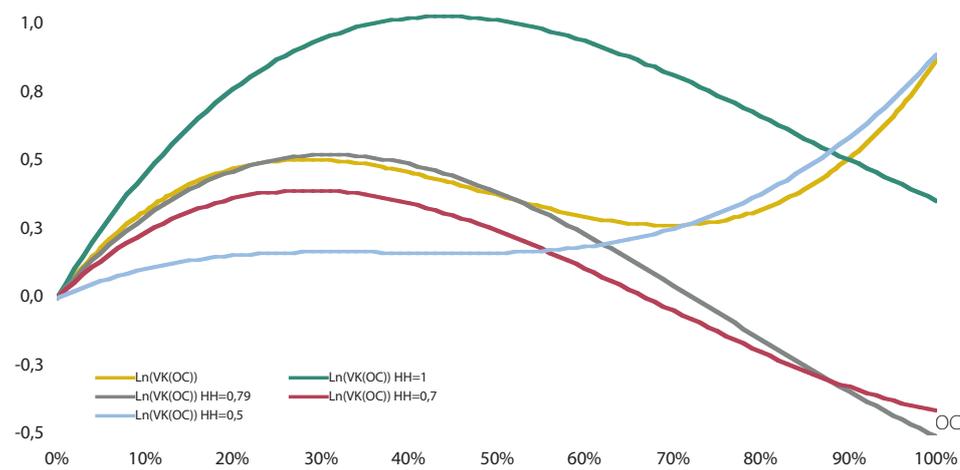
El segundo modelo, que considera la dispersión dentro del accionariado representado, mantiene en términos generales las observaciones del modelo anterior. Además, este nuevo modelo permite refinar el anterior, ya que evidencia algunas de las repercusiones que tiene dicha dispersión. Como se puede observar, cuando los gestores son pocos, el efecto alineación de intereses es más fuerte, con lo que los valores son más altos, pero a la vez también lo es el efecto atrincheramiento que reduce el valor de la empresa. En el supuesto de mayor dispersión entre los casos considerados, que es cuando el capital representado está dividido a partes iguales entre tres accionistas, no hay ninguna situación en que la pendiente de la función sea negativa, ya que en este caso el efecto atrincheramiento se habrá reducido por la dificultad de impedir que uno de ellos venda su participación a un posible oferente hostil.

4.1.2 Propiedad significativa

En el siguiente gráfico también se puede observar la forma funcional de la relación entre el valor de la empresa y la propiedad significativa. Como en el anterior caso se han estimado dos modelos: el primero ($\ln(VK(OC))$) es una función anidada en el segundo ($\ln(VK(OC))$ HH=X) que es sensible a la dispersión accionarial.

Relación entre valor y propiedad significativa

GRÀFICO 2



$\ln(VK(OC))$. Relación funcional en el modelo que no considera la dispersión.
 $\ln(VK(OC))$ HH=X. Relación función en el modelo que considera la dispersión.
 $\ln(VK(OC))$ HH=1, para un único accionista representado.
 $\ln(VK(OC))$ HH=0,79, para dos accionistas, uno con el 75% del capital representado.
 $\ln(VK(OC))$ HH=0,7, para dos accionistas con el mismo porcentaje.
 $\ln(VK(OC))$ HH=0,5, para 4 accionistas con el mismo porcentaje.
Fuente: CNMV y elaboración propia.

En el primer modelo se observan también tres tramos diferenciados, según prepondere el efecto de incentivo a la supervisión o la expropiación a los accionistas minoritarios. El máximo local se sitúa en el 28,4% y el mínimo local en el 69,4%, momento a partir del cual el efecto marginal del incentivo a la supervisión vuelve a ser superior al de la expropiación.

Dada la naturaleza de bien público que tiene la supervisión, el efecto de la dispersión en la propiedad de las acciones es muy importante, como muestran los resultados de la segunda estimación. Como se observa en el gráfico, la presencia de un único accionista significativo tiene un efecto muy positivo sobre el valor para niveles de propiedad bajos, aunque a partir del 43,8% el efecto expropiación tiende a preponderar. Cuando la propiedad está muy dispersa -en el gráfico cuando hay cuatro accionistas- el incentivo a la supervisión es bajo, pero desaparecen los tramos con pendiente negativa, quizás por la dificultad de coordinarse para expropiar a los accionistas minoritarios.

4.2 Repercusión de las medidas de buen gobierno corporativo

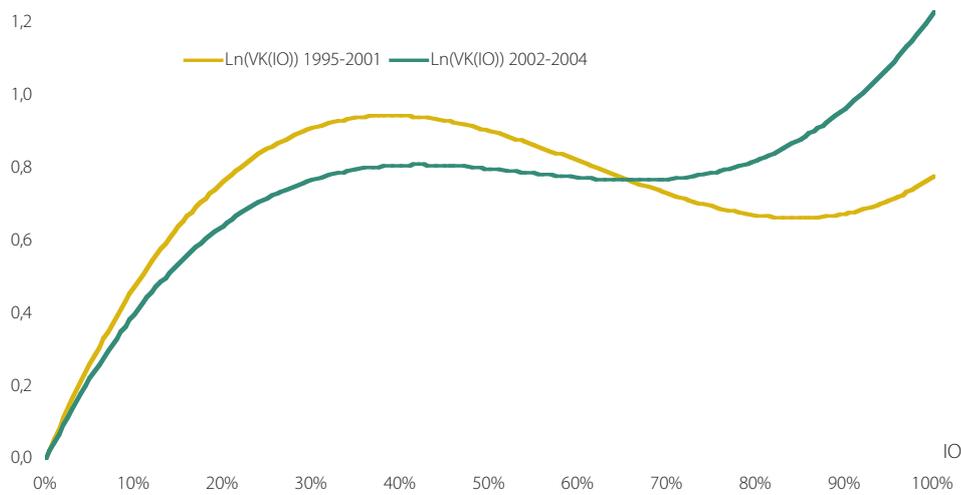
A los modelos descritos en el apartado anterior se les añade una variable ficticia, que toma el valor 1 para periodos iguales o posteriores a junio de 2002, al igual que hacían La Porta y otros (1999) para comparar los distintos modelos de regulación entre países. Esta variable se cruzará con las variables que representan la estructura de accionarial de la empresa. Si durante el último periodo el sistema institucional ha mejorado, cabe esperar que la estructura accionarial haya disminuido su influencia sobre el valor de la empresa y se hayan reducido los tramos en que su efecto marginal es negativo.

Por simplicidad, para analizar el efecto de los cambios normativos sobre la relación entre valor y estructura accionarial se muestran únicamente los modelos econométricos más sencillos, aquellos en que no se utilizan los índices Herfindahl-Hirschman para controlar por la dispersión de la propiedad representada y significativa⁹.

En el caso de la función para la propiedad representada en el consejo de administración (véase gráfico 3) se puede observar que, para la mayor parte del espacio de análisis, se ha reducido la aportación de esta variable de estructura de propiedad al valor. Además, también se ha reducido el tramo en que su aportación marginal es negativa, que ha pasado de ser el [38,8%,84,7%] al [42,1%,66,3%] en el último periodo.

Efectos de las medidas de buen gobierno corporativo en la relación entre valor y propiedad representada en el consejo

GRÁFICO 3



Ln(VK(IO)) 1995-2001. Relación funcional para el periodo 1995-2001.

Ln(VK(IO)) 2002-2004. Relación funcional para el periodo 2002-2004.

Fuente: CNMV y elaboración propia.

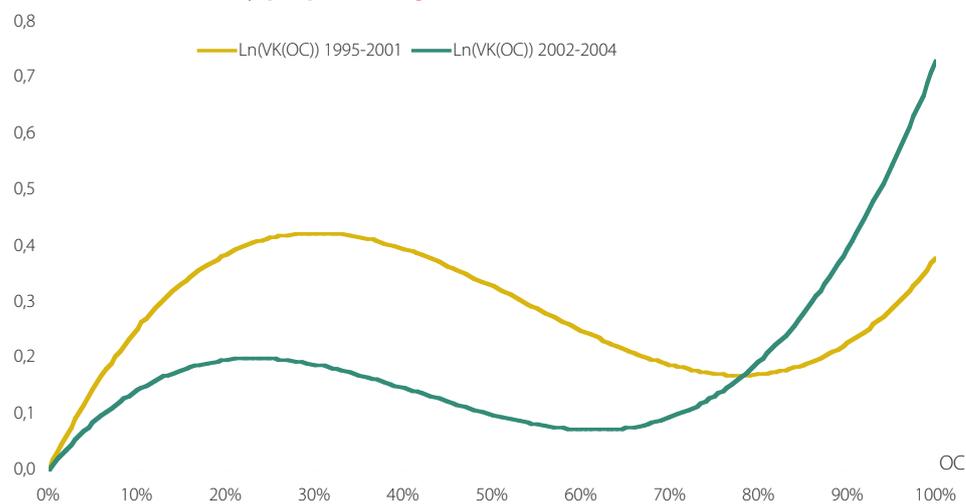
Los resultados para el caso del modelo de propiedad significativa se muestran en el gráfico 4. También aquí se observa una reducción de la aportación de la propiedad al valor de la empresa, lo que apoya la tesis de una mejora en el sistema institucional español en dicho periodo. El tramo en que su aportación

⁹ En el documento original se muestra también los modelos más complejos de relación entre estructura accionarial y los cambios en las medidas de buen gobierno corporativo.

marginal es negativa, por el predominio del efecto expropiación, también se ha reducido, ya que pasa del [30,0%,78,0%] al [23,2%,61,4%]. Sin embargo, como nota negativa, hay que destacar que el efecto marginal negativo comienza a preponderar para porcentajes de propiedad menores.

Efectos de las medidas de buen gobierno corporativo en la relación entre valor y propiedad significativa

GRÁFICO 4



Ln(VK(OC)) 1995-2001. Relación funcional para el periodo 1995-2001.

Ln(VK(OC)) 2002-2004. Relación funcional para el periodo 2002-2004.

Fuente: CNMV y elaboración propia.

4.3 Análisis de los efectos de los distintos tipos de accionistas

Los accionistas de las empresas se han clasificado según las categorías mencionadas en el epígrafe 3. En este apartado se analiza si la naturaleza de los accionistas representados en el consejo o propietarios significativos influye en la valoración de la empresa. Esto se realiza para tratar de comprobar algunas previsiones teóricas sobre la distinta actitud y capacidad de algunos tipos de accionistas para gestionar o supervisar privadamente una empresa.

En un primer intento de estimación se ha utilizado un modelo que incluye todo este tipo de variables, manteniendo como variable de control la relativa a la propiedad de las personas. Sin embargo, este modo de estimación sobrecarga el modelo empírico por lo que presenta problemas en la significatividad de los coeficientes estimados.

Para facilitar el análisis se estiman los modelos más simples que no incluyen variables referidas a la dispersión y que son distintos para cada tipo de accionista analizado. Estos modelos permiten obtener algunos resultados parciales que se comentan a continuación¹⁰:

- La propiedad significativa de las cajas de ahorros parece tener una influencia positiva en el valor de la empresa para niveles de propiedad inferiores al 37,5%.

¹⁰Los resultados de estas estimaciones se recogen en el trabajo original.

- La representación de la propiedad de instituciones financieras privadas también tiene un efecto positivo para porcentajes bajos, pasando luego a ser negativo. Dada la escasez de datos en la muestra en los que estas instituciones tengan altos niveles de propiedad, esta última observación debe ser tomada con precaución.
- Sociedades cotizadas: No se detecta influencia sobre el valor de la propiedad representada o significativa de estas empresas.
- Administraciones públicas: Se ha de rechazar también la influencia sobre el valor de su propiedad. Sin embargo hay que considerar que en el periodo muestral está vigente la “acción de oro”, por lo que la influencia de las instituciones públicas no se puede medir únicamente por su porcentaje de propiedad.
- Personas: La propiedad de las personas representada en el consejo tiene influencia sobre el valor de la sociedad cotizada. Su efecto varía según el porcentaje de la propiedad representada que estos posean, tendiendo en general a alisar la relación entre el valor de la empresa y la propiedad significativa a medida que ese porcentaje aumenta.

5 Conclusiones

Suponiendo que los efectos de la propiedad significativa y la propiedad representada son en cierta medida comunes a todas las empresas se ha tratado de estimarlos para las sociedades no financieras españolas con acciones admitidas a cotización. Para controlar el problema de endogeneidad de la estructura accionarial se han utilizado como variables instrumentales retardos de las variables del lado derecho de la ecuación.

En principio, los modelos estimados confirman lo previsto teóricamente. Así, la propiedad representada tendría un efecto positivo sobre el valor de las acciones por la alineación de intereses de quienes controlan la empresa y a la vez otro negativo, al aumentar su capacidad de atrincheramiento. A su vez, la propiedad significativa también tiene esta mezcla de efectos al ser positiva por incentivar la supervisión privada pero a la vez negativa por facilitar la expropiación de los minoritarios. Además, se ha contrastado la importancia de la dispersión de las anteriores variables que representa la estructura accionarial a la hora de medir su efecto sobre el valor de la empresa. En general, y como cabía esperar, una mayor dispersión de las mismas entre varios accionistas disminuye sus efectos, tanto positivos como negativos, para ambos tipos de variables.

La dependencia del valor de las empresas de su estructura accionarial señala que el sistema institucional español no es capaz de eliminar completamente los problemas de agencia, como ocurre en todas las economías analizadas en anteriores estudios.

Sin embargo, los esfuerzos para mejorar el gobierno corporativo de las empresas durante los últimos años parecen haber reducido la importancia de los mecanismos relacionados con la estructura accionarial a la hora de reducir dicho problema.

Por último, se ha tratado de estudiar qué efectos tiene la identidad de los distintos accionistas representados en el consejo de administración y los accionistas significativos en el valor de la empresa. No ha sido posible estimar un modelo conjunto para todos ellos, por lo que los resultados que se muestran son parciales.

Entre las múltiples limitaciones de este estudio se pueden destacar tres. La primera de ellas es que la elección de la fecha de corte para conocer si la relación entre valor de las acciones y estructura accionarial ha cambiado es hasta cierto punto discrecional, ya que el cambio de normativa sobre gobierno corporativo ha sido un proceso de varios años de duración. La segunda es que se ha considerado que las variables que representan la estructura accionarial son endógenas y se ha tratado de eliminar este problema usando variables instrumentales, pero no se ha intentado modelizar el comportamiento de la propiedad representada o significativa en función de la información disponible, como si hicieron Demsetz y Villalonga (2001). La tercera y más importante, es que se ha supuesto que la estructura accionarial tienen los mismos efectos para todas las empresas de la muestra sin importar las características de cada una de ellas, lo que según la crítica de Demsetz no tiene sentido ya que la estructura accionarial se ajustará según las mismas para maximizar el valor de cada empresa. Una posible ampliación del análisis actual debería tratar de estimar un modelo en que los efectos marginales de la estructura accionarial pudieran variar según algunas características de la empresa como, por ejemplo, el tamaño y que a la vez estudiara la evolución de dicha estructura en función de las variables utilizadas.

6 Bibliografía

Aparicio Roqueiro, C (2006): “La relación entre el valor de la empresa y su estructura accionarial”. Comisión Nacional del Mercado de Valores, monografía número 15.

Agrawal, A., y Mandelker, G. (1990): “Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments.” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, número 25, páginas 143-161.

Bøhren, Øyvind y Ødegaard, Bernt (2004): “Governance and performance revisited”. ECGI - Finance Working Paper No. 28/2003.

De Miguel, Alberto y Pindado, Julio (2001): “Determinants Of Capital Structure: New Evidence From Spanish Panel Data”. *Journal of Corporate Finance*, número 7, páginas 77-99.

De Miguel, Alberto, Pindado, Julio y De la Torre, Chabela (2004): “Ownership

structure and firm value: new evidence from Spain". *Strategic Management Journal*. Volumen 25, n^o 12, páginas 1199-1207.

Demsetz, Harold (1983): "The structure of corporate ownership and the theory of the firm". *Journal of Law and Economics*, número 26, páginas 375-390.

Demsetz, Harold y Lehn, Kenneth (1985): "The structure of corporate ownership: Causes and consequences". *Journal of Political Economy*, número 93, páginas 1155-1177.

Demsetz, Harold y Villalonga, Belen (2001): "Ownership structure and corporate performance", *Journal of Corporate Finance*, volumen 7, páginas 209-233.

Jensen, Michael C. y Meckling, William H. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, Octubre 1976, V.3, número 4, páginas 305-360.

La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei y Vishny, Robert (1999): "Investor protection and corporate valuation". *Harvard Institute of Economics*. Documento de investigación Número 1882.

McConnell, John J. y Servaes, Henri. (1990): "Additional evidence on equity ownership and corporate value". *Journal of Financial Economics*, número 27, páginas 595-612.

McConnell, John J. y Servaes, Henri. (1995): "Equity ownership and the two faces of debt". *Journal of Financial Economics*, número 39, páginas 131-157.

Morck, Randall, Shleifer, Andrei y Vishny Robert W (1988): "Management Ownership and Market Valuation. An empirical Analysis". *Journal of Financial Economics*, número 20, páginas 293-315.

Mudambi, R., y Nicosia, C. (1998): "Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from the UK Financial Services Industry." *Applied Financial Economics*, número 8, páginas 175-180.

Shleifer, Andrei y Vishny Robert W. (1997): "A Survey of Corporate Governance". *The Journal of Finance*, Volumen 52, número 2, páginas 737-783.

Short, H., y Keasey, K (1999): "Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK." *Journal of Corporate Finance*, número 5, páginas 79-101.

Stulz, R (1988): "Managerial Control and Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control". *Journal of financial Economics*, número 20, páginas 25-54.

Anexo

Modelización de la relación entre valor y propiedad representada

CUADRO A.1

	LN(VK(IO))			LN(VK(IO) HH)		
	Coef.	Estad. T		Coef.	Estad. T	
S_{it}	-0,205	-5,738	***	-0,256	-6,897	***
D_{it}	-3,163	-26,112	***	-2,786	-20,918	***
IFA_{it}/K_{it}	1,957	5,027	***	1,389	2,941	***
$\frac{I}{K}_{it}$	0,023	15,118	***	0,020	9,092	***
IO_{it}	5,934	5,512	***	8,234	5,950	***
IO_{it}^2	-11,717	-4,666	***	-14,967	-4,262	***
IO_{it3}	6,822	3,663	***	7,973	3,168	***
$IO_{it}-IOHH_{it}^{0,5}$				-6,204	-5,666	***
$(IO_{it}-IOHH_{it}^{0,5})^2$				19,437	6,962	***
TW Temporales		144,348	***		146,868	***
TW Estructura		11,429	***		12,008	***

Donde TW es el contraste de Wald de nulidad de los parámetros. TW Temporales contrasta la nulidad de las variables ficticias introducidas para controlar por los efectos temporales comunes a toda la muestra. TW Estructura contrasta la nulidad de los parámetros relacionados con la estructura accionarial.

*** significativamente distinto de cero al 1%, ** al 5% y * al 10%.

Modelización de la relación entre valor y propiedad significativa

CUADRO A.2

	LN(VK(OC))			LN(VK(OC) HH)		
	Coef.	Estad. T		Coef.	Estad. T	
S_{it}	-0,142	-3,920	***	-0,331	-9,337	***
D_{it}	-3,188	-29,903	***	-3,044	-17,467	***
IFA_{it}/K_{it}	1,883	3,851	***	1,923	4,342	***
$\frac{I}{K}_{it}$	0,023	11,889	***	0,028	19,891	***
OC_{it}	4,147	4,204	***	5,333	4,490	***
OC_{it}^2	-10,302	-4,840	***	-8,230	-3,323	***
OC_{it3}	7,027	4,604	***	3,253	1,948	*
$OC_{it}-OCHH_{it}^{0,5}$				-7,878	-6,030	***
$(OC_{it}-OCHH_{it}^{0,5})^2$				17,910	6,885	***
TW Temporales		106,418	***		65,555	***
TW Estructura		9,515	***		10,624	***

Donde TW es el contraste de Wald de nulidad de los parámetros. TW Temporales contrasta la nulidad de las variables ficticias introducidas para controlar por los efectos temporales comunes a toda la muestra. TW Estructura contrasta la nulidad de los parámetros relacionados con la estructura accionarial.

*** significativamente distinto de cero al 1%, ** al 5% y * al 10%.

Valor de realización de los activos de renta fija privada en los fondos de inversión

Nuria Baena Tovar (*)

(*) Nuria Baena Tovar pertenece a la Dirección de Estudios y Estadísticas de la CNMV. Este artículo es un resumen de la Monografía nº 17 de la CNMV, del mismo título, realizada por la autora.

1 Introducción

Los fondos de inversión están obligados a valorar día a día los valores que integran su cartera, al objeto de determinar de forma continua el precio real de las participaciones. Es importante que la valoración esté ajustada al valor efectivo de realización de los activos para evitar que la valoración dada por los gestores a una participación en el fondo sea superior (inferior) al valor real de reembolso (suscripción).

La valoración de activos que cotizan regularmente no presenta en principio grandes problemas pues viene determinada por el precio de mercado corriente o más reciente. Sin embargo, los fondos pueden haber invertido en valores con poca liquidez y en valores no cotizados. En estos casos, la imposibilidad de utilizar el precio de mercado para valorar obliga a los gestores a considerar métodos alternativos de valoración. El aumento de la cartera de renta fija privada en los fondos de inversión españoles en los últimos años enfatiza la importancia de realizar una adecuada valoración, pues las características de la negociación de estos activos a veces impiden tener precios de mercado representativos de la evolución del mercado.

En las páginas siguientes se repasan las principales alternativas de valoración de renta fija privada. Se subraya que no existe un método único para cada tipo de activo, sino que pueden existir diferentes alternativas razonables. En cualquier caso hay dos cuestiones que constituyen el centro de la problemática: la estimación de la curva cupón cero y la determinación de la prima de riesgo a añadir a los tipos cupón cero que determinan la función de descuento de los flujos de caja del activo. Una adecuada valoración ha de garantizar que los precios de los activos recojan en todo momento la evolución de los tipos de interés y del riesgo de crédito del emisor.

2 La cartera de renta fija de los fondos de inversión españoles

Las inversiones en renta fija privada cotizada nacional de los fondos de inversión españoles se han incrementado mucho en los últimos 3 ó 4 años, tanto en términos absolutos como en porcentaje sobre el patrimonio total. Con datos a 30 de junio de 2006, el valor de mercado de la cartera de los FIM y FIAMM era de 47,3 millardos de euros cuando en agosto de 2002 era de 12,5 millardos de euros. En los FIM, las inversiones en renta fija privada cotizada interior aumentaron hasta el 15% del patrimonio total desde el 5% que suponían

en abril de 2003. En los FIAMM, este porcentaje es más elevado, el 37% frente al 11% de agosto de 2002. Las inversiones en valores no cotizados han sido prácticamente nulas hasta el momento.

La inversión en cartera exterior se realiza de forma mayoritaria en activos de renta fija a largo plazo en euros (véase cuadro 1). Aunque los datos no permiten cuantificar los importes correspondientes a activos públicos y privados, sí se puede afirmar que la mayor parte de la cartera corresponde al sector privado.

Hay que señalar que, aunque la cartera de renta fija privada cotizada nacional ha aumentado hasta niveles importantes, ésta sigue sin ser una inversión muy extendida en los FIM. A 30 de junio de 2006, estas inversiones habían sido realizadas por el 36,1% del total de fondos españoles, cuyo patrimonio representaba aproximadamente la mitad del total de FIM.

Se puede esperar que dicha dispersión reduzca el efecto de estas variables sobre el valor de la empresa. Así, por ejemplo, una mayor dispersión de la propiedad representada reduce la alineación de los intereses individuales pero también dificulta el atrincheramiento.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión a valor de mercado¹

CUADRO 1

Importes en miles de euros	FIAMM		FIM	
	Importe	% s/ patrimonio	Importe	% s/ patrimonio
Patrimonio	34.898.926	100,0	234.878.984	100,0
Liquidez	1.163.773	3,3	8.481.745	3,6
Inversión en cartera	33.792.145	96,8	226.405.727	96,4
Cartera interior, de la que	24.635.395	70,6	101.754.849	43,3
Activos monetarios públicos	1.534.345	4,4	2.730.895	1,2
Otros valores de RF pública	284.214	0,8	9.151.914	3,9
Activos monetarios privados	8.745.478	25,1	18.588.888	7,9
Otra renta fija privada	4.122.810	11,8	15.791.137	6,7
Cartera no cotizada	0	0,0	331	0,0
Cartera exterior, de la que	9.156.750	26,2	124.650.878	53,1
Euros	9.153.908	26,2	111.252.081	47,4
Renta fija	9.153.908	26,2	73.735.355	31,4
Corto plazo	927.757	2,7	4.348.066	1,9
Largo plazo	8.226.151	23,6	69.387.289	29,5
Cartera no cotizada	0	0,0	0	0,0
Resto	2.842	0,0	13.398.797	5,7
Renta fija	2.842	0,0	1.151.751	0,5
Corto plazo		0,0	27.575	0,0
Largo plazo	2.842	0,0	1.124.176	0,5
Cartera no cotizada	0	0,0	1.294	0,0

Fuente: CNMV.

¹ Datos a 30 de junio de 2006.

3 Normativa sobre valoración de renta fija de los fondos de inversión

3.1 Normativa española

La legislación española¹ establece que la estimación del valor de realización de valores cotizados, tanto de renta variable como de renta fija, se realizará tomando su valor de mercado, entendiéndose como tal, en general, el cambio oficial de cierre del día del balance (si no existe, el de la sesión inmediatamente anterior) o el cambio medio ponderado del día si el que no existe es el precio oficial de cierre.

En el caso particular de activos de renta fija, la legislación española obliga a que su precio resulte siempre de la actualización de los flujos de caja futuros en base a los tipos de interés de mercado. Estos tipos de interés de mercado han de ser interpretados como los tipos de interés del mercado de crédito y no únicamente como los tipos de interés sin riesgo del mercado. Para asegurar una adecuada interpretación la nueva normativa en fase de preparación², que modifica la Circular 7/1990 sobre normas contables y estados financieros de las IIC, tiene previsto recoger de forma explícita que las correcciones valorativas para la renta fija cotizada se realizarán teniendo en cuenta la evolución de los tipos de interés de mercado y del riesgo de crédito del emisor.

La inversión en valores no cotizados por parte de los fondos de inversión está permitida por la legislación española³ vigente, si bien se la somete a un conjunto amplio de limitaciones y requisitos.

Para la valoración de los activos no cotizados se establecen unas pautas generales. En primer lugar, ésta deberá basarse en el principio contable de prudencia valorativa, esto es, los beneficios se contabilizan en el momento de su realización mientras que en el caso de los riesgos se hace tan pronto como se conozcan. La valoración de activos no cotizados deberá realizarse aplicando métodos generalmente admitidos en la práctica.

Además de estas pautas generales, se desarrollan y concretan métodos de valoración específicos. Estos métodos no son de aplicación obligatoria sino que, con la autorización previa de la CNMV, pueden utilizarse otros siempre que se garantice el mismo nivel de confianza en la estimación del valor de realización de los valores en cuestión. Para la concesión de la autorización por parte de la CNMV, se requiere la aprobación del órgano de administración

1 Circular 7/1990, de 27 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables y estados financieros reservados de las Instituciones de Inversión Colectiva (modificada por la Circular 3/1998). En la actualidad se está estudiando la modificación parcial de esta circular para adaptar determinados aspectos contables de las IIC a la nueva normativa de IIC.

2 Puede consultarse el punto 7 apartado b del borrador del proyecto de circular que se puso a consulta pública a finales de 2006 en www.cnmv.es en el apartado "Publicaciones y otros documentos/ Documentos en fase de consulta".

3 Artículo 37 del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva y Circular 4/1997, de 26 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre criterios de valoración y condiciones de inversión colectiva en valores no cotizados.

de la sociedad gestora y del depositario. En cumplimiento del principio de uniformidad establecido en la Circular 4/1997, una vez fijado el método de valoración éste deberá utilizarse para valorar todos los activos que tengan características similares. La modificación del método de valoración requiere su justificación y la aprobación de la CNMV.

De forma general, el precio de un bono en un momento determinado se calcula mediante el descuento de los flujos (cupones y amortización) cobrados hasta el vencimiento del título:

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{[1 + h(0, m_i)]^n}$$

donde:

F_i son los flujos del bono cobrados en “n” ocasiones

$h(0, m_i)$ son los tipos de interés cupón cero al contado para cada plazo m_i expresado en años, en equivalente financiero anual

Si $D(m_i) = \frac{1}{[1 + h(0, m_i)]^n}$ es la función de descuento, entonces el precio del

bono se expresará como sigue:

$$P = \sum_{i=1}^n F_i \cdot D(m_i)$$

La Circular 4/1997, de 26 de noviembre, de la CNMV, sobre criterios de valoración y condiciones de inversión de valores no cotizados recoge dos posibles criterios de estimación del valor diario de realización de las inversiones en activos de renta fija según la función de descuento utilizada en la actualización de los flujos.

Una primera alternativa es utilizar los tipos de interés de mercado de la deuda pública que serán incrementados por una prima representativa de las diferencias existentes en la solvencia del emisor, las características concretas de la emisión, el grado de liquidez y, en su caso, el riesgo país. La prima se calcula en el momento de la inversión y se mantiene constante, salvo que se produzcan cambios significativos en los factores que la han determinado.

Al igual que en los valores que cotizan regularmente en los mercados de valores, se exceptúa del método general de valoración a aquellos valores con vencimiento o vida residual igual o inferior a seis meses. Estos casos deberán valorarse tomando el precio de adquisición incrementado por los intereses devengados que, en esta ocasión, se permite que su cálculo se realice utilizando tanto la tasa interna de rentabilidad como aplicando un método lineal de periodificación.

La segunda alternativa recogida en la normativa española permite el descuento de los flujos con los tipos de interés de mercado de otros valores de renta fija que, siendo suficientemente líquidos, tengan unas características financieras similares a los bonos no cotizados que queremos valorar. Esta opción deberá ser notificada a la CNMV. En cualquier caso estos tipos de descuento deberán incluir igualmente una prima que refleje las diferencias en la calidad crediticia del emisor y las características de la emisión.

Los tipos de interés de mercado de la renta fija privada pueden obtenerse a partir de varios medios de difusión de información financiera⁴. Esta información es variada, múltiple y no homogénea: datos agregados según la combinación de diferentes criterios (por calificación crediticia, sector, plazo), datos individuales del emisor.

3.2 Normativa internacional

La normativa internacional analizada pone de manifiesto que la normativa española de valoración de los activos del fondo presenta un grado de desarrollo y concreción superior a la de otros países desarrollados, así como un mayor grado de transparencia. El planteamiento más común suele ser el de fijar criterios generales para la valoración (valor justo o razonable, prudencia, métodos reconocidos) dejando la elección del método de valoración concreto a las entidades gestoras. Éstas eligen la metodología a aplicar, que debe contar con la aprobación del órgano de gestión y del depositario. El organismo regulador es el encargado de revisar la adecuada aplicación de los métodos de valoración elegidos. En España, Portugal e Irlanda se requiere la autorización del método elegido por el regulador y de cualquier modificación que se acuerde. Los cambios en los métodos de valoración están permitidos, en general, siempre que sean en beneficio de los intereses de los inversores.

En la mayor parte de las jurisdicciones, siguiendo los principios generales del IOSCO, se exige la publicación de los métodos de valoración, tanto generales como específicos, generalmente en el folleto del fondo, y, en ocasiones, también en las reglas del fondo. En España se recogen también en el informe trimestral dirigido a los inversores. Además cualquier cambio en la metodología de valoración aplicada por el fondo debe ser comunicado a los inversores.

Holanda es el país que define de forma más detallada el concepto de valor razonable: el importe por el que el activo podría ser negociado entre un comprador y un vendedor con conocimientos y capacidad en una transacción de elevado volumen. Estados Unidos y Reino Unido no especifican los criterios de valoración de los valores de renta fija no líquidos y no cotizados. En Alemania, Irlanda, Portugal y España sí se especifican los criterios. En todos estos países se contempla la posibilidad de utilizar como elemento de referencia bonos asimilables a los que se van a valorar, que se ajustarán en cada caso en función de las diferencias en la solvencia del emisor, y la liquidez y fiscalidad de la emisión.

⁴ Entre los difusores de información financiera de reconocido prestigio internacional que publican rentabilidades de bonos corporativos se encuentran Bloomberg, Reuters y Thomson Datastream. Además existen firmas de inversión y de análisis financiero que elaboran índices sobre rentabilidades de bonos corporativos como Lehman Brothers, MSCI o AFI; a los elaborados por estos últimos existe acceso a través de Internet (www.afi.es).

4 Alternativas en la aplicación de los métodos de valoración

4.1 La estimación de la curva cupón cero

De forma general, cuando no existe precio de mercado o éste se ha formado en condiciones de escasa liquidez, el valor teórico del instrumento resulta del descuento de los flujos de caja futuros tomando los tipos cupón cero correspondientes al plazo de los flujos, que deberán estar ajustados a la calidad crediticia de la emisión o emisor.

La curva de tipos cupón cero no es directamente observable en el mercado, pues no se negocian suficientes instrumentos emitidos al descuento en un rango amplio de plazos que tengan riesgo crediticio, liquidez y fiscalidad similar. Esta imposibilidad nos lleva a estimar una “curva del mercado de renta fija privada” utilizando una curva cupón cero de referencia o benchmark a la que se añade una prima que incorpora, en la medida de lo posible, la información específica de la emisión y emisor. Dos son las curvas que suelen utilizarse como referencia: la curva cupón cero del mercado de deuda pública y la curva de permuta financiera sobre tipos de interés o Interest Rate Swaps (IRS).

Otro aspecto a tener en cuenta es la metodología de estimación de la curva cupón cero, es decir, la estructura temporal de los tipos de interés que recogerá exclusivamente la relación entre tipo de interés y plazo. Los tipos de interés observados en el mercado contienen generalmente primas de riesgo crediticio, liquidez, efectos de la fiscalidad o aspectos relacionados con las características especiales del instrumento financiero (estructura de pagos intermedios). Por ello, la estructura temporal de tipos de interés ha de ser estimada. Existen diversos métodos, todos ellos válidos, cada uno de los cuales con sus ventajas y limitaciones. Dos son los grupos que se diferencian: métodos no econométricos o recursivos y métodos econométricos.

En los métodos no econométricos los tipos de interés se van obteniendo recursivamente, a partir de un conjunto de “n” bonos y fechas de cupón, mediante la solución de un sistema de “n” ecuaciones y “n” incógnitas. Su aplicación requiere que: (i) los bonos considerados tengan las mismas fechas de pago de cupón, (ii) uno de los bonos tenga un solo pago pendiente y (iii) las fechas de pago de cupón de los bonos coincidan con las fechas de vencimiento de uno de los bonos. Por tanto, este método resulta de difícil aplicación en el mercado de deuda pública español y mucho más en el mercado de renta fija privada. Este problema se soluciona en el caso de la curva de IRS dado que la parte fija del swap equivale a un bono emitido a la par el día en que se negocia con un vencimiento igual a su plazo, con una TIR (Tasa Interna de Rendimiento) y cupón igual al tipo del swap. Por tanto, los swaps a distintos plazos que se negocian en una sesión tienen fechas de pago de cupón idénticas y, si se dispone de un conjunto de plazos consecutivos, sí se podrá aplicar este método. Por otra parte, estos métodos tienen carácter discreto, lo que hace necesario interpolar para obtener los tipos cupón cero de plazos intermedios.

Veamos cómo funciona el método recursivo de obtención de curva de tipos cupón cero (método *bootstrapping*):

- (1) El supuesto de partida de este método es que la curva de tipos cupón cero

es lineal por tramos. Los tipos cupón cero se van calculando de forma recursiva. Tomando el precio y el cupón del bono del plazo 1 (P_1 y C_1 respectivamente) al que sólo le queda un pago pendiente hasta su vencimiento se obtiene el tipo cupón cero del plazo 1 (r_1).

$$P_1 = \frac{C_1 + 100}{1 + r_1} \longrightarrow r_1$$

- (2) Seguidamente, tomando el precio del bono del plazo 2 (P_2), sus dos cupones (C_1, C_2) y el tipo cupón cero del plazo 1 (r_1), obtendremos el tipo cupón cero del plazo 2 despejando r_2 de la siguiente ecuación

$$P_2 = \frac{C_1}{1 + r_1} + \frac{C_2 + 100}{(1 + r_2)^2} \longrightarrow r_2$$

- (3) Esto mismo se iría repitiendo sucesivamente con los plazos 3,4,... hasta el plazo último "n" en que con el precio del bono del plazo "n", con todos los cupones hasta su vencimiento y con los tipos cupón cero obtenidos anteriormente, hasta el plazo "n-1", obtendríamos el tipo cupón cero para el plazo "n" (r_n).

$$P_n = \frac{C_1}{1 + r_1} + \frac{C_2}{(1 + r_2)^2} + \dots + \frac{C_n + 100}{(1 + r_n)^n} \longrightarrow r_n$$

Los métodos econométricos estiman directamente la función de descuento $d(t)$ partiendo de la Ley de Unicidad, es decir, del supuesto de que todos los flujos de cada bono son descontados simultáneamente por el mercado por una única curva de tipos que cumple las condiciones de ser positiva, monótona decreciente con $d(0)=1$ y $d(\infty)=0$. La ecuación de la función de descuento se estima mediante un modelo de regresión y a la misma, en ocasiones, se le impone una determinada forma funcional. La literatura financiera ha reconocido la metodología aplicada por McCulloch (1971 y 1975), Nelson y Siegel (1987) y Svensson (1994), si bien sobre éstos métodos se han desarrollado múltiples variaciones. En este grupo de métodos, la continuidad de la función de descuento permite la obtención directa de los tipos cupón cero para cualquier plazo.

La elección de un método en particular deberá valorar los aspectos que se comentan a continuación. Resulta deseable que la estructura temporal estimada de tipos de interés cumpla las siguientes condiciones:

- i) continuidad: amplitud de plazos, preferiblemente carácter continuo
- ii) flexibilidad: capacidad para captar las múltiples formas que puede tener la estructura temporal de tipos
- iii) suavidad: tener formas no oscilantes u onduladas especialmente en los plazos más largos, pues no tiene mucha justificación económica en los plazos de 10 años en adelante; esto se traduce en una inestabilidad de los tipos forward en estos plazos.

Asimismo, deberán considerarse el grado de dificultad de la aplicación del método, el consumo de recursos y las limitaciones que conlleva cada uno. Todos estos aspectos se recogen en el cuadro 2.

Valoración de alternativas en la estimación de la estructura temporal de tipos de interés

CUADRO 2

Métodos	Características curva tipos ¹				
	Continuidad	Flexibilidad	Suavidad	Complejidad / coste de aplicación	Limitaciones
Recursivos:					
Deuda pública	no	si		Baja	Insuficientes bonos para su aplicación
Bonos privados	no	si		Baja	Falta de bonos para su aplicación
<i>IRS</i>	no	si	limitada	Baja	- No cotización de <i>swaps</i> para todos los plazos - Plazos poco líquidos (incorporan primas liquidez)
Econométricos:					
Estimación directa función de descuento (regresión lineal)	no	no	si	media	- No observaciones suficientes (nº bonos< nº fechas pago) - Problemas de multicolinealidad
Estimación con imposición de forma funcional a la función de descuento					
Forma funcional:					
Polinomio orden n	si	si	ver limitaciones	media-alta	Ajuste demasiado suave en el <i>c/p</i> y explosivo en el <i>l/p</i> si el polinomio no es de orden muy alto
<i>Spline</i> ² cúbico (McCulloch)	si	si	ver limitaciones	Alta	Ajuste poco suave en el plazo más largo de la curva estimada
Convergencia asintótica tipos <i>forward</i> ³ (Nelson y Siegel)	si	si		Alta	
Convergencia asintótica tipos <i>forward</i> ⁴ (Svensson)	si	si		Alta	

1 Conclusiones extraídas del trabajo de Soledad Núñez "Estimación de la estructura temporal de los tipos de interés en España: elección entre métodos alternativos" (Documento de trabajo nº 9522, Banco de España, mayo 1995).

2 La estimación mediante *spline* ajusta la función de descuento mediante polinomios de orden n, normalmente cuadráticos o cúbicos. Los coeficientes de los polinomios varían en los diferentes intervalos en que se decida dividir el horizonte temporal con el que se estima la función de descuento. La aproximación de McCulloch (1971 y 1975) es de un *spline* cúbico que mejora la condición desuavidad respecto al *spline* cuadrático. No se impone ninguna característica a los tipos *forward*.

3 Este método aplicado por Nelson y Siegel (1987) supone que los tipos *forward* implícitos a cualquier plazo son asintóticos a un cierto nivel, esto es, que los tipos *forward* para plazos largos son similares (por ejemplo el tipo implícito a seis meses dentro de 25 años es muy similar al tipo implícito a seis meses dentro de 26 años).

4 Esta aproximación de Svensson (1994) incorpora además del supuesto de convergencia asintótica de los tipos *forward* implícitos un supuesto adicional sobre la forma funcional del tipo *forward* instantáneo al objeto de incrementar la flexibilidad de la estructura de tipos.

Las principales conclusiones respecto a los métodos alternativos de estimación de la estructura temporal de tipos de interés son:

- i) los métodos de estimación de McCulloch, Nelson y Siegel y Svensson permiten cumplir aceptablemente con los requisitos de continuidad, flexibilidad y suavidad de la estructura de tipos. Sin embargo, su aplicación es relativamente compleja. A priori, el método de McCulloch es el más flexible y el de Svensson el de estimación más costosa, especialmente si el número de observaciones con que se cuenta es reducido. De la aplicación al caso español⁵ se puede extraer que las propuestas de Nelson y Siegel y Svensson son las que mostraron mejores resultados en términos de bondad de ajuste y de tener capacidad para estimar estructuras de tipos flexibles y suaves.

No obstante, el método de McCulloch de estimación mediante spline cúbico⁶ ha tenido una amplia utilización. Ésta estimación ofrece buenos resultados en términos de continuidad y flexibilidad de la estructura de tipos, cuya estimación se realiza mediante regresión lineal. Las alternativas que se han propuesto a McCulloch son muchas, pero no mejoran los resultados de este último por suponer en ocasiones una pérdida de flexibilidad, un incremento de la complejidad y coste de aplicación y, otras veces, por estar basados en supuestos que no son contrastables.

- ii) los métodos recursivos presentan como principal ventaja su menor complejidad y coste de implementación respecto a los métodos econométricos, si bien ofrecen peores resultados en términos de cumplimiento de los requisitos deseables en la estructura temporal de tipos de interés.

Es importante resaltar que en cualquiera de los métodos que se utilicen, la estimación de la curva de tipos cupón cero será tanto más ajustada cuanto más idénticos sean los valores utilizados, en términos de riesgo de crédito, liquidez y fiscalidad. Es decir, por cada tipo de valores idénticos es posible estimar una curva de tipos cupón cero específica. Existen, por tanto, tantas curvas cupón cero como grupos de valores con similares características de riesgo de crédito, liquidez y fiscalidad. Esto explica, por ejemplo, que los tipos cupón cero obtenidos a partir del método recursivo de los IRS, con riesgo de crédito del mercado interbancario del euro, mantengan un diferencial positivo considerable respecto a los tipos cupón cero derivados de la estimación econométrica de McCulloch, cuyo riesgo es inferior al derivarse a partir de los títulos de deuda pública española.

En cualquier caso, la curva de tipos cupón cero puede estar afectada por errores de estimación derivados de factores como: (i) ineficiencias en la curva de IRS por la existencia de plazos no suficientemente líquidos, (ii) la imposibilidad de garantizar que los bonos considerados en la estimación econométrica sean totalmente homogéneos. Las valoraciones de los bonos pueden verse distorsionadas por la proximidad del pago de cupón, por que pasen a tener o dejen de tener la consideración de *benchmark* o por que sean el bono entregable más barato en los contratos de futuros sobre tipos de interés a largo plazo.

⁵ "Estimación de la estructura temporal de los tipos de interés en España: elección de métodos alternativos", Soledad Núñez Ramos, Documento de Trabajo nº 9522, Banco de España, mayo 1995.

⁶ El método de aproximación mediante spline consiste en el ajuste de la función de descuento mediante polinomios de orden "n". Los coeficientes de los polinomios varían en los diferentes intervalos en que se haya dividido el horizonte temporal con el que se estima la función de descuento.

4.2 La estimación de las primas de riesgo

Una vez obtenidos los tipos de interés de la curva cupón cero, el siguiente paso es determinar las primas que se aplicarán a la función de descuento.

Una primera posibilidad es derivar las primas a partir de las TIR difundidas por difusores de información financiera de reconocido prestigio, de bonos que sean asimilables al que vamos a valorar. La elección requiere ajustar, en la medida de lo posible, además del riesgo de crédito del emisor, el plazo y duración de la emisión, el sector al que pertenece.

Las TIR de mercado publicadas por estas fuentes externas son obtenidas de forma general a partir de los precios observados de un conjunto más o menos amplio de bonos homogéneos (tipo de instrumento y moneda en que está denominado). La forma de cómputo difiere entre difusores, por lo que pueden producirse diferencias considerables entre las TIR de mercado según el difusor. Esta situación se puede comprobar en el cuadro 3.

Rentabilidades y diferenciales de crédito con la deuda pública de la zona euro: comparación de datos entre difusores de información financiera¹ CUADRO 3

	TIR (%)		Diferencial (puntos básicos)			
	Bloomberg	Reuters	AFI	Bloomberg	Reuters	AFI
1 año						
AAA	3,52	nd	3,63	14	nd	25
AA	3,55	nd	3,87	17	nd	49
A	3,59	nd	3,96	21	nd	58
BBB	3,67	nd	4,28	29	nd	90
5 años						
AAA	4,08	3,94	3,97	23	9	12
AA	4,14	4,04	4,16	29	20	31
A	4,28	4,23	4,31	43	39	46
BBB	4,54	4,54	4,66	69	69	81
10 años						
AAA	4,32	4,35	4,18	24	27	10
AA	4,45	4,48	4,40	37	40	32
A	4,69	4,80	4,68	62	72	60
BBB	5,11	5,35	5,16	104	127	108

Fuente: Bloomberg, Reuters y AFI.
1. Datos a 30 de junio de 2006.

Una segunda posibilidad tomaría como referencia una prima estimada específica de la emisión, entendida esta prima como la diferencia entre la TIR teórica, calculada a partir de la curva cupón cero y la TIR de mercado. Esta prima se utilizará para la valoración del propio activo admitido a cotización cuando su último precio no se ha formado con liquidez suficiente o no existe en el momento de la valoración, así como para la valoración de otros bonos asimilables que no coticen. Estas primas no son constantes, sino que varían en el tiempo, por lo que

habrá que utilizar su serie histórica, dejando al gestor la elección del método específico de determinación: media simple/ponderada de la última semana, mes, tres meses, un año, etc...o modelos econométricos.

4.3 Otros factores a considerar

El análisis de la metodología de valoración de renta fija privada quedaría incompleto si no se tratan algunas circunstancias y elementos adicionales con influencia potencial sobre la valoración final del activo.

- i) Valoración en ausencia de calificación crediticia: para la autorización de una emisión de valores, la CNMV no obliga a calificar la calidad crediticia del emisor (sólo en los fondos de titulización de activos). En estos casos, se plantea la duda de cuál deberá ser la categoría crediticia de referencia en la determinación de la prima.

La aplicación del método de prudencia valorativa podría llevar a asignar directamente la categoría de *Non Investment Grade* o *High Yield* (categorías <BBB), si bien en algunos casos, dada la elevada cuantía que suelen tener las primas de esta categoría y las fuertes diferencias que presentan respecto a las categorías de *Investment Grade* (como se ha observado en el cuadro 5 y el gráfico 3), esto podría suponer una infravaloración excesiva de los activos de renta fija privada del fondo.

Una segunda posibilidad sería permitir que el fondo adoptase una calificación calculada internamente por el fondo que estuviese justificada razonadamente. Por ejemplo, tomar la calificación crediticia de emisiones con similares características del mismo emisor. El enfoque de esta alternativa sería similar al enfoque IRB (*Internal Ratings Based Approach*) recogido en el Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea (Basilea II) publicado en noviembre de 2005. Este enfoque permite a los bancos, en determinados casos, realizar estimaciones internas del riesgo de crédito a efectos de la determinación de los requisitos de capital de estas entidades financieras.

En todo caso, cualquier justificación de la calificación debería ser validada por el supervisor. Otra opción sería obligar a la presentación de la calificación crediticia, si bien habría que tener en cuenta el incremento de coste que esta obligación supondría para el emisor.

- ii) Ajuste de la valoración por condiciones de liquidez: la determinación de una prima de iliquidez en los activos de renta fija privada es difícil. Las emisiones pueden verse influenciadas por diferentes factores, en ocasiones puramente coyunturales, que dificultan el aislamiento del componente de la prima de riesgo correspondiente a las características de liquidez.

Esta dificultad se reduce con el riesgo de crédito, de forma que a mayor calificación crediticia proporcionalmente mayor será el componente de riesgo de liquidez en el diferencial entre el precio teórico de un bono en un

momento determinado y el precio de mercado (que suele denominarse “sesgo de precio”). El caso extremo sería el de la deuda pública en que, dado que el riesgo crediticio es nulo, dicho diferencial recogerá únicamente las condiciones de liquidez y fiscalidad.

Aunque no es posible especificar un método objetivo, concreto y automático para estimar primas de iliquidez, en la literatura financiera hay algunos trabajos que prueban y miden la existencia de una prima de liquidez en los mercados de valores. Sin embargo, la mayoría de ellos se refieren a la renta variable, mientras que son pocos los que se centran en los mercados de renta fija que se refieren en exclusiva a los de deuda pública, fundamentalmente al mercado norteamericano.

Un enfoque tradicional de estimación de la prima de liquidez está basado en el cálculo de los diferenciales de rentabilidad para la deuda pública entre bonos *pre-benchmark* y bonos *benchmark*. Estos diferenciales estarían reflejando básicamente el exceso de rentabilidad que se les exige a los bonos que no tienen la consideración de activo de referencia en un plazo determinado únicamente por la menor liquidez que éstos presentan en relación a los bonos de referencia o *benchmark*.

Sin embargo, los métodos utilizados en estos trabajos resultan difíciles de aplicar al mercado de renta fija privada, principalmente por ser éste un mercado en el que, dada la diversidad de instrumentos y la existencia de múltiples emisores, resulta difícil determinar emisiones de referencia por plazos o *benchmark*.

- iii) el método de interpolación utilizado para la obtención de los tipos en plazos intermedios no definidos: lineal o exponencial. Las diferencias a que dan lugar no son significativas, si bien en el cálculo de la función de descuento parece más recomendable utilizar el método exponencial, puesto que esta función se ajusta más a una exponencial que a una lineal; además, la utilización de la forma exponencial no añade dificultad en el método de cálculo.
- iv) el cómputo de días: existen diferentes convenciones en función del producto y país (actual/360, actual/365, actual/actual, 30/360, etc). La comparabilidad del precio y rentabilidad de los bonos no estará garantizada sino se comprueba la homogeneidad del método de cómputo.

4.4 Resumen de resultados de la aplicación de la metodología de valoración

Como se ha visto, existen múltiples posibilidades razonables de cálculo del valor teórico de un activo de renta fija privada sin precio de mercado representativo. A efectos ilustrativos se ha realizado la valoración de una cédula hipotecaria, una obligación y un bono con tipo de interés variable según diferentes alternativas⁷. Los resultados se han recogido en el cuadro 4. Como se puede comprobar, las posibilidades de valoración son variadas y las diferencias obtenidas no se pueden considerar despreciables.

⁷ Para conocer más en detalle la forma de valoración aplicada en los diferentes casos puede consultarse la Monografía nº 17 de la CNMV.

	Cédula hipotecaria	Obligación	Bono cupón variable (Euribor 12 m + 0,25)
Supuesto	Precios no representativos	Precio no disponible	No cotiza
Nº valoraciones	7	3	2
Precio máximo	100,855	107,269	104,859
Precio mínimo	100,162	106,810	103,725
Rango de precios (%)	0,69	0,43	1,09
Desv. típica	0,23	0,21	--

Fuente: elaboración propia.

(1) Los precios incluyen el cupón corrido.

5 Conclusiones

La inversión en renta fija privada nacional ha dejado de ser minoritaria en la cartera de los fondos de inversión españoles. A mediados de 2006 más de un tercio de los FIM tenían cartera de renta fija privada nacional que representaba cerca del 15% de su patrimonio total. Estas inversiones son en su totalidad valores cotizados pues la cartera no cotizada es prácticamente nula.

Las alternativas de valoración de renta fija privada son múltiples, aunque se agrupan en torno a dos cuestiones: la forma de estimación de la curva cupón cero y la determinación de la prima de riesgo que recoge las características de solvencia, liquidez y fiscalidad de la emisión. Con estas dos variables se obtiene la función de descuento a aplicar a los flujos de caja futuros del activo para el cálculo de su valor actual neto.

Respecto a la estimación de la curva cupón cero, los métodos recursivos presentan como principal ventaja su menor complejidad y coste de implementación respecto a los métodos econométricos. Esto explica que, en la práctica, la valoración se realice en la mayor parte de los casos con los tipos cupón cero obtenidos a partir de la curva depo-swap. Los métodos econométricos ofrecen mejores resultados en cuanto al cumplimiento de los requisitos teóricos deseables en la estructura temporal de tipos de interés (continuidad, flexibilidad y suavidad); sin embargo, su implementación es más costosa y compleja. Los tres principales métodos reconocidos (McCullogh, Nelson y Siegel y Svensson) ofrecen resultados satisfactorios en el mercado español.

La prima de riesgo de crédito puede derivarse de las rentabilidades de activos que sean similares al que vamos a valorar. La dificultad de esta opción se encuentra en lograr un ajuste adecuado a las características del valor. Una segunda posibilidad es utilizar las primas históricas estimadas de forma específica para la emisión. Éstas se obtienen de la diferencia entre la TIR teórica, calculada a partir de la curva cupón cero, y la TIR de mercado. Este método tiene como limitación que han de existir cotizaciones de mercado representativas en un plazo de tiempo

no muy alejado del momento de valoración. La incorporación de un componente de iliquidez a la prima de riesgo del activo es una tarea difícil para la que no existe un método reconocido.

En ausencia de un método único óptimo de valoración, los fondos de inversión con cartera de renta fija privada sin precio de mercado representativo han de estimar su valor de realización optando por alguna de las diversas alternativas existentes. Las diferencias de valoración en función del método utilizado no son despreciables, en los ejemplos realizados se produjeron diferencias entre el 0,4% y el 1,1% entre el valor máximo y mínimo de los precios obtenidos. Esto nos lleva a concluir que es difícil establecer un valor de realización exacto y que tiene más sentido hablar de bandas de precios razonables.

La regulación internacional sobre criterios de valoración de IIC se basa normalmente en el establecimiento de criterios generales como puede ser que el valor sea justo o razonable, la aplicación del principio contable de prudencia valorativa y la utilización de métodos de valoración generalmente admitidos. Las entidades gestoras son las que eligen el método concreto de valoración y el regulador es el encargado de supervisar su aplicación.

La normativa española se ha concretado más que en otros países en el caso de valores no cotizados al recoger dos posibles métodos de valoración, aunque de utilización no obligatoria. Para los activos cotizados con precios no representativos, la normativa obliga a que la valoración se ajuste a la evolución de la estructura temporal de los tipos de interés y a los cambios en las condiciones de solvencia del emisor. La gran diversidad de productos a valorar y de alternativas de valoración resta sentido y utilidad a concretar más la metodología de valoración de activos de renta fija con poca liquidez. La tarea de supervisión resulta, por tanto, fundamental para garantizar que no se producen desajustes entre el valor liquidativo del fondo y el valor de realización.

6 Bibliografía

AIAF (1998): "Una metodología para la obtención de precios de referencia diarios de los instrumentos negociados en el Mercado de Renta Fija".

Alonso, F., Blanco, R., Del Río, A. y Sanchis, A. (2000): "Estimating Liquidity Premium in the Spanish Government Securities Market". Documento de Trabajo del Banco de España, nº 0017.

Blanco, R. y Del Río, A. (2000): "Una Estimación de Primas de Liquidez en el Mercado Español de Deuda Pública". Boletín Económico del Banco de España, octubre 2000, páginas 63-70.

Chambers, D., Carleton, W. y Waldman, D. (1984): "A New Approach to Estimation of The Term Structure of Interest Rates". Journal of Financial and

Quantitative Analysis, vol 19, n^o 3, páginas 233-269.

McCulloch, J.H. (1971): "Measuring the Term Structure of Interest Rates". Journal of Business, 1971, vol. 44, páginas 19-31.

McCulloch, J.H. (1974): "The Tax-Adjusted Yield Curve ". Journal of Business, 1975, vol. 30, n^o 3, páginas 811-830.

Nelson C.R. y Siegel A.F. (1987): "Parsimonious Modeling of Yield Curves for US Treasury Bills". Journal of Business, 1987, vol 60 n^o 4, páginas 473-489.

Núñez, S. (1995): "Estimación de la Estructura Temporal de los Tipos de Interés: Elección entre Métodos Alternativos". Servicio de Estudios del Banco de España, Documento de trabajo n^o 9522.

Svensson, L.E. O. (1994): "Estimating and Interpreting Forward Interest Rates". Sverigs Riskbank Quarterly Review, 1993, páginas 32-42.

Vasicek, O. A. y Fong, H.G. (1982): "Term Structure Modelling Using Exponential Splines". Journal of Finance 1982, vol 37, n^o 2, páginas 339-348.

III Informes internacionales

Informe de IOSCO sobre principios de valoración de las carteras de los *hedge funds*

Marta I. Garcés Hernández (*)

(*) Marta I. Garcés Hernández pertenece a la Dirección de Autorización y Registro de Entidades de la CNMV.

1 Introducción

La Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), a través de su grupo permanente de Gestión de Activos, está trabajando de forma prioritaria en temas relacionados con los *hedge funds*. En el año 1998, el *hedge fund Long Term Capital Management* sufrió un colapso que puso en peligro la estabilidad del sistema financiero mundial y desde entonces IOSCO ha manifestado su preocupación por los riesgos que los *hedge funds* pueden provocar en los mercados financieros. Un año más tarde realizó un primer análisis sobre la tipología de *hedge funds* existente en cada una de las jurisdicciones que forman parte de IOSCO. El último estudio comparativo concluyó con un informe publicado en noviembre de 2006 que anunciaba el interés del grupo por ahondar en un aspecto tan sensible y relevante como es la valoración. El informe titulado *Principles for the valuation of hedge fund portfolios* (en adelante, el Informe) es el resultado de esa iniciativa.

El Informe de valoración se centra en desarrollar un conjunto de principios flexibles¹ que puedan ser aplicados a *hedge funds* con estructuras muy diferentes entre sí pero sólidos, cuyo objetivo es promover el buen gobierno en el proceso de valoración y mitigar los conflictos de interés estructurales y operacionales que puedan surgir entre los gestores y los inversores de estos fondos. El establecimiento de unas normas y procedimientos de valoración por escrito y convenientemente documentados es el principio fundamental del Informe sin el cual resulta imposible la aplicación de los demás. Adicionalmente, se ponen de relieve los conceptos de independencia, transparencia y uniformidad en el proceso de valoración. En definitiva, se establecen los principios por los que se debe guiar el Órgano de Gobierno y la sociedad gestora de cualquier *hedge fund* al desarrollar e implementar sus normas y procedimientos de valoración.

El Informe se ha elaborado con la participación muy activa de representantes de la industria de *hedge funds* europeos y americanos, estando en el ánimo de IOSCO que los principios de valoración constituyan una herramienta práctica para ser empleada por gestores, órganos de gobierno² de los *hedge funds*, inversores y cualquier otra parte implicada en la valoración. Además, IOSCO sugiere a los inversores que examinen antes de hacer efectiva su inversión el cumplimiento de estos principios, sin que ello elimine la necesidad de llevar a cabo un detallado proceso de análisis y evaluación de las normas y procedimientos de valoración del *hedge fund* en el que pretendan invertir.

1 La premisa *one size does not fit all* es el punto de partida del informe de valoración, de ahí que se hayan propuesto principios flexibles para que se puedan adaptar a todos los *hedge fund*, cualquiera que sea su régimen legal y estructura organizativa.

2 El órgano de gobierno a los efectos de este Informe, se define como la entidad que ostenta la responsabilidad última sobre el *hedge fund*. Este término, según la jurisdicción y la estructura organizativa del fondo, puede referirse al consejo de administración del *hedge fund*, de su gestora, al accionista mayoritario de la *limited partnership* bajo la cual se organiza el *hedge fund*, etc.

Por último, el Informe de valoración que se comenta en este artículo se encuentra en fase de consulta pública hasta el día 21 de julio de 2007, de modo que el Informe definitivo puede contener variaciones a la luz de los comentarios que se reciban.

A continuación se analizan las razones que han motivado que IOSCO elabore los principios y se presenta un resumen de los mismos. Posteriormente, al margen del Informe, se estudia el cumplimiento de los principios de IOSCO por los *hedge funds* dentro de la normativa española y se comentan aspectos directamente relacionados con su valoración que no se abordan en el Informe. El artículo finaliza con unas conclusiones.

2 ¿Qué ha motivado el interés de IOSCO por la valoración de los activos de los *hedge funds*?

El interés de IOSCO y de los supervisores por la valoración de los *hedge funds* obedece principalmente a las siguientes razones:

- La importancia creciente de los *hedge funds* en los mercados de capitales.

Con cerca de unos activos bajo gestión de 1.5 billones de dólares y un elevado uso del apalancamiento, el papel que juegan los *hedge funds* en los mercados de capitales es cada vez más importante y constituyen una fuente de liquidez de primer orden. Además, los *hedge funds* aportan una continua innovación al mercado, ofrecen diversificación a inversores institucionales y sofisticados y contribuyen a una mayor distribución del riesgo en los sistemas financieros mundiales.

- La complejidad de determinadas estrategias e instrumentos financieros utilizados por los *hedge funds*.

La creciente influencia de los *hedge funds* en los mercados financieros conlleva retos y riesgos entre los que se encuentra la dificultad de valorar los instrumentos financieros complejos e ilíquidos que componen sus carteras. Esta complejidad se produce generalmente por la falta de información fiable sobre su precio, bien por su carencia de liquidez, bien porque se valoran con modelos basados en información imperfecta ó dependientes de la ocurrencia de eventos futuros, cuya probabilidad es difícil de estimar (por ejemplo las *distressed securities* ó las notas estructuradas no negociadas en mercados organizados).

- El papel principal que desempeña la valoración en los *hedge funds*.

La valoración de los instrumentos financieros empleados por los *hedge funds* es crucial ya que de ésta se deriva el cálculo de su valor liquidativo. Sus partícipes, entre los que se encuentran fondos de fondos regulados y distribuidos a inversores minoristas, toman sus decisiones de inversión en

función de la rentabilidad obtenida por el *hedge fund*, que se relaciona directamente con la valoración de sus activos. La valoración es también la base para la elaboración de los informes financieros que se difunden en los mercados y para el cálculo de colaterales por parte de las entidades que les proporcionan financiación. Además, las comisiones que cobran estos fondos, generalmente de éxito o sobre resultados, se derivan directamente de la valoración de sus activos.

- Los conflictos de interés pueden agravar los problemas de la valoración.

Además de las dificultades que conlleva la valoración de determinados activos complejos e ilíquidos³ que los *hedge funds* incorporan en sus carteras, su propia estructura organizativa y de funcionamiento pueden agravar el problema por los conflictos de interés susceptibles de surgir, especialmente cuando el propio gestor desempeña un papel activo en la valoración.

Cuando el *hedge fund* invierte en activos difíciles de valorar, es probable que sea el propio gestor el agente que proporcione la valoración más precisa de un determinado instrumento. No obstante, la participación del gestor en la valoración puede desencadenar serios conflictos de interés entre éste y los inversores del fondo que gestiona. Así, es probable que el gestor tenga tanto el incentivo como la capacidad para manipular la valoración que realiza ya que, por un lado su retribución se basa en la revalorización de los activos del fondo y, por otro, tiene interés en cumplir las expectativas de sus inversores pues de no cumplirse podrían retirar sus inversiones. El uso del apalancamiento agrava las consecuencias de los errores, intencionados o no, en la valoración. Cuando el *hedge funds* invierte en activos líquidos y negociados en los mercados, por lo tanto fáciles de valorar, la manipulación y los conflictos de interés son menos probables de ocurrir, de ahí que el Informe de valoración se centre en los conflictos que pueden surgir con los activos difíciles de valorar.

3 Los nueve principios

A continuación se exponen los principios que IOSCO recomienda cumplir a todos los *hedge funds* en la valoración de sus activos.

1 Se deben establecer por escrito normas detalladas y procedimientos de valoración⁴ de los instrumentos financieros empleados por los *hedge funds*.

El órgano de gobierno del *hedge fund* debe establecer por escrito normas y procedimientos de valoración que tengan por objeto garantizar la integridad del

³ La *Alternative Investment Management Association* (AIMA), en un reciente estudio, concluyó que alrededor del 23% de los instrumentos financieros empleados por los *hedge fund* son difíciles de valorar (*hard to value instruments*).

⁴ El término "normas y procedimientos de valoración" se reproduce sistemáticamente en el Informe. Las "normas" se refieren a los principios de alto nivel que regirán la valoración, siendo los "procedimientos" el conjunto de procesos detallados que dan lugar a las valoraciones de los activos que componen la cartera del *hedge fund*.

proceso. En particular debe establecer el papel a desempeñar, las obligaciones y la responsabilidad de todas las partes que integren el proceso de valoración.

Debe tener en cuenta los siguientes aspectos al establecer las normas y procedimientos de valoración: (i) la competencia e independencia del personal responsable de la valoración, (ii) las estrategias y los instrumentos financieros concretos que compondrán la cartera, (iii) los controles a llevar a cabo en la selección de datos, fuentes de información y metodologías de valoración, (iv) los procedimientos para elevar a órganos superiores la resolución de discrepancias en la valoración, (v) los ajustes a realizar en la valoración teniendo en cuenta el tamaño y la liquidez de las operaciones, así como (vi) el establecimiento de una hora de cierre para la valoración de la cartera.

2 Las normas y procedimientos de valoración deben identificar las metodologías para valorar todos los instrumentos financieros que el *hedge fund* tenga en cartera.

Las normas de valoración deben establecer la metodología que se empleará en la valoración de cada instrumento financiero, lo que incluirá los *inputs* y los modelos utilizables así como los criterios de selección de los proveedores de información financiera. Por ejemplo, se deben detallar los criterios bajo los que un *input* es considerado adecuado y admisible, teniendo en cuenta que, siempre que sea posible, éstos deben ser obtenidos de fuentes independientes. Asimismo, se debe especificar el corte horario aplicable cuando los activos coticen en mercados con diferentes usos horarios. La selección de una metodología concreta debe incluir la evaluación de otras metodologías relevantes.

Al elegir un modelo para valorar un determinado instrumento financiero, tanto el propio modelo como los *inputs* utilizados deben ser justificados y explicados en los procedimientos de valoración. Debe quedar evidencia por escrito de las hipótesis y motivos para emplear un modelo de valoración con el objeto de facilitar su revisión posterior.

3 Los instrumentos financieros empleados por el *hedge fund* deben ser valorados de manera uniforme de acuerdo con las normas de valoración que se establezcan.

Este principio exige que las normas, los procedimientos y las metodologías establecidas sean implementadas en la práctica de una manera uniforme, es decir, que aquellos instrumentos financieros con características económicas y financieras similares deben ser valorados con criterios idénticos. Además, las normas y procedimientos deben aplicarse de forma uniforme a lo largo del tiempo salvo que acontecimientos relevantes motiven su cambio o actualización. Por último, en el caso de *hedge funds* gestionados por una misma gestora este principio también se debe cumplir. Así, dos carteras con instrumentos similares no pueden valorarse con criterios, *inputs* o modelos diferentes.

4 Las normas y procedimientos deben ser revisados periódicamente para garantizar que sean apropiados.

La conveniencia de una aplicación uniforme en el tiempo de las normas y procedimientos de valoración debe sopesarse con la necesidad de realizar revisiones

periódicas y modificaciones de dichas normas, si proceden. Asumiendo que los *hedge funds* operan en un entorno muy dinámico y cambiante, las normas de valoración deben prever el procedimiento para llegar a cabo su propia modificación, especialmente después de cualquier evento que cuestione su validez y utilidad.

Las normas y procedimientos de valoración se deben revisar antes de que el *hedge fund* invierta en una nueva estrategia o instrumento financiero para determinar si las normas y procedimientos existentes recogen de manera adecuada los nuevos tipos de estrategia o instrumentos.

5 El órgano de gobierno debe tratar de asegurar que la aplicación de las normas de valoración, así como su posible revisión, se llevan a cabo con un elevado nivel de independencia.

Uno de los principales retos que plantea la valoración surge cuando el gestor es la persona que mejor conoce el instrumento objeto de valoración (por ser muy ilíquido, complejo o único) y que, por tanto, puede proporcionar una valoración precisa. Teniendo sólo eso en cuenta debería ser el gestor el encargado de realizar la valoración. No obstante, tal y como se ha mencionado anteriormente, éste puede tener incentivos para manipular la valoración en beneficio propio y en detrimento de los inversores. Es decir, los principios de independencia y *expertise* en la valoración son casi imposibles de cumplir simultáneamente pues el logro de un principio se consigue a costa del otro. Así que hay que plantearse si es más deseable conseguir una valoración de forma independiente (evitando conflictos de interés) con el coste de ser menos precisa, o lo contrario. Gestionar adecuadamente este *trade-off* es la labor que IOSCO impone en el órgano de gobierno del *hedge fund*: éste tiene que ser capaz de proporcionar una solución equilibrada que conjugue la independencia en la valoración con el *expertise* y conocimientos apropiados por parte del que la realiza.

Siendo uno de los objetivos del Informe mitigar los conflictos de interés en la valoración, y siendo la independencia en la valoración el medio básico para conseguirlo, el Informe propone diferentes alternativas para conseguir este objetivo, ninguna mejor que el resto a priori, dada la heterogeneidad de estructuras bajo las que puede organizarse un *hedge fund*. Las alternativas que se ofrecen son las siguientes:

- Valoración por una tercera entidad: La delegación de la valoración en un tercero independiente puede ayudar a mitigar los conflictos de interés, especialmente si las valoraciones se ven influenciadas por el gestor. El tercero debe contar con los medios y la capacidad para efectuar la valoración.
- Separación de funciones dentro de la gestora: Cuando no se delega la valoración en una tercera entidad y es el propio gestor el que valora determinados instrumentos, la independencia se puede lograr mediante los órganos que supervisan al gestor.
- Creación de un comité de valoración: El órgano de gobierno puede establecer un comité de valoración para supervisar las políticas y procedimientos de valoración y su implementación. La independencia en este caso se vería reforzada mediante el nombramiento de personas no pertenecientes a la gestora y que representen los intereses de los inversores

(por ejemplo, un miembro del órgano de gobierno en el caso de *hedge funds* domiciliados en paraísos fiscales). El comité podría consultar con expertos independientes en el caso de instrumentos difíciles de valorar.

Dependiendo de la estructura organizativa del *hedge funds*, tanto el consejo de administración, el socio mayoritario de una *limited partnership*, el comité de valoración o la tercera entidad en la que se delegue la valoración, pueden ser considerados como la entidad independiente⁵ en lo que a valoración se refiere.

6 Los procedimientos de valoración deben garantizar que se lleve a cabo una revisión independiente de las valoraciones generadas por la aplicación de las normas y procedimientos de valoración, especialmente si éstas han sido producidas o influenciadas por el gestor.

Debe existir una revisión independiente de las valoraciones para garantizar su precisión, especialmente en aquellos casos en los que el riesgo de que éstas sean inapropiadas sea mayor, por ejemplo, cuando los precios son obtenidos de una única contraparte, en el caso de activos ilíquidos y en el de valoraciones influenciadas por el gestor o por entidades que puedan tener interés en la rentabilidad del *hedge fund*.

Tal y como se ha mencionado en el principio anterior, es un hecho que el *expertise* y capacidad para valorar instrumentos complejos es patrimonio de muy pocos individuos siendo muy difícil, si no imposible, encontrar terceros independientes para valorar. Por ejemplo, en los contratos de derivados *over the counter* generalmente se utiliza el precio dado por la contrapartida como el más relevante o único *input* para la valoración. Sin embargo, cuando la contrapartida calcula el precio puede hacerlo en presencia de un conflicto de interés, ya que el precio que calcula incorpora las expectativas de la contrapartida de operar con su cliente o en el mercado. Adicionalmente, puede tener el incentivo de proporcionar un precio infra o sobrevalorado al mantener generalmente una posición idéntica o de signo contrario a la que tiene el *hedge fund*.

De este modo, las políticas y procedimientos deben incluir controles para garantizar un determinado nivel de objetividad en las valoraciones obtenidas por las contrapartidas. Esta pretendida objetividad se puede conseguir mediante la implicación de la entidad independiente que será la encargada arbitrar y resolver discrepancias en la determinación de valoraciones, así como de compensar y equilibrar la influencia del gestor. La entidad independiente debe llegar a la conclusión que las elecciones realizadas por las personas encargadas de la valoración se han llevado a cabo de manera imparcial y basadas exclusivamente en el mérito.

7 Las normas de valoración deben establecer el procedimiento aplicable cuando se pretenda invalidar o anular una determinada valoración derivada del cumplimiento de las normas establecidas por el *hedge fund*, incluyendo su revisión por la entidad independiente.

Es habitual que la literatura sobre *hedge funds* se refiera de forma habitual el término *price override*. Se entiende por *price override* la invalidación o

⁵ El término "Entidad Independiente" también aparece repetidamente en el Informe. Es el nombre genérico que se da a la entidad, persona o personas por medio de las cuales se logra la independencia en la valoración.

anulación de la valoración de un instrumento financiero realizada conforme a las políticas y procedimientos que el *hedge fund* tenga establecidas debido a la existencia de circunstancias excepcionales que provocan la inadecuación de tal valoración. De este modo, el gestor, administrador u otra parte implicada en la valoración pueden proponer invalidar la valoración de un determinado instrumento proponiendo otra más precisa.

Los procedimientos adoptados por el *hedge fund* de invalidación de valoraciones de activos deben establecer que la entidad independiente sea informada de ello y que tal anulación sea revisada. Debe quedar evidencia documental de los detalles y las razones que provocan tal circunstancia.

8 El órgano de gobierno del *hedge fund* debe llevar a cabo un análisis y evaluación (*due diligence*) de la tercera entidad a la que se encomienda la valoración.

En el análisis y evaluación se debe verificar que la entidad delegada tiene sistemas y controles adecuados para llevar a cabo la tarea que se le encomienda así como personal con conocimientos, experiencia y formación apropiada. El órgano de gobierno debe aplicar los principios 1 y 2 de la Sección III de los principios de IOSCO sobre *Outsourcing*⁶.

9 Se debe dar transparencia a los inversores de los acuerdos en vigor para llevar a cabo la valoración de los activos del *hedge fund*.

Este principio se puede materializar teniendo a disposición de los partícipes la siguiente documentación, que les deberá ser entregada si así lo solicitan:

- Las normas de valoración del *hedge fund* así como los cambios relevantes, de haber existido, acompañado de una explicación y cuantificación del efecto de tal modificación.
- Una descripción de la experiencia, conocimientos y tareas que realizan las partes implicadas en la valoración.
- Una descripción del alcance de las valoraciones efectuadas por el gestor.
- Una descripción de los conflictos de interés que pueden surgir en la valoración.
- Los cuestionarios planteados por los partícipes al realizar el análisis y evaluación del *hedge fund* y las respuestas proporcionadas por el fondo.
- Información sobre la naturaleza de los servicios externos de provisión de datos y precios.

⁶ "Principles on outsourcing of financial services for market intermediaries". Estos principios hacen referencia a los aspectos concretos a tener en cuenta a la hora de llevar a cabo el *due diligence*, así como a las características y cláusulas que deben tener los contratos que regulen un acuerdo de delegación.

Algunos de los principios que propone IOSCO ya habían sido asumidos por la industria de *hedge funds* como mejores prácticas a raíz de las propuestas realizadas anteriormente por algunas asociaciones de gestores de estos fondos. En el cuadro⁷ 1 se puede ver que, aunque un elevado porcentaje de *hedge funds* tienen políticas de valoración por escrito que son llevadas a cabo de forma independiente, existen todavía gestores que no siguen estas dos recomendaciones básicas.

Principios de valoración

CUADRO 1

	Hedge funds que cumplen el principio
Valor liquidativo calculado por un administrador o un tercero	78%
Revisión independiente de la valoración	47%
Establecimiento de las normas y procedimientos de valoración por escrito	86%
Revisión anual de las normas y procedimientos de valoración.	38%
Transparencia de las normas de valoración	68%
Realización y actualización del <i>due diligence</i> de la entidad en la que se delega la valoración	25%

Fuente: CNMV y elaboración propia.

4 La normativa española sobre *hedge funds* analizada a la luz de los principios de valoración de IOSCO

Los *hedge funds* en España se han regulado bajo la forma jurídica de instituciones de inversión colectiva (en adelante, IIC), pudiéndose establecer como fondos ó como sociedades de inversión de capital variable. Son, por tanto, una especialidad de las IIC ordinarias contando por ello con su mismo régimen de gobierno y siendo beneficiarias de sus mismas garantías. No obstante, la regulación específica sobre *hedge funds*, contenida en el artículo 43 del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, el RIIC), en la Orden EHA/1199/2006 por la que se desarrollan las disposiciones del RIIC relativas a las IIC de Inversión Libre, y en la Circular 1/2006 sobre IIC de Inversión Libre (en adelante Circular 1/2006), establece requisitos específicos para tratar de mitigar los conflictos de interés y los riesgos de estas figuras, en especial el riesgo operativo. La denominación IIC de Inversión Libre ha sido la elegida en España para identificar y regular los *hedge funds*.

Al igual que el resto de IIC, las IIC de Inversión Libre han de nombrar un depositario que, actuando siempre de manera independiente, no sólo realizará la labor de custodia de sus activos, sino que también vigilará su gestión y supervisará los criterios, fórmulas y procedimientos utilizados por la sociedad gestora para el cálculo del valor liquidativo.

⁷ Información obtenida del estudio "Precautions that pay off" llevado a cabo por Deloitte sobre una muestra de 244 *hedge funds* gestionados por 60 gestores.

¿Cumple la normativa desarrollada en España sobre IIC de Inversión Libre con los principios elaborados por IOSCO?. Para contestar a esta pregunta, analicemos uno a uno cada principio.

- Los principios primero y segundo recomiendan al *hedge fund* tener normas, procedimientos y metodologías de valoración por escrito para cada uno de los instrumentos que tenga en cartera.

Estos principios se hallan recogidos en los artículos 10.2 y 43.1 letra i) de la Ley de IIC, así como en los artículos 48 y 73 del RIIC. La Circular 3/98 de la CNMV sobre instrumentos financieros derivados establece en su capítulo séptimo las normas para valorar estos instrumentos y la Circular 4/97 de la CNMV hace lo propio con la valoración de los valores no cotizados. Es decir, la normativa española exige la tenencia de una buena organización administrativa y contable y de los medios humanos y técnicos para llevar a cabo la administración de las IIC y en particular para realizar una valoración adecuada, que se efectuará según principios reglados en su mayor parte.

Nuestra normativa de valoración es tan detallada que las entidades tienen muy poco margen para establecer criterios de valoración propios. Tan sólo en lo referido a la valoración de instrumentos financieros derivados y de valores no cotizados, la normativa deja cierto margen a las entidades para establecer sus propios criterios de valoración. Por último, hay que señalar que, la Circular 3/97 de la CNMV, establece de manera detallada en el capítulo IV de su Anexo 3, la necesidad de que las entidades desarrollen procedimientos de valoración, incluyendo los modelos y las fuentes de datos externas utilizables, la realización de ajustes y conciliaciones.

- El principio tercero sobre uniformidad en el proceso de valoración se encuentra recogido en la normativa específica de la CNMV sobre contabilidad y valoración. Así la Circular 7/90 de CNMV establece que “adoptado un criterio en la aplicación de los principios contables dentro de las alternativas que, en su caso, éstos permitan, deberá mantenerse en el tiempo en tanto no se alteren los supuestos que motivaron la elección de dicho criterio”. Además, IOSCO apunta que en el caso de *hedge funds* gestionados por la misma gestora el principio de uniformidad también se ha de cumplir. Si una gestora ejerce el margen de decisión que tiene para establecer criterios de valoración para derivados o valores no cotizados, lo hará para todos sus fondos por igual.
- El principio cuarto recomienda la revisión periódica de las normas y principios que se han señalado en el primer principio. En este sentido la Circular 3/97 de la CNMV, en su capítulo IV, establece repetidamente la necesidad de revisar los procedimientos establecidos con el objeto de detectar posibles inconsistencias y errores.
- El principio quinto sobre independencia en la valoración es uno de los más relevantes y en los que IOSCO ha puesto especial atención. Tal y como se señaló al describir este principio, las valoraciones deben realizarse de forma independiente y por personas con el *expertise* apropiado. Estos dos

requisitos, de difícil cumplimiento simultáneo son fuente de conflictos de interés. La normativa española, tanto la genérica de IIC como la específica de *hedge funds*, ha puesto especial empeño en enfocar adecuadamente estos aspectos que se analizan a continuación:

- La independencia: La Circular 1/2006 establece en su norma séptima “que las sociedades gestoras deberán asegurar la adecuada segregación de las funciones de gestión, administración (valoración) y control, ya sea manteniéndolas en el seno de la entidad, ya sea mediante delegación en prestadores de servicios externos. Además, en la determinación del valor liquidativo de las IIC gestionadas, tanto si se ha delegado como si no, no deberán intervenir personas que realicen funciones de gestión. No obstante, en los casos excepcionales en los que sea necesaria cualquier aportación del área de gestión para el cálculo del valor liquidativo, se deberá dejar constancia documental de la justificación de dicha intervención, conservándose esta documentación durante cinco años”.
- El *expertise*: Son numerosas las referencias existentes en nuestra normativa genérica de IIC, pero aludiendo a la específica de IIC de Inversión Libre, tanto el RIIC como la norma cuarta de la Circular 1/2006 señalan que las sociedades gestoras deben disponer de medios humanos y materiales necesarios que permitan efectuar un adecuado control de riesgos y que permitan efectuar una valoración previa y un seguimiento continuo de la inversiones.

Hay que señalar que en el seno de IOSCO así como en el grupo de *hedge funds* que se creó en la CNMV para regularlos, se discutió ampliamente la necesidad de imponer la obligación de delegar la valoración en un administrador como medio para lograr la independencia. En ambos foros se concluyó que, aunque ésa era una de las posibles opciones, la valoración también podría llevarse a cabo dentro de la propia gestora, siempre que ésta contase con una adecuada segregación de funciones. No obstante, son muchos los gestores de fondos de *hedge funds* que, al realizar el *due diligence*, otorgan una mala calificación a aquellos *hedge funds* que no cuentan con un administrador independiente para llevar a cabo la valoración.

- El principio sexto alude a la revisión independiente de las valoraciones, especialmente si éstas han sido producidas o influenciadas por el gestor. La normativa genérica de IIC establece, además de la segregación de funciones, la existencia dentro de la organización de una unidad de control que se responsabilice de revisar los procedimientos y sistemas de control interno establecidos. Será también esta unidad, directamente dependiente del consejo de administración, la encargada de resolver las discrepancias que pudiesen surgir en la valoración y de, en su caso, elevarlas al consejo. Adicionalmente, y tal como se ha señalado anteriormente, el depositario ha de supervisar el cálculo del valor liquidativo y, con carácter anual, las cuentas del fondo deben ser auditadas.
- El principio séptimo recomienda establecer el procedimiento aplicable cuando se pretenda invalidar o anular una determinada valoración para sustituirla

por otra. Esta situación, conocida como *price override*, se suele producir cuando el gestor de un *hedge fund* discrepa de una determinada valoración proporcionada por el administrador independiente o por el departamento de valoración de la gestora. Dicha eventualidad está cubierta en nuestra norma cuando se reconoce, tal y como hemos señalado en el apartado anterior, que el gestor puede intervenir en casos excepcionales en la valoración, siempre que deje constancia documental de la justificación de dicha intervención. Además, como la gestora debe tener establecido el procedimiento de información al consejo, así como las revisiones, periodicidad y flujos de información, la existencia de un *price override* estaría controlada.

- El principio octavo establece que cuando se encomiende a un tercero la valoración, se debe llevar a cabo un análisis y evaluación (*due diligence*) de la tercera entidad en la que se delegue. Tanto el artículo 68 del RIIC como la norma décima de la Circular 1/2006 señalan que la entidad delegada deberá contar con personal de experiencia suficiente y con los medios materiales idóneos. Además, la sociedad gestora que otorga la delegación deberá haber realizado las comprobaciones que le permitan asegurarse que las tareas delegadas son realizadas adecuadamente y deberá establecer procedimientos adecuados de control de la actividad de la entidad en la que se efectúe la delegación.
- El principio noveno recomienda dar una adecuada transparencia a los inversores de los acuerdos de valoración, siempre que éstos así lo soliciten. En este sentido, la Circular 1/2006 en su norma vigésimo primera señala que a las IIC de Inversión Libre “se les aplicarán los principios básicos y criterios generales de valoración establecidos para las IIC de carácter financiero, todo ello de acuerdo con los criterios de valoración establecidos en el folleto informativo de la institución”. Teniendo en cuenta que la normativa de valoración de IIC en España es extensa y detallada, el folleto remite a esta normativa que es pública y puede ser consultada por el inversor. En aquellos casos donde la norma permite cierta flexibilidad en la valoración, la gestora establecerá en el folleto los principios de valoración aplicables.

5 Otros aspectos relacionados con la valoración no contemplados en el Informe de IOSCO

El interés de IOSCO por la valoración de los activos de los *hedge funds* es compartido por la *Alternative Investment Management Association* (AIMA), asociación europea de la industria de *hedge funds* que también ha publicado recientemente unos principios de valoración⁸.

IOSCO ha concentrado sus recomendaciones sobre valoración en nueve principios mientras que AIMA ha desarrollado quince. Aunque estos últimos

⁸ AIMA's *Guide to Sound Practices for Hedge Fund Valuation* (march, 2007).

principios son más detallados, en esencia son similares a los desarrollados por IOSCO hasta el punto que un gestor de *hedge funds* que decidiese incorporar en su organización cualquiera de ellos, llegaría a una estructura de características similares. No obstante, AIMA trata un tema no recogido por IOSCO, los *side pockets*, que se desarrolla más adelante.

Algunos aspectos relacionados con la valoración de los *hedge funds*, aunque no han sido directamente abordados por IOSCO en sus principios, merecen mencionarse y analizarlos brevemente:

- *Fair Value*: En el proceso de elaboración del Informe se barajó la posibilidad de incluir como principio el concepto del *fair value* en la valoración. Finalmente se descartó pues el objetivo de los principios de IOSCO no es crear normas de valoración, sino principios que rijan el sistema de gobierno de un *hedge fund* y que permitan obtener valoraciones con el fin de calcular el valor liquidativo al que los inversores suscriban y reembolsen. Las normas de valoración para elaborar los estados financieros ya están reguladas bajo las *Internacional Financial Reporting Standards* (IFRS) o las *US Generally Accepted Accounting Principles* (US GAAP). De este modo, la valoración llevada a cabo para calcular el valor liquidativo puede diferir de la obtenida por la aplicación de las IFRS y de las US GAAP. Por ejemplo, las IFRS exigen la utilización del precio de oferta (*bid quotation*) para posiciones largas o compradoras y el precio de demanda (*ask quotation*) para las posiciones vendedoras. Sin embargo, muchos *hedge funds* utilizan el último precio al que se ha negociado una transacción o el punto medio del *spread* entre el *bid* y el *ask* en el cálculo del valor liquidativo. En la Circular 1/2006 está recogido explícitamente el principio del *fair value* cuando se establece que los criterios de valoración “tendrán por objetivo reflejar el valor al que podrían razonablemente liquidarse los activos a un tercero que no tuviera una relación especial con la IIC y que estuviera adecuadamente informado en el momento de la valoración”.
- Los *side pockets*: Actualmente son minoría los *hedge funds* que tienen *side pockets*, aunque es una tendencia al alza. Pero, ¿qué es un *side pocket*?. Se definen como cuentas segregadas dentro del activo de los *hedge funds*, que contienen activos ilíquidos, de difícil valoración y de naturaleza similar a los de *private equity* o capital riesgo. Generalmente cada una de estas cuentas se instrumentaliza mediante una clase de acción diferente (conocidas como *side pockets share classes*, *special situation share classes* o *class S shares*).

¿Por qué los *hedge funds* crean *side pockets*? Este tipo de fondos tienen cada vez más interés en invertir en activos de *private* o *cuasi private equity* en una constante búsqueda de fuentes alternativas de diversificación, rentabilidad e incluso de toma de control societario. Los activos de *private equity* se caracterizan por su iliquidez y por su duración indeterminada, generalmente de varios años, mientras que un *hedge fund* proporciona liquidez periódica, habitualmente de forma trimestral. Además, el capital riesgo suele valorar sus activos a precio de coste, mientras que el *hedge fund* los valora periódicamente y a precios de mercado. Por último, mientras que los *hedge funds* cobran comisiones de éxito trimestralmente, el capital riesgo

no lo hace hasta que la inversión cristaliza, es decir hasta que se vende o realiza. Todas estas peculiaridades han provocado que cuando un *hedge fund* invierte en capital riesgo, cree una clase de acción especial para incorporar esos activos. De este modo, un *hedge fund* podría tener dos (o más) clases de acciones, una que provea liquidez periódica y otra que sea ilíquida de manera indeterminada durante varios años y que sólo pueda ser reembolsada cuando el *hedge funds* deshaga su cartera de *private equity*. Si un *hedge funds* realizase inversiones diferentes en *private equity*, lo normal sería que crease una clase de acción diferente por cada inversión.

A pesar de que los *side pockets* permiten crear figuras híbridas entre los *hedge fund* y los fondos de capital riesgo, su uso plantea recelos. El gestor de un *hedge fund* puede tener el incentivo de seleccionar arbitrariamente los activos que peor comportamiento o perspectivas de revalorización tengan y segregarlos en un *side pocket* para así no perjudicar la rentabilidad global del *hedge fund*, ni el cobro de comisiones de éxito. Este fenómeno, conocido como *cherry picking*, no deja de constituir una manipulación. Otra de las desventajas de los *side pockets* es su elevado coste administrativo, especialmente si se crean varias clases de acciones para posiciones en *private equity* no muy significativas.

Para tratar de paliar este tipo de manipulación por parte de un gestor (segregar las acciones peores para no valorarlas), AIMA ha propuesto en sus principios que cualquier decisión de crear *side pockets* debe ser tomada por el órgano de gobierno del *hedge fund* después de una cuidadosa consideración, debiendo ser informados los inversores de esta decisión. Además, los criterios aplicables a los *side pockets* deben ser tan consistentes como sea posible. El criterio de uniformidad y de transparencia que establece AIMA para tratar los *side pockets* es fundamental para lograr un trato equitativo entre partícipes y eliminar arbitrariedades por parte de los gestores. Además, en las normas y procedimientos de valoración también se debe establecer la forma de valoración de estos activos, si es a precio de coste o si se actualizan a valor de mercado. Por otro lado, hay varias formas de estructurar los *side pockets*, en algunos casos la participación es obligatoria y en otros permiten al inversor decidir si quieren participar o no. Generalmente sólo tienen derecho a participar los que son partícipes del *hedge fund* en el momento de la creación del *side pocket*. Este aspecto, así como los mecanismos para lograr el trato equitativo entre partícipes también deben ser claramente definidos en las normas y procedimientos del *hedge fund*.

Bajo la normativa española, los fondos de inversión tradicionales tienen la posibilidad de invertir hasta un 10% en valores no cotizados, cuya valoración es compleja de calcular. No obstante, nuestros fondos de inversión tienen que valorar estos activos a valor de mercado y de manera regular no pudiendo hacer uso así del *side pocketing*.

- El papel de los *prime brokers* (en adelante, PB) en la valoración: Los PB son los proveedores globales de servicios financieros a los *hedge funds*. A través de ellos ejecutan sus operaciones, las compensan y liquidan y además les ofrecen financiación y préstamo de valores. Cuando un PB financia a un

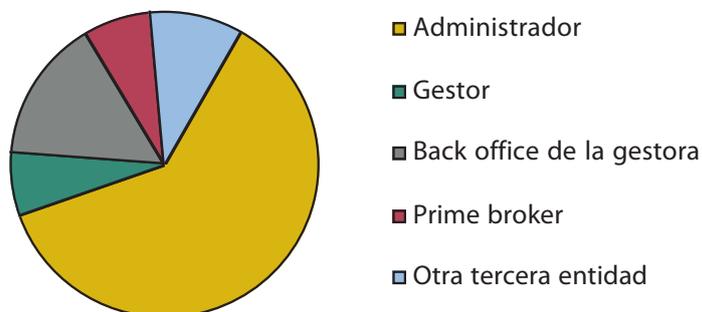
hedge fund, éste cede en garantía valores de su activo de los que más tarde el PB podrá disponer. El PB valora los activos que el *hedge fund* le cede en garantía y les aplica un descuento (*haircut*) para calcular el efectivo que le puede prestar. De este modo, el PB juega un papel importante en la valoración, ya que de ella depende la financiación que concederá al *hedge fund*. Sin embargo, y tal y como argumentan los PB, esta valoración no puede utilizarse en la determinación del valor liquidativo del *hedge fund*, ya que el PB no es imparcial y las valoraciones que otorgue ya descuentan la relación financiera que le une al *hedge fund*, es decir, no serían valoraciones que reflejasen el valor al que podrían razonablemente liquidarse los activos a un tercero que no tuviera una relación especial con la IIC y que estuviera adecuadamente informado en el momento de la valoración (*fair value*).

- Periodicidad en la valoración: Ni el informe de IOSCO ni el de AIMA establecen la periodicidad con la que deben valorarse los activos. Los *hedge funds* ofrecen generalmente valores liquidativos mensuales, debiendo ser en el documento sobre normas y procedimientos de valoración donde se establezcan las fechas concretas de cálculo y publicación del valor liquidativo. Que éste sea calculado mensualmente no excluye, por motivos de control de riesgos, que la valoración de los activos sea diaria, si es posible. Esta idea está recogida en la Circular 1/2006 cuando señala que “los activos e instrumentos financieros deberán ser valorados diariamente, salvo que se trate de posiciones que no sean negociadas activamente o en las que la obtención de precios requiera considerable esfuerzo o cuya valoración sea compleja, en cuyo caso se podrá establecer una frecuencia menor”.
- Para finalizar se muestra el gráfico 1⁹ en el que se observa la disparidad de modelos de valoración que existe en la industria *hedge funds*. Se puede observar que un 14% de los *hedge funds* es valorado por el propio gestor o por el PB, lo que en principio no cumpliría con las recomendaciones ni de IOSCO ni de AIMA.

Principios de valoración

GRÁFICO 1

Cálculo del valor liquidativo



Fuente: CNMV y elaboración propia.

⁹ Idem npp.7

6 Conclusiones

La recomendación de que los *hedge funds* establezcan unas normas y procedimientos de valoración de los activos que tienen en cartera obedece al propósito de mitigar el riesgo operacional al que se enfrentan. Dentro de los riesgos operacionales típicos de los *hedge funds* se encuentran los conocidos como *misappropriation* y *misrepresentation* que constituyen un fraude en definitiva. El primero se refiere a la apropiación ilícita de los activos por parte del gestor correspondiendo el segundo a la manipulación de las valoraciones. Si IOSCO ha tomado la iniciativa de proponer las recomendaciones contenidas en su Informe es para reducir la probabilidad de que ocurra una manipulación en la valoración.

Una de las características fundamentales de los principios propuestos es su flexibilidad para que puedan ser adaptados a la pluralidad de estructuras bajo las que se organizan los *hedge funds* en el mundo. Aunque tales principios puedan parecer muy genéricos a la luz de regulaciones como la española, no son de tan obvio cumplimiento en muchos casos. De hecho hay *hedge funds* con un tamaño tan reducido en los que la segregación de funciones y la independencia son un reto a superar.

En España y en los países de nuestro entorno, Francia, Alemania, Italia, Portugal e Irlanda, se ha optado por regular y supervisar estos productos consiguiéndose con ello encuadrarlos bajo un marco regulatorio en el que contarán con unas garantías similares a las del resto de instituciones supervisadas y reguladas. De este modo, se puede decir que estos *hedge funds* han sido regulados bajo la óptica de principios como los que propone IOSCO.

Los *hedge funds* regulados son todavía minoría ya que la normativa que los ha desarrollado es reciente. La mayoría de estos productos están domiciliados *off shore*, se constituyen como *limited partnerships*, o sociedades privadas, y no están sujetos a supervisión. Estos fondos se rigen exclusivamente por sus documentos constitutivos y las normas y procedimientos que internamente desarrollen. Por todo ello, en este caso los principios de IOSCO pueden aportar valor añadido contribuyendo a una mejora en su organización y en sus procedimientos de valoración, mitigando así los conflictos de interés y el riesgo operativo señalados a lo largo de este artículo.

Uno de los objetivos del Informe de IOSCO es animar a los inversores a que comprueben si el *hedge fund* en el que pretenden invertir cumple con los principios propuestos. De esta manera, los inversores ejercerían presión eligiendo sólo aquellos *hedge funds* que tuviesen un sólido sistema de gobierno. Si tenemos en cuenta que en los últimos años los inversores de los *hedge funds* son principalmente institucionales, como fondos de fondos, fundaciones y fondos de pensiones, en detrimento de los individuos de grandes fortunas que lo fueron en una primera época, es lógico que los institucionales logren crear una disciplina en los sistemas de gobierno de los *hedge funds*. Ante la creciente presión de los inversores institucionales sobre los sistemas de gobiernos de los *hedge funds*, cabe esperar un movimiento de las inversiones hacia *hedge funds* regulados y hacia aquellos que cumplan principios como los de IOSCO y AIMA, seguido de un efecto desplazamiento del resto de *hedge funds*.

Régimen de actuación transfronteriza (pasaportes) según la MiFID

Sonia Martínez Camarena (*)

(*) Sonia Martínez Camarena pertenece a la Dirección de Autorización y Registro de Entidades de la CNMV.

1 Introducción

La Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (en adelante DSI) establecía por primera vez un régimen de actuación transfronteriza para las empresas de servicios de inversión (ESI) absolutamente innovador y que trajo consigo una apertura de fronteras en el seno de la Unión Europea (UE) sin precedentes. Como primera y principal consecuencia se produjo un gran aumento en la competitividad de este tipo de firmas a lo largo de la UE, ya que la DSI permitía, en virtud del reconocimiento mutuo, que las ESI autorizadas en su Estado Miembro de origen pudieran prestar en toda la UE todas o parte de las actividades contempladas en su autorización, mediante el establecimiento de sucursales o la libre prestación de servicios, sin necesidad de solicitar una autorización adicional a la autoridad competente del Estado Miembro en el que desearan prestar los servicios o realizar las actividades mencionados. En otras palabras, la obtención de licencia como ESI en cualquier Estado Miembro les proporcionaba la posibilidad de actuar en toda la UE.

Sin embargo, el enfoque adoptado por la DSI estaba encaminado a lograr únicamente el grado básico de armonización que fuera necesario y suficiente para garantizar el reconocimiento mutuo de las autorizaciones y de los sistemas de supervisión prudencial. La falta de éxito de la DSI se originó, precisamente, por la ambigüedad de los términos necesario y suficiente. De esta forma, la DSI se vio obligada a establecer un reparto de competencias sobre las entidades que prestaban servicios de inversión transfronterizos, de tal forma que se atribuía al supervisor del Estado Miembro de origen la autorización y supervisión de las normas prudenciales y al de acogida las normas de conducta. La razón no era otra que la consecución en la armonización europea de las primeras y la insuficiente armonización en las segundas.

Ante la apertura de fronteras que supuso la DSI, España, como país importador de servicios de inversión¹, mantuvo siempre una interpretación proteccionista de lo que debía entenderse por normas de conducta, cuya supervisión se atribuía a la autoridad competente del Estado Miembro de acogida, incluyendo en dicho concepto tanto las reglas relativas a relaciones con clientes, como todas las normas sobre organización interna de las ESI. Interpretación a la que la DSI, dada su ambigüedad, daba cabida y que sin embargo no fue entendida así por todos los Estados Miembro.

Efectivamente, la experiencia demostró que la escasa, por no decir falta, de armonización tanto de requisitos organizativos como de normas de conducta, abocó al limitado éxito de los llamados pasaportes, tanto en régimen de libre

¹ La proporción de ESI nacionales registradas es de uno a ocho frente a las ESI de otros Estados Miembro de la UE con pasaporte para operar en nuestro país.

prestación de servicios como en el establecimiento de sucursales. Esta debilidad de la norma provocó en algunas ocasiones discrepancias interpretativas entre los supervisores de los Estados Miembro, que provocaron lagunas supervisoras y casos de arbitraje regulatorio².

La Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros, 2004/39/CE (MiFID) nació como consecuencia de una necesidad de mejora de la DSI, en consonancia con la evolución de los mercados y de la actividad de las ESI. Esta evolución aconsejó ampliar el marco jurídico comunitario con el objeto de recoger toda esa gama de actividades al servicio del inversor. A tal fin era conveniente alcanzar el grado de armonización necesario para ofrecer a los inversores un alto nivel de protección y permitir que las ESI prestaran servicios en toda la UE, ya que se trata de un mercado único, tomando como base la supervisión del Estado Miembro de origen.

En este contexto es de resaltar que la MIFID y su normativa de desarrollo representan un paso importante a escala europea para alcanzar unos niveles razonables de calidad del pasaporte comunitario que se otorga a las ESI. Todo ello con la idea de reforzar la protección de los consumidores de estos servicios, sobre todo los particulares. De ahí la importancia de la armonización de las normas que garanticen una mayor integridad en la relación de las ESI con sus clientes y de unas exigencias organizativas más uniformes que limiten el arbitraje regulatorio, que podría venir por una armonización escasa o excesivamente genérica de los requisitos aplicables al pasaporte comunitario (requisitos organizativos). Estos son competencia exclusiva del Estado Miembro de origen, que es el que otorga esa autorización.

La MiFID consigue, por fin, armonizar y delimitar los requisitos organizativos y las normas de conducta. Además, consciente de la complejidad y problemas que había originado el reparto de competencias supervisoras de la DSI, corrige ese error y asigna al Estado Miembro de origen la plena supervisión de las ESI que realicen actuación transfronteriza en régimen de libre prestación de servicios y establece que, en el caso de las sucursales, la autoridad competente del Estado Miembro de acogida será responsable de supervisar que los servicios prestados en su territorio cumplan las obligaciones establecidas en los artículos 19,21,22,25,27 y 28³.

² La DSI en su cuarto considerando establece que los principios de reconocimiento mutuo y de supervisión por el Estado Miembro de origen exigen que las autoridades competentes de cada uno de los Estados Miembros no concedan autorización o la retiren cuando factores tales como el programa de actividad, la distribución geográfica o la actividad efectivamente realizada demuestren de forma inequívoca que la ESI ha optado por el sistema jurídico de un Estado Miembro con el propósito de eludir las normas más estrictas vigentes en el Estado miembro en el que proyecta realizar o realiza la mayor parte de sus actividades; que, a efectos de la presente Directiva, toda ESI que sea persona jurídica deberá ser autorizada en el Estado Miembro en que se encuentre su domicilio social; que toda ESI que no sea persona jurídica deberá ser autorizada en el Estado Miembro en que se encuentre su administración central; que, por otra parte, los Estados Miembros deben exigir que la administración central de las ESI esté siempre situada en el Estado Miembro en el que la ESI ejerza realmente sus actividades y que sea su Estado Miembro de origen.

³ La MIFID, en su considerando 32, establece "*No obstante el principio de autorización, supervisión y cumplimiento en el Estado Miembro de origen de las obligaciones relativas al funcionamiento de las sucursales, conviene confiar a la autoridad competente del Estado Miembro de acogida la responsabilidad de velar por el cumplimiento de determinadas obligaciones establecidas en la presente Directiva en relación con las actividades realizadas por la sucursal dentro del territorio donde está radicada, ya que dicha autoridad es la más próxima a la sucursal, por lo que es la que está en mejores condiciones de descubrir y poner fin a las infracciones de las normas que rigen las operaciones de la sucursal*". A estos efectos asigna la responsabilidad de la supervisión del cumplimiento de los artículos 19,21,22,25,27 y 28 de la MiFID, relativos a normas de conducta, ejecución óptima, gestión de órdenes, transparencia e integridad del mercado.

2 Nivel 2 y 3 de la MiFID

El trabajo específico de los reguladores arrancó en julio de 2003. Fue entonces cuando la Comisión Europea (COM) encargó al Comité de Reguladores Europeos (CESR) asesoramiento para el desarrollo del contenido de varios artículos de la MIFID que quedaban sujetos a comitología (desarrollo de nivel 2 del esquema lamfalussy). Lo hizo en virtud de las recomendaciones del informe final del Comité Lamfalussy⁴, de 15 de febrero de 2001, que posibilita la adopción de medidas de ejecución jurídicamente vinculantes mediante el procedimiento de comitología en el nivel 2.

CESR empezó a trabajar con los reguladores de los entonces 15 Estados Miembro de la UE, para luego ampliar el grupo a los 10 nuevos socios resultantes de la ampliación de mayo de 2004. La primera fase del mandato de CESR concluyó en enero de 2005, y la segunda en abril de ese mismo año. A partir de ese momento la COM empezó a elaborar borradores para dar forma de texto legal a dicho asesoramiento que se plasmó en la Directiva 2006/73/CE por la que se aplica la MIFID en lo relativo a requisitos organizativos y condiciones de funcionamiento para las ESI, y términos referidos a efectos de la Directiva, y en el Reglamento 1287/2006 de la Comisión de 10 de agosto de 2006 por el que se aplica la MIFID en lo relativo a las obligaciones de las ESI 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 la dicha Directiva.

Es necesario resaltar que para muchos Estados Miembro la aplicación de una gran parte de las disposiciones de la MIFID y de los textos legales de nivel 2 derivados del asesoramiento del CESR supondrán cambios regulatorios muy significativos, todos ellos en clave de mayores exigencias con el trasfondo del incremento de la protección del inversor. Algo que beneficia a España, dada nuestra condición de país importador de servicios de inversión.

El régimen de actuación transfronteriza de los artículos 31 y 32 MIFID no estaba sometido a comitología, por tanto no hubo ningún mandato de la COM a este respecto en el nivel 2. En esta cuestión la COM solicitó asesoramiento a CESR en el contexto del nivel 3 de la MIFID en forma de recomendaciones con el objeto de alcanzar una interpretación uniforme de los artículos 31 y 32 de la MIFID, una armonización máxima de los procedimientos de notificación de

⁴ El informe final del Comité Lamfalussy sobre la regulación de los mercados europeos de valores mobiliarios creado por el Consejo el 17 de julio de 2000, abogaba por que cada Directiva constara a partes iguales de principios marco y de medidas técnicas de aplicación no esenciales, que debían ser adoptadas por la Comisión con arreglo a los procedimientos de comitología de la UE. El Consejo Europeo de Estocolmo el 23 de marzo de 2001, dio su conformidad a la intención de la Comisión de establecer un Comité de valores que debería actuar como comité de reglamentación para asistir a la Comisión cuando ésta adopte medidas de aplicación de acuerdo con el procedimiento sobre comitología adoptado. Así mediante este procedimiento se permite que la Comisión Europea desarrolle las cuestiones técnicas (nivel 2) relativas a los principios generales establecidos en la Directiva (nivel 1) con el asesoramiento técnico del Comité de reguladores europeos (CESR) y el voto favorable del Comité de Valores, en el que están representados los órganos administrativos encargados de la elaboración de normas de los Estados Miembro. La aplicación homogénea de la regulación, a través de recomendaciones, interpretaciones...etc., sin fuerza legal, proviene igualmente de CESR (nivel 3). El cumplimiento o "enforcement" es responsabilidad directa de la Comisión Europea (nivel 4).

pasaportes, así como el establecimiento de unas bases que reforzaran la colaboración entre supervisores de origen y acogida, tanto en el proceso de autorización como en la supervisión posterior. La adecuada supervisión de la actividad transnacional, el reparto de las labores de supervisión y, desde luego, la correcta coordinación entre supervisores, componen las piezas clave para que el sistema resulte efectivo.

El documento de nivel 3 pretende asimismo clarificar algunos aspectos relativos a la supervisión de los agentes vinculados, los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) y, por último, propone soluciones prácticas para abordar la transición del pasaporte según la DSI y el pasaporte a tenor de la MIFID.

3 Documento de CESR de nivel 3: los pasaportes según la MiFID

Las cuestiones principales que se abordan en el documento de nivel 3 elaborado por CESR *The Passport under MIFID*⁵, son las siguientes:

- Calendario en los procedimientos de notificación.
- División de responsabilidades entre el supervisor de origen/acogida en lo relativo a sucursales.
- Pasaporte de los agentes vinculados.
- Pasaporte de los sistemas multilaterales de negociación.
- Actividades de las oficinas de representación.
- Acuerdos transitorios.
- Armonización adicional mediante el establecimiento de un protocolo entre las autoridades competentes.

Entrando de lleno ya en el documento de nivel 3 de CESR, a continuación se analiza el contenido de cada apartado:

3.1 Calendario en los procedimientos de notificación

El capítulo que concierne al calendario en los procedimientos de notificación es básico a la hora de conseguir una armonización máxima y una interpretación homogénea, acerca de cual es el momento a partir del que una ESI a la que se le ha otorgado pasaporte puede comenzar a prestar servicios de inversión en el Estado Miembro de acogida. Esta cuestión, que puede resultar en principio muy sencilla, ha dado lugar a múltiples discrepancias interpretativas y descoordinaciones entre los supervisores del Estado Miembro de origen y de acogida.

La MIFID, al igual que la DSI, establece unos periodos máximos para que la ESI disponga de capacidad para operar en el Estado Miembro de acogida, pero ni evita

⁵ CESR/07-337. *The Passport Under MIFID. Recommendations for the implementation of the Directive 2004/39/EC*. Mayo 2007.

ni resuelve otro tipo de cuestiones tales como la simultaneidad en la inscripción en los registros del Estado Miembro de origen y acogida, el contenido de las comunicaciones entre supervisores, etc., que la experiencia de la DSI evidenció, de ahí la necesidad de que el nivel 3 de la MIFID resolviera estos temas.

Hay que señalar que no ha sido éste, precisamente, un tema objeto de controversia en la consulta pública realizada antes de la aprobación del documento de CESR. Parece justificable que la industria no haya hecho mella sobre la cuestión que nos ocupa, ya que es éste un tema de procedimientos entre supervisores sin repercusión alguna en la ESI objeto del pasaporte.

Con el documento de nivel 3, CESR ha conseguido armonizar el contenido y la forma de las comunicaciones, los plazos y el momento en el que la ESI debe incorporarse a los registros correspondientes. Una vez más, la experiencia demostrará si las recomendaciones propuestas en dicho documento serán suficientes para evitar los errores y defectos detectados hasta el momento.

3.2 La división de responsabilidades entre el supervisor de origen/acogida en lo relativo a las sucursales

Sin duda alguna, la discusión más importante puesta de manifiesto a lo largo de todas las reuniones del grupo de expertos de intermediarios de CESR viene suscitada por la división de responsabilidades entre el supervisor de origen y el de acogida en lo relativo a las sucursales. Ha sido también éste el tema más controvertido para la industria en lo que al documento se refiere. Así lo han manifestado las múltiples respuestas del sector a la consulta pública, en la que una vez más, se ha echado en falta la respuesta de algún representante de la industria española, hecho cuanto menos sorprendente, ya que es este un tema de especial relevancia en un país como España, uno de los mayores receptores de pasaportes de toda la UE.

Según lo establecido por el artículo 32.7, se reserva la supervisión de los requisitos organizativos al supervisor del Estado Miembro de origen, mientras que se responsabiliza al supervisor del Estado Miembro de acogida de la supervisión de determinadas obligaciones, especialmente, de las normas de conducta. El principal problema se encuentra en el caso en el que una sucursal pueda a su vez llevar a cabo una actuación transnacional y prestar servicios en un tercer Estado Miembro respecto al que se ha establecido. Un aspecto que no ha recogido la Directiva, pero que se ha puesto de manifiesto en el grupo de trabajo de expertos de nivel 3. La cooperación entre supervisores y la delegación de tareas de supervisión se han planteado como básicas para resolver esta cuestión.

Adicionalmente, la solución que se adopte para la división de responsabilidades entre el supervisor de origen y el de acogida en lo relativo a las sucursales será de aplicación a los agentes vinculados, en tanto en cuanto el segundo párrafo del artículo 32.2 de MIFID establece que *“cuando una empresa de inversión recurra a un agente vinculado establecido en un Estado Miembro fuera de su Estado Miembro de origen, dicho agente vinculado se asimilará a la sucursal y estará sujeto a lo dispuesto en la presente Directiva en relación con las sucursales.”*

No obstante, el documento se ha redactado considerando que algunos aspectos están sujetos a interpretación de la COM y, en consecuencia, se ha elevado la correspondiente consulta. En concreto, se ha solicitado la interpretación de la expresión “en su territorio” que se incluye en el artículo 32.7 de la MIFID (“*La autoridad competente del Estado Miembro en el que la sucursal se ha establecido asumirá la responsabilidad de asegurarse de que los servicios suministrados por la sucursal en su territorio cumplen con lo dispuesto...*”), ya que no existe un consenso sobre su significado. Esta interpretación es de vital importancia para determinar el supervisor responsable de las obligaciones reservadas al supervisor del Estado Miembro de acogida cuando la ESI presta sus servicios a través de una sucursal en un tercer Estado Miembro, diferente al Estado en el que tiene su domicilio la sucursal. Así, desde hace tiempo las entidades diseñan las estructuras de sus sucursales para poder prestar servicios en régimen de libre prestación de servicios en Estados adyacentes. Es muy frecuente por ejemplo, que el responsable de una sucursal de una ESI extranjera en España asuma la responsabilidad del negocio en Portugal, país en el que se actúa en régimen de libre prestación de servicios. En estos casos, se ha planteado la posibilidad de delegar la supervisión de algunos aspectos, básicamente los relativos a las relaciones con la clientela, en la autoridad competente del Estado Miembro de acogida de la sucursal. Este problema práctico no lo ha contemplado la MiFID, pero se ha planteado en los grupos de trabajo de CESR.

Por tanto, la única recomendación que CESR emite en este apartado, es impulsar a los Estados Miembro a comprometerse en continuar trabajando para encontrar la vía de una cooperación práctica a la hora de afrontar la supervisión de las sucursales. La intención es reanudar los trabajos del nivel 3 de la MIFID en breve, ya que parece evidente que el éxito o el fracaso de la actuación transfronteriza y, en definitiva, de la MIFID depende en gran medida de la cooperación y posible delegación de funciones supervisoras entre los reguladores. Los acuerdos que se adopten en un futuro próximo serán de especial trascendencia para el desarrollo del pasaporte europeo que, en definitiva, es un paso decisivo para la consecución del mercado único europeo y del proyecto de Europa en sí mismo.

3.3 El pasaporte de los agentes vinculados

La MIFID ofrece también la posibilidad a la ESI de desarrollar sus actividades mediante agentes vinculados. La DSI únicamente mencionaba a los agentes en sus considerandos y en el artículo 1. Su redacción y la falta de su desarrollo efectivo motivó interpretaciones diversas y, en definitiva, incertidumbre. La MiFID regula la actuación transfronteriza a través de la utilización de agentes con el requisito de exclusividad, soluciona el problema que por su indefinición suscitó la DSI y señala la importancia que los agentes tienen para el desarrollo de la actuación transnacional, ya que su utilización puede suponer un elevado incremento de entidades extranjeras operando en otros Estados Miembro con unos costes relativamente bajos y, por tanto, con la posibilidad de afectar los mercados de los Estados Miembro tradicionalmente receptores de pasaportes.

El principal problema de interpretación al que CESR se enfrentó en este capítulo, viene suscitado por el segundo párrafo del artículo 32.2 de MIFID que establece que “*cuando una empresa de inversión recurra a un agente vinculado establecido en*

un Estado Miembro fuera de su Estado Miembro de origen, dicho agente vinculado se asimilará a la sucursal y estará sujeto a lo dispuesto en la presente Directiva en relación con las sucursales”.

La dificultad consistía en aclarar el significado de la palabra "asimilará". El problema, objeto de discusión en el grupo, se resolvió mediante consulta a la COM, que interpretó que el último párrafo del artículo 32.2 hay que leerlo conjuntamente con el artículo 31 que regula la libre prestación de servicios. En el artículo se señala que una ESI puede desarrollar libre prestación de servicios en otro Estado Miembro utilizando agentes. Así, en el caso de una ESI que presta servicios en otro Estado Miembro mediante la utilización de un agente establecido en dicho Estado Miembro se debe considerar que la ESI está "establecida" en dicho Estado Miembro y, por lo tanto, el agente debe tratarse a efectos de su supervisión como si fuera una sucursal (básicamente se aplicarían las reglas del Estado Miembro de acogida en cuanto a normas de conducta, ejecución óptima, transparencia, etc). En el caso de que el agente no estuviera establecido en el Estado Miembro donde se presta el servicio de inversión, se aplicaría el artículo 31.2 de la MIFID y todas las normas de conducta serían las del Estado Miembro de origen.

Para cerrar el capítulo, habría que recalcar que, mientras la actuación mediante agentes en España ha estado prevista desde que entró en vigor la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, para muchos Estados Miembro, la actuación mediante agentes es absolutamente novedosa.

3.4 El pasaporte de los sistemas multilaterales de negociación

La MiFID establece que los Estados Miembros permitirán que las ESI y los gestores del mercado que gestionen un sistema de negociación multilateral (SMN) establezcan en su territorio mecanismos apropiados para facilitar el acceso y la utilización a distancia de sus sistemas a usuarios o participantes establecidos en el territorio de dichos Estados Miembros. Establece, asimismo, un procedimiento de comunicación entre Estado Miembro de origen y de acogida.

El problema de interpretación que podían originar los artículos 31 (5) y (6) radica en dilucidar si existe o no actuación transfronteriza cuando el SMN alberga una plataforma automática con acceso directo a usuarios o participantes en el territorio de otros Estados Miembros. En este sentido, CESR considera que, en base al llamado test de conectividad, debe considerarse que existe actuación transnacional en libre prestación de servicios.

No obstante, hay que señalar que durante el periodo en el que el documento estuvo sometido a consulta pública este tema tuvo escasísima incidencia en el sector.

3.5 Las actividades de las oficinas de representación

Aunque la MiFID no menciona a las oficinas de representación, la experiencia que ha proporcionado a lo largo de todos estos años la DSI, ha propiciado que CESR valorara la conveniencia de incluirlas en el documento de pasaportes. A pesar de

no estar reguladas en muchos Estados Miembros, sin embargo, parecía conveniente aclarar unas cuestiones que se suscitaron a lo largo de la existencia de la DSI y emitir una serie de recomendaciones al respecto.

Las delegaciones de los Estados Miembros asistentes a las negociaciones de nivel 3 llegaron al consenso de no identificar a las oficinas de representación con las sucursales, ya que aquéllas a diferencia de éstas, tienen como única finalidad actividades de promoción o publicidad de su matriz y nunca el desempeño de servicios o actividades de inversión. Sin embargo, algún Estado Miembro entendía que la actividad de promoción de un servicio de inversión era parte intrínseca del servicio de inversión que, aunque no se llevara a cabo en el Estado Miembro de acogida, sí se "iniciaba" en el mismo. Es por ello que, tras varias discusiones, se alcanzó el acuerdo de entender que, cuando se estableciera una oficina de representación en un Estado Miembro ajeno al de la matriz, la autoridad competente del Estado Miembro de origen comunicaría a la del Estado Miembro de acogida, en virtud del artículo 31, la actuación transnacional en base a la libre prestación de servicios.

3.6 Acuerdos transitorios

La MiFID establece que los pasaportes comunicados y en vigor a tenor de la DSI, se reconocerán como válidos a la hora de implantar la MIFID, es decir, a partir del 1 de noviembre de 2007.

No obstante, CESR es consciente que este reconocimiento automático conducirá inevitablemente a inconsistencias y complejidades adicionales, con especial incidencia en el caso en que alguna ESI quiera ampliar los servicios y/o actividades de inversión de su pasaporte. Con el objeto de amortiguar y tratar de evitar en la medida de lo posible estos problemas, CESR ha elaborado una propuesta, en forma de tabla de equivalencia para actualizar y adaptar los registros, incluyendo las nuevas definiciones y nomenclaturas "MiFID" de los servicios y actividades de inversión, así como de los instrumentos sobre los que se pueden prestar.

3.7 Armonización adicional mediante el establecimiento de un protocolo entre las autoridades competentes

Con este protocolo CESR persigue un triple objetivo. Por un lado, fortalecer la colaboración entre las autoridades competentes en actuaciones transfronterizas; por otro lado, conseguir una armonización máxima de los procedimientos de notificación de pasaportes y, por último, mejorar la información y el contacto con el público.

4 Conclusiones

La COM ha señalado en alguna ocasión que la MiFID no da lugar a una única supervisión y que en muchas ocasiones va a existir dualidad. Al margen de llegar a delegaciones y colaboraciones en materia de supervisión, reconocimiento mutuo, interpretaciones convergentes, etc., que por supuesto son muy necesarias teniendo en cuenta que la base de un buen funcionamiento del mercado único europeo es la confianza entre todos los supervisores, es fundamental determinar quién lleva a cabo la supervisión para evitar arbitrajes regulatorios y aumentar la transparencia de cara a la industria. Una vez concretada esta cuestión, habrá que delegar o buscar la solución práctica que corresponda.

El nivel 3 de Lamfalussy es el nivel práctico por antonomasia, diseñado precisamente para conseguir una aplicación homogénea de la regulación, a través de recomendaciones, interpretaciones o mejores prácticas para que los Estados Miembros eviten interpretaciones dispares.

Sin duda alguna, el trabajo que debe afrontar ahora el grupo de expertos de CESR constituye por su naturaleza y categoría un reto sin precedentes, reto que debe demostrar el buen funcionamiento y la madurez del procedimiento Lamfalussy y de la regulación europea en definitiva.

El acuerdo que se adopte finalmente entre las autoridades competentes para tratar la división de responsabilidades, así como la respuesta a la consulta dirigida a la COM, tendrán una especial trascendencia para la CNMV en cuanto a la asignación de recursos humanos y técnicos necesarios para la adecuada supervisión de las sucursales con domicilio en España, sobre todo si la solución última comprende la cooperación y la delegación de tareas entre supervisores.

Recomendaciones de CESR sobre incentivos en el ámbito de la MiFID

Patricia Rodríguez Fernández de Castro (*)

(*) Patricia Rodríguez Fernández de Castro pertenece a la Dirección de Supervisión de la CNMV.

1 Introducción

La Directiva 2004/39/CE (MiFID) en su artículo 19 establece la obligación para las empresas de inversión de actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de sus clientes, en la prestación de servicios de inversión y auxiliares.

La Directiva 2006/73/CE de la Comisión Europea, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, y términos definidos a efectos de dicha Directiva, establece requisitos adicionales para el cumplimiento de esta obligación. En su artículo 26, bajo el título de Incentivos, establece los requisitos que deberán cumplirse en relación a la recepción o pago, tanto de honorarios y comisiones como de beneficios no monetarios, por las empresas de inversión en relación a la provisión de servicios de inversión o auxiliares.

A raíz de la publicación de la Directiva 2006/73/CE, el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) recibió el mandato de desarrollar un documento consensuado entre sus miembros sobre las normas establecidas en este artículo.

El denominado “nivel 3” del llamado esquema Lamfalussy, encomendado a CESR, tiene como objetivo asegurar la implementación y aplicación consistente de la normativa europea en materia del mercado de valores. Sus trabajos se materializan en guías orientativas que son posteriormente adaptadas al nivel nacional, recomendaciones y estándares o comparativas y revisiones de las prácticas reguladoras.

En el caso de los incentivos, el trabajo llevado a cabo por CESR ha adoptado la forma de Recomendaciones¹ para facilitar la implantación consistente del artículo 26 de la Directiva 2006/73/CE, sin que, en ningún caso pretendan imponerse obligaciones adicionales para las empresas de inversión.

En la elaboración de estas Recomendaciones, CESR ha tenido muy en cuenta el objetivo principal de la regulación desarrollada bajo el título de Incentivos en el ámbito de la MiFID: la protección del inversor.

Asimismo, CESR ha tenido cuidado en no discriminar entre los diferentes tipos de productos financieros y, por lo tanto, las recomendaciones se aplican a todos los productos financieros incluidos en el ámbito de la MiFID (anexo I, sección C). Por otro lado, sólo son de aplicación a las entidades incluidas en el ámbito de la MiFID.

Durante los procedimientos de consulta que se han llevado a cabo con el ánimo de CESR de considerar la opinión tanto del sector como de organizaciones de

¹ CESR/07-228b. Inducements under MiFID Recommendations. Mayo 2007.

consumidores (dos las consultas públicas llevadas a cabo con sus respectivos *open hearings*), se ha puesto de manifiesto la controversia que ha suscitado en el sector.

En algunos casos se señaló que las actuaciones de CESR favorecerían sectores de ahorro distintos al financiero, como podría ser el de seguros, al imponer al primero condiciones de ejercicio más duras que las existentes en otros sectores o ser muy restrictivo en sus recomendaciones sobre incentivos.

Sin embargo, es importante recordar que, en primer lugar, las condiciones de ejercicio del mercado financiero no vienen impuestas por CESR sino por las instituciones europeas en el ejercicio de sus competencias, por lo que deben ser éstas las que, en caso de ser necesario, tomen las medidas para que diferentes productos de ahorro compitan en condiciones similares. En relación a este posible arbitraje regulatorio señalado por el sector, CESR señaló que su única actuación posible es ponerlo de manifiesto ante la Comisión Europea para que lo tenga en cuenta en el desarrollo de futuras regulaciones.

En relación a las nuevas restricciones o requisitos que a partir de la entrada en vigor de la nueva normativa se imponen a determinados pagos/cobros, es importante señalar que CESR no ha creado ninguno de ellos, sino que vienen impuestos en el artículo 26 de la Directiva 2006/73/CE.

En este sentido, las recomendaciones de CESR no pretenden imponer nuevas obligaciones o requisitos sino explicar alguno de los conceptos incluidos en la normativa, como el aumento en la calidad del servicio o la referencia a la naturaleza de los gastos incluido en el apartado (c), facilitando y flexibilizando su aplicación.

Por último, es importante recordar que las recomendaciones ofrecidas por CESR en ningún caso tienen rango normativo y, por ello, ni pueden crear obligaciones distintas de las contenidas en las Directivas, ni puede facilitar que se eluda su cumplimiento.

Por este mismo motivo, su aplicación en las prácticas supervisoras de los países miembros de CESR es voluntaria. No obstante, al estar consensuadas sí deben servir como elemento para facilitar la convergencia supervisora en toda la Unión Europea facilitando a las empresas de inversión que anticipen cómo van a ser interpretadas por los supervisores las provisiones contenidas en la regulación.

2 Contenido de las recomendaciones llevadas a cabo por CESR en relación al artículo 26 de la Directiva 2006/73/CE de la Comisión Europea

El trabajo desarrollado por CESR se ha materializado en seis Recomendaciones, unos ejemplos para ilustrar el funcionamiento de las mismas y, por último, una serie de anexos que tratan de esquematizar el funcionamiento de las diferentes exigencias contenidas en el artículo 26 de la Directiva 2006/73/CE de la Comisión Europea. Estos anexos, por su interés didáctico, se han incluido al final de este artículo.

2.1 **Ámbito de aplicación las previsiones recogidas bajo la denominación “incentivos” (Recomendación 1 CESR)**

La primera de las Recomendaciones gira en torno al ámbito de aplicación del artículo 26 de la Directiva 2006/73/CE.

El artículo 26 comienza estableciendo que “Los Estados Miembros se asegurarán de que se considere que las empresas de inversión no están actuando con honestidad, imparcialidad y profesionalidad con arreglo al interés óptimo de sus clientes si, en relación con la provisión de un servicio de inversión o auxiliar al cliente, pagan o perciben algún honorario o comisión o aportan o reciben algún beneficio no monetario”. A continuación se establecen tres excepciones a esta norma en las que sí se considera que la entidad actúa en el mejor interés del cliente cuando recibe o paga determinados honorarios, comisiones o beneficios no monetarios.

Es en este primer párrafo donde la Directiva fija el ámbito de aplicación del artículo 26. A raíz de su contenido CESR señala que las restricciones que aparecen en él abarcan “todos los honorarios, comisiones y beneficios no monetarios pagados o recibidos por una empresa de inversión en relación a la prestación por la misma de un servicio de inversión o auxiliar a un cliente”. Se establece, además de modo específico, que quedan también incluidos en el ámbito de aplicación los que tienen la consideración de estándares en el mercado.

Sin ninguna duda este ha sido uno de los ámbitos más discutidos y controvertidos a lo largo de la consulta con el sector y las organizaciones de consumidores, pues muchos consideraban que el ámbito de aplicación establecido por CESR estaba equivocado.

Por un lado, el sector argumentaba que las comisiones estándar quedaban fuera del ámbito de aplicación de este artículo y que, de no ser así, quedarían en todo caso fuera del ámbito de aplicación de la segunda de las excepciones establecidas por la Directiva (como veremos más adelante, los pagos admitidos bajo esta excepción exigen la información previa de su existencia al cliente, exigencia que no existe en las otras dos excepciones del artículo 26).

Por otro lado, el sector argumentaba que el concepto de conflictos de interés está implícito en el concepto de incentivo y, por lo tanto, el artículo 26 sólo sería de aplicación cuando dichos cobros o pagos o recepción de beneficios no monetarios fueran susceptibles de sesgar la provisión del servicio al cliente. La normativa sobre incentivos, según estos argumentos, debería contemplarse siempre en el contexto del artículo 21 de la Directiva 2006/73/CE.

Estos argumentos del sector fueron muy tenidos en cuenta por CESR que concluyó, sin embargo, que el enfoque dado al ámbito de aplicación en su documento era el correcto y que los argumentos del sector no tenían una base legal adecuada por los siguientes motivos:

- En primer lugar, la propia redacción del artículo 26 hace referencia a “todos los honorarios o comisiones” a lo largo del mismo y no a “pagos que den lugar a conflictos de interés”.

- En segundo lugar, el artículo 26 contiene explícitamente pagos que por su naturaleza no van a crear conflictos de interés, como por ejemplo “las comisiones, honorarios o beneficios no monetarios pagados al cliente”. Es evidente que estos pagos no van a constituir nunca un conflicto de interés.
- Por último, el artículo 26 no debe interpretarse en el ámbito del artículo 21 de la misma Directiva por las siguientes razones:
 - La base legal del artículo 21 se encuentra en los artículos 13.3 y 18 de la MiFID, referentes a requisitos organizativos y condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión. De acuerdo con estos preceptos, las empresas de inversión deberán tomar las medidas razonables para detectar conflictos de intereses que pudieran surgir en la prestación de un servicio de inversión. Cuando estas medidas no sean suficientes para garantizar que se prevendrán los riesgos de perjuicio para los intereses del cliente, la empresa de inversión deberá revelar su existencia al cliente. De manera similar, el artículo 21 de la Directiva 2006/73 obliga a las entidades a identificar y gestionar los conflictos de intereses.
 - La base legal del artículo 26, sin embargo, se encuentra en el artículo 19 de la MiFID, en concreto el artículo 19.1. Este artículo 19 forma parte de la Sección 2 del capítulo II de la MiFID denominada “Disposiciones para garantizar la protección del inversor”. De acuerdo con éstas, las empresas de inversión deben actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de sus clientes. Tanto el contenido de esta disposición como el hecho de que se haya incluido en la sección de protección al inversor, demuestra que el ámbito de la misma es muy amplio y va más allá que la simple elusión de los conflictos de intereses. El ámbito de aplicación del artículo 26 es, por tanto, diferente y más amplio que el del artículo 21. Interpretar el artículo 26 en el contexto de los conflictos de interés llevaría sin duda a una restricción de su pretendido ámbito.

Aparte de estos argumentos sobre la diferente base legal de ambos preceptos, existen otras razones que apoyan el distinto enfoque dado al ámbito de aplicación.

Así, los demás preceptos incluidos en el propio artículo 26 son consistentes con este enfoque. Para que un pago comisión u honorario esté permitido, no sólo no debe entorpecer el cumplimiento de la obligación de la entidad de actuar en el mejor interés de su cliente, lo que implica la elusión de los conflictos de intereses, sino que debe también aumentar la calidad del servicio prestado al cliente.

CESR explica cómo el artículo 26 no incluye en ningún caso pagos realizados en el seno de la propia entidad, como por ejemplo los bonus, aunque estos pagos podrían dar lugar a los conflictos de intereses incluidos en el Artículo 21 de la Directiva.

Por otro lado, el artículo 26 se refiere únicamente a pagos o cobros realizados o recibidos por la entidad, mientras que a través del concepto de “personas competentes o vinculadas” las normas de conflictos de interés pueden ser de aplicación a personas físicas que desarrollen su actividad profesional en la entidad.

Dado que la entidad debe actuar en el interés de su cliente, no se puede excluir de aplicación de estas normas aquellos casos en los que un pago no cree un conflicto de interés pero al mismo tiempo no esté sirviendo al mejor interés del cliente. Esta es la razón por la que todos los pagos realizados o recibidos en la prestación de un servicio quedan incluidos en el ámbito de aplicación del artículo 26.

Además, respecto al ámbito de aplicación del artículo 26 definido por CESR y aparte de los argumentos expuestos, es relevante señalar que la Comisión Europea ha dado su conformidad al enfoque dado por CESR.

En relación con la controversia suscitada por el ámbito de aplicación del artículo 26, es importante señalar que el hecho de que un pago o cobro quede incluido en el mismo no quiere decir, en ningún modo, que el mismo no esté permitido. Como se expone más adelante, el propio artículo 26 establece tres excepciones en las que estos pagos y cobros son admitidos, no existiendo en dos de ellas ningún requisito adicional.

La industria financiera en sus comentarios al primero de los borradores de CESR mostró su preocupación por el hecho de que el diferente tratamiento a los pagos de/a entidades de fuera del grupo de la empresa de inversión frente a los pagos intragrupo pudiera perjudicar el desarrollo de la denominada arquitectura abierta.

Sin embargo, este nunca ha sido el ánimo de CESR en ninguno de los desarrollos llevados a cabo en relación a la regulación de los incentivos pero, para no dejar ninguna duda al respecto, en esta primera Recomendación referente al ámbito de aplicación de la normativa de incentivos, se incluye una mención explícita al hecho de que todas las Recomendaciones contenidas en el documento de CESR resultan igualmente aplicables a los pagos o beneficios no monetarios que se realicen por una entidad distinta de la que presta el servicio de inversión, con independencia de que la misma pertenezca al grupo o no.

2.2 Pagos realizados al cliente o a una persona que actúe en su nombre (Recomendación 2 CESR)

Después de establecer que las empresas de inversión no estarán actuando con honestidad, imparcialidad y profesionalidad con arreglo al interés óptimo de sus clientes si pagan o perciben algún honorario o comisión o beneficio no monetario, en relación con la provisión de un servicio de inversión o auxiliar al cliente, el artículo 26 establece tres excepciones en las que la percepción por la entidad de comisiones u otros pagos son compatibles con su obligación de actuar en beneficio del cliente.

La primera de ellas se refiere al caso de que estos pagos, comisiones o beneficios no monetarios sean pagados al cliente o por el cliente o a/por una persona que actúe por cuenta del mismo.

La aplicación de esta excepción no presenta en principio dificultades. Sin embargo CESR proporciona alguna aclaración.

En primer lugar, se debe aclarar que en toda situación en la que un cliente

negocie o pague una comisión, este pago recae claramente en la excepción establecida por el artículo 26 (a). El hecho de que este pago recaiga en la primera de las excepciones tiene como consecuencia directa que no son aplicables requisitos adicionales establecidos para otras excepciones, como podría ser la obligación de información.

CESR pone de manifiesto que el hecho de que el artículo dedicado a los incentivos no establezca obligaciones de información con respecto a estos pagos, no implica que no estén sujetos a esta obligación a través de otros preceptos de la MiFID, especialmente el artículo 19.3. Esta aclaración fue interpretada por parte del sector como un intento por parte de CESR de extender la obligación de información establecida por el artículo 26 (b) para unos pagos determinados a todos los pagos que entraran en el ámbito de aplicación de la normativa de incentivos.

Nada más lejos de la intención de CESR. Todo lo contrario, lo que se trata de poner de manifiesto es que estos pagos pueden o no estar sujetos a determinadas obligaciones al amparo del artículo 26, pero ello no excluye de ninguna manera la aplicación de otras obligaciones establecidas en la MiFID respecto a los mismos.

En relación a la persona que “actúa en nombre del cliente” CESR puso de manifiesto que es necesario que se trate de una tercera persona independiente que no tenga una relación con la entidad que presta el servicio en relación a éste (como un abogado o un contable). El hecho de que exista una instrucción separada y específica del cliente a la empresa de inversión para que haga o reciba este pago en su nombre sería un factor muy relevante a la hora de identificar pagos hechos en nombre del cliente.

2.3 Condiciones que deben reunir otros pagos/cobros para cumplir los requisitos establecidos para los incentivos

Las condiciones establecidas por el apartado (b) del artículo 26 para que determinados pagos/cobros relacionados con la prestación del servicio de inversión sean admisibles han generado gran polémica. Según este apartado, se exigen dos condiciones:

- El cliente debe ser claramente informado de “la existencia, naturaleza y cuantía de los honorarios, comisiones o beneficios, o, cuando dicha cuantía no pueda determinarse, el método de cálculo de esa cuantía”, de manera “completa, exacta y comprensible” con anterioridad a la prestación del servicio de inversión o auxiliar.
- Este honorario, comisión o beneficio no monetario debe aumentar la calidad del servicio prestado al cliente y no entorpecer el cumplimiento de la obligación de la empresa de actuar en el mejor interés del cliente. Si bien estas exigencias están redactadas como un solo requisito, no debe perderse de vista que son dos condiciones distintas a ser tenidas en cuenta que deben cumplirse conjuntamente.

Esta segunda exigencia ha causado cierto revuelo en el sector por la dificultad de

concretar qué van a entender los supervisores por “aumentar la calidad del servicio”.

2.3.1 Factores a ser tenidos en cuenta para verificar si se cumplen las condiciones establecidas en relación al aumento en la calidad del servicio y la obligación de actuar siempre en el mejor interés del cliente (Recomendación 4 CESR)

Para dar la máxima flexibilidad posible a esta cuestión, CESR señala que no puede establecerse una lista de condiciones a ser cumplida. Este enfoque se encuentra en línea con el método que sigue la MiFID, normativa que es de principios y no de check list. Así, la manera de analizar si un pago está mejorando o no la prestación de un servicio es considerar una serie de factores que aparecen en cada situación.

Estos factores no deben considerarse como obligaciones a cumplir por la entidad sino que son herramientas que las entidades pueden utilizar para analizar si ha aumentado o no la calidad del servicio y si se ha producido algún impedimento o menoscabo en la obligación de la entidad de actuar siempre en el mejor interés del cliente. No debe entenderse como una lista exhaustiva en la que todos son aplicables en todos los casos. Debe ser la entidad la que decida en cada caso de cuales hace uso. Tampoco puede descartarse que puedan existir otros factores relevantes aplicables en diferentes casos.

La lista de factores que propone CESR es la siguiente:

- a) El tipo de servicio de inversión o auxiliar que se está prestando al cliente, así como aquellas otras obligaciones distintas de las establecidas en este artículo.

En relación a este factor, hay que tener en cuenta que muchas de las obligaciones establecidas en otros ámbitos de la MifID pueden ayudar a verificar que se están cumpliendo las obligaciones establecidas para los incentivos. En particular, el principio de mejor ejecución es especialmente relevante en este ámbito, así como pueden serlo las normas relativas a la gestión de conflictos de intereses.

- b) El beneficio que puede esperarse para el cliente así como el beneficio que se espera para la entidad. Este análisis puede ser llevado a cabo para un mismo grupo de clientes, entendiendo por grupo de clientes aquellos que están recibiendo el mismo servicio.

Es importante señalar que este factor no pretende ser ningún test de proporcionalidad entre uno y otro beneficio esperados. A la hora de analizar este factor debe considerarse que si la entidad va a recibir un pago de un tercero su coste, de alguna manera, va a terminar repercutiéndose al cliente. Es de esperar que de esta situación se derive algún beneficio para el cliente que deberá ser lo suficientemente relevante para considerar que la entidad está realmente actuando en el mejor interés de aquel.

- c) El hecho de que exista algún incentivo para que la entidad actúe de modo distinto a aquel que obedece al mejor interés del cliente esté motivando a la entidad a cambiar su comportamiento.

Si bien el conjunto de factores que puede ser relevante en cada caso debe interactuar, no puede negarse la importancia que adquiere este factor individual de tal manera que sería difícil, si no imposible, que el resultado del análisis fuera positivo si en este punto la entidad contesta que sí ha cambiado su comportamiento con motivo del pago recibido actuando de manera distinta que aquella que significaría actuar en el mejor interés del cliente.

En relación con la mención que en el primero de los factores se hace de otras obligaciones que deriven de otros ámbitos de la MiFID, en el análisis de este factor destaca la importancia que pueden tener las medidas adoptadas para la gestión de conflictos de intereses. No obstante, es importante resaltar que las medidas para la gestión de conflictos de intereses pueden ser tenidas en cuenta para complementar las medidas adoptadas en relación a los incentivos, aunque en ningún caso las sustituyen. Es decir, el hecho de estar cumpliendo con las disposiciones relativas a la gestión de conflictos de intereses en ningún caso garantiza que se estén cumpliendo las relativas a incentivos ya que, como ya se expuso anteriormente, ambas tienen ámbitos diferentes, siendo el ámbito de aplicación de las medidas del artículo 26 más amplio que el ámbito de aplicación de las medidas para la gestión de conflictos de intereses.

- d) Cualquier tipo de relación existente entre la empresa de inversión y la entidad que realiza el cobro o pago del beneficio.

Este factor no pretende incidir en el hecho de que las dos entidades a ser tenidas en cuenta en el análisis pertenezcan o no al mismo grupo² sino a relaciones tales como competencia, posible existencia de acuerdos comerciales y otras que en determinados casos puedan existir.

- e) La naturaleza del bien recibido y otras circunstancias relativas al mismo. Este factor tiene especial relevancia en el caso de beneficios no monetarios.

En relación a la manera en que este test debe llevarse a cabo, es importante poner de manifiesto que, mientras la versión española de la Directiva 2006/73/CE establece que “el pago de los honorarios o de las comisiones o la aportación de los beneficios no monetarios deberá aumentar la calidad del servicio prestado al cliente...”, la versión inglesa establece que “deberá estar pensado/diseñado para aumentar la calidad del servicio”.

En este caso está claro que la expresión “estar pensado/diseñado para aumentar la calidad” pone de manifiesto la intención del regulador de que el test o valoración sobre los honorarios, comisiones o beneficios no monetarios pueda hacerse una vez que se plantee el acuerdo concreto con la entidad pagadora/receptora y no una vez que los pagos/cobros hayan sido satisfechos.

Por otro lado, CESR considera que puede darse el caso de que el pago/cobro beneficie a otros clientes, además del cliente principal receptor del servicio. En este caso, la

² Ya se ha puesto de manifiesto que el tratamiento dado a los pagos entre entidades del grupo debe ser el mismo que el dado a pagos de entidades de fuera del grupo.

valoración sobre el aumento en la calidad puede hacerse “a nivel del servicio”, es decir, para todos los clientes que vayan a recibir la prestación del mismo servicio.

2.3.2 Condiciones que debe reunir la exigencia de información a que se refiere el artículo 26 apartado (b) (Recomendación 6 CESR)

La segunda de las condiciones que se establecen por el apartado (b) del artículo 26 para que algunos pagos/cobros sean admisibles, se refiere a la necesidad de que el cliente sea informado de “la existencia, naturaleza y cuantía de los honorarios o, cuando dicha cuantía no pueda determinarse, el método de cálculo de esa cuantía”.

En relación al contenido mínimo de esta información, CESR no ha hecho ninguna recomendación pues considera que está claramente recogida en la Directiva 2006/73/CE. Las únicas aclaraciones que CESR estima conveniente hacer son las siguientes:

- Una información de tipo genérico, que se refiera únicamente a la posibilidad de que la empresa de inversión reciba estos incentivos no se considerará suficiente para que el cliente pueda realizar una decisión suficientemente informada.
- El resumen a que se refiere el último párrafo del artículo 26, relativo a la posibilidad de que los Estados Miembros permitan a las empresas de inversión realizar esta información, deberá contener información suficiente para que el cliente pueda tomar una decisión suficientemente informado.
- Será siempre la entidad que preste el servicio de inversión o auxiliar al cliente en relación a cada uno de los servicios prestados quien deba realizar esta información.

2.3.3 Condiciones establecidas en relación al asesoramiento en materia de inversión o recomendaciones generales (Recomendación 5 CESR)

Como hemos señalado, esta segunda condición implica el cumplimiento de dos requisitos distintos que deben cumplirse a la vez: que aumente la calidad del servicio prestado al cliente y que no entorpezca la obligación de la empresa de actuar en el mejor interés del cliente.

En relación al cumplimiento de estas condiciones, es especialmente relevante el considerando 39 de la Directiva 2006/73/CE según el cual “A efectos de lo dispuesto en la presente Directiva en lo relativo a los incentivos, la recepción por parte de una empresa de inversión de una comisión por asesoramiento en materia de inversión o recomendaciones generales, en circunstancias en que el asesoramiento o las recomendaciones no adquieran un sesgo como consecuencia de esa comisión, debe considerarse que responden al propósito de aumentar la calidad del asesoramiento en materia de inversión prestado al cliente”.

En relación con este considerando, se ha cuestionado su alcance y si pretendía ser una excepción a los requerimientos establecidos en el artículo 26 apartado (b), dando por válidos todos los pagos realizados en relación a la prestación del

servicio de asesoramiento financiero o recomendaciones generales, en la medida que dichos servicios no estuvieran sesgados.

En este sentido, CESR ha entendido que el apartado (b) del artículo 26 contiene un test con dos condiciones, aparte de la exigencia de información. Así, en la medida en que el asesoramiento no esté sesgado se cumple una de ellas (“aumenta la calidad del servicio”) pero debe tenerse en cuenta que debe cumplirse además la otra de “no entorpecer el cumplimiento de la obligación de la empresa de actuar en el interés óptimo del cliente”, por lo que sigue siendo necesario llevar a cabo el análisis sobre el cumplimiento del test incluido en el apartado (b) del artículo 26 en los casos de asesoramiento y, por supuesto, cumplir con el requerimiento de informar al cliente.

En relación con el cumplimiento de la primera de las condiciones “aumentar la calidad del servicio”, CESR establece que hay otros ámbitos a los que puede extenderse la presunción de que ha aumentado la calidad del servicio.

En un claro ejercicio de flexibilización de las exigencias contenidas en el artículo (26) para la aceptación de determinados cobros/pagos, establece la posibilidad de extender esta presunción a otros casos. Por ejemplo, cuando el proveedor de un producto paga a una empresa de inversión por la distribución de sus productos sin que haya asesoramiento o recomendaciones generales. Si entendemos, y así lo hace CESR, que en ausencia de dichos pagos esos productos no se distribuirían y, por tanto, no se prestaría ningún servicio de inversión, esos pagos pueden entenderse que aumentan la calidad del servicio al facilitar que la empresa de inversión ofrezca una mayor variedad de productos a sus clientes. Todo ello sin olvidar, como en el caso anterior, las demás obligaciones establecidas por la Directiva, la obligación de la entidad de actuar en el mejor interés del cliente y de facilitarle la información necesaria sobre los pagos/cobros afectados por el análisis.

2.4 Pagos/Cobros que, por su naturaleza, no entren en conflicto con la obligación de actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad con arreglo al interés óptimo de los clientes (Recomendación 3 CESR)

La Directiva 2006/73/CE considera una tercera excepción según la cual los pagos realizados/cobros recibidos de una tercera entidad en relación con un servicio de inversión se ajustan a la obligación de actuar en el mejor interés del cliente.

Esta excepción se refiere al caso de “honorarios apropiados que permitan la prestación de servicios de inversión o sean necesarios a tal fin, tales como gastos de custodia, gastos de liquidación y cambio, tasas reguladoras o gastos de asesoría jurídica y que, por su naturaleza, no puedan entrar en conflicto con el deber de la empresa de actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad con arreglo al interés óptimo de los clientes”.

En relación con esta tercera excepción, CESR se ha centrado en resaltar que los gastos mencionados en ella no tienen carácter exhaustivo y que entran en dicha excepción todos aquellos cobros y pagos que satisfagan superen el test de que “por su naturaleza” no pueden entrar en conflicto con el mejor interés del cliente.

La industria señaló que todos los cobros/pagos “que no hubieran” impedido que la entidad actuara en el mejor interés del cliente entrarían en esta excepción. No puede, sin embargo, concluirse que la voluntad del legislador fuera esta, pues la obligación de la entidad de actuar en el mejor interés del cliente viene impuesta por otras normas, no sólo de la Directiva 2006/73/CE sino también en la propia MiFID y debe cumplirse en cualquier caso, no pudiendo por tanto depender la aceptabilidad o no de los pagos/cobros generados en torno a la prestación del servicio de dicho cumplimiento.

En opinión de CESR el examen debe realizarse en torno a la “naturaleza” de los mismos y, por tanto, de su posibilidad o no de influir en el comportamiento de la entidad que presta el servicio y no de la actuación final de la entidad que, en todo caso, debe sujetarse a la obligación establecida en el artículo 19.1 de la MiFID.

3 Aplicación de las Recomendaciones contenidas en el documento de CESR

CESR ha sido consciente de la dificultad que, en general, supone la aplicación de una normativa basada en principios para determinados Estados Miembros y en concreto, la dificultad que supone la aplicación práctica y concreta en el día a día de las entidades de las Recomendaciones contenidas en el documento sobre incentivos.

Desde algunos foros, el sector sugirió la posibilidad de que CESR elaborara unas “listas” de “prácticas admitidas” y de “prácticas prohibidas”. No obstante, CESR desechó esta idea porque podrían quedarse desfasadas rápidamente, dada la constante innovación en productos como en canales de distribución y, como consecuencia, de las formas de retribución entre entidades.

Sin embargo, CESR sí ha incluido una lista de ejemplos que ilustran la aplicación de estas recomendaciones y los factores más relevantes en caso de encontrarnos ante la aplicación del artículo 26 (b). CESR hace especial hincapié en la finalidad únicamente didáctica de estos ejemplos, teniendo que valorarse cada caso de acuerdo a sus circunstancias concretas y sin que se puedan extrapolar las conclusiones sin un análisis completo de cada contexto y sus circunstancias. Por su especial interés didáctico se incluyen a continuación de manera resumida.

- I. Un cliente de una entidad acuerda pagar una tasa de 10 euros/hora, aparte de los desembolsos necesarios para las inversiones, por la prestación del servicio de asesoramiento. La empresa de inversión le factura 100€ por 10 horas de trabajo, adicionales al cargo de 200 euros por las inversiones realizadas. El cliente paga la factura directamente o se lo encarga a su contable.

Este pago es realizado claramente por el cliente o una persona actuando en su nombre por lo que entra directamente en la primera de las excepciones establecidas por el artículo 26 (a).

- II. Un cliente de una entidad que presta el servicio de gestión de carteras acuerda pagar una comisión de 1% anual sobre los activos gestionados. Esta comisión se cargará sobre los activos del cliente directamente.

El cargo de la comisión sobre los activos gestionados es claramente un pago realizado por el cliente y que por tanto entra como en el caso anterior en la excepción del artículo 26 (a).

- III. Un cliente de una entidad A acuerda con la misma el pago de una comisión. El cliente da una instrucción a una entidad C para que pague directamente las cantidades debidas a A. El cliente en cualquier momento puede ordenar a C que cese en sus pagos.

De nuevo estaríamos ante uno de los casos de aplicación del 26 (a) pues C es “una entidad actuando en nombre del cliente” y no una tercera entidad independiente que requeriría la aplicación de las condiciones impuestas por el artículo 26 (b).

- IV. Un cliente de una entidad que presta el servicio de gestión de carteras acuerda una comisión de un 1% anual sobre los activos gestionados. Esta comisión se cargará sobre los activos del cliente directamente. La entidad que presta el servicio de gestión de carteras acuerda con un broker que un 20% de las comisiones de intermediación a partir de un cierto volumen serán retrocedidas al gestor de carteras.

La comisión del 1% por el servicio de gestión de carteras es un pago realizado por el cliente y, por lo tanto, en el ámbito del artículo 26 (a). En relación a la retrocesión recibida por el gestor de la cartera, al ser un pago realizado por un tercero y no entrar ni en la excepción de las letras (a) ni (c), debe cumplir las condiciones establecidas en el apartado 26 (b). Para ello habrá que tener en cuenta los factores señalados por CESR, ya que el acuerdo parece beneficiar exclusivamente a la entidad que se verá incentivada a operar a través de este broker sin que se aprecie ningún aumento en la calidad del servicio. Especialmente significativos para valorar esta situación serían los factores: “tipo de servicio prestado” (a), “beneficio esperado para cliente y entidad” (b) y “existencia de incentivos para cambiar la actuación de la entidad” (c).

- V. Una entidad presta el servicio de gestión de carteras a un cliente y le carga una comisión por ello. La entidad adquiere determinados instrumentos financieros para la cartera del cliente y el proveedor de tales instrumentos paga una comisión a la empresa de inversión que se calcula a partir de los importes cargados al cliente.

La recepción de una comisión adicional a la cargada al cliente por el servicio de gestión de carteras es claramente “de la naturaleza” que puede entrar en conflicto con la obligación de la entidad de actuar en el mejor interés del cliente. Una opción clara para la entidad sería repercutir los cobros al cliente. En otro caso deberá examinarse con atención, pues se considera difícil que el resto de las condiciones establecidas en el artículo 26 (b) se cumplan.

VI. Un cliente C de una entidad F quiere operar con instrumentos que F no ofrece. Por ello la entidad F presenta al cliente a la entidad A, de la cual C se hace cliente. A presta servicios de inversión a C y le carga por ello comisiones de intermediación. A retrocede parte de estas comisiones a F.

Este acuerdo debe considerarse desde la doble perspectiva de F y A pues ambas son empresas de inversión.

En opinión de CESR el pago que realiza la entidad A entraría en el apartado (b) del artículo 26 y puede considerarse que aumenta la calidad del servicio prestado al cliente. Este pago deberá ser informado al cliente y cumplir con la obligación de la entidad de actuar en el mejor interés del mismo.

De la misma manera, F tendrá que valorar cuidadosamente si este acuerdo cumple con los requisitos establecidos en el apartado (b) utilizando los factores señalados por CESR en sus recomendaciones.

VII. Una empresa de inversión, que presta el servicio de asesoramiento o recomendaciones generales a un cliente, trasmite órdenes en nombre del cliente a proveedores de productos. No carga comisiones al cliente pero recibe retrocesiones de los proveedores de productos.

Partiendo de la base de que el asesoramiento o recomendación no está sesgado como consecuencia de la recepción por la entidad de comisiones, la recepción de las mismas debe considerarse como que han aumentado la calidad del servicio según lo dispuesto en el considerando 39 de la Directiva. Las otras condiciones del artículo 26 (b) deberán cumplirse y los factores señalados por CESR para ello serán especialmente relevantes.

VIII. Nos encontramos en un caso similar al anterior, pero en esta ocasión la entidad prestadora del servicio recibe un pago adicional una vez que se alcanza un determinado volumen de negocio con el proveedor del producto.

En este caso los factores “beneficio esperado para cliente y entidad” (b), “existencia de incentivos para cambiar la actuación de la entidad” (c) y “naturaleza del bien recibido” (e) serán especialmente relevantes para valorar dicho acuerdo y es difícil que las exigencias del artículo 26 (b) se vean cumplidas. A medida que el volumen de negocio se acerque al nivel necesario para cobrar el pago adicional, la entidad se verá más inclinada a prestar un asesoramiento sesgado hacia la adquisición de dicho producto, en detrimento de su obligación de actuar en el mejor interés del cliente.

IX. Una empresa de inversión que no presta el servicio de asesoramiento financiero ni recomendaciones generales tiene un acuerdo de distribución o colocación con un proveedor del producto o emisor por el que recibe una comisión del mismo.

En este caso puede considerarse que, en ausencia de la citada comisión, esta prestación del servicio no tendría lugar por lo que estos pagos deben entenderse como pensados para aumentar la calidad del servicio. Los

otros requisitos del artículo (b) deberán cumplirse y el factor (c), “ existencia de incentivos para cambiar la actuación de la entidad”, sería especialmente relevante.

- X. Una empresa de inversión presta el servicio auxiliar de asesoramiento en materia de capital y estrategia industrial. Para ello incurre en gastos de asesoría jurídica que no repercute al cliente.

Estos gastos entran en la excepción establecida en el artículo 26 (c) plenamente.

- XI. Un proveedor de producto presta formación a los empleados de una empresa de inversión que presta servicio de asesoramiento financiero.

La formación es un ejemplo de beneficios no monetarios. Para valorar su admisibilidad, según el artículo 26 (b), los factores “beneficio esperado para cliente y entidad” (b), “ existencia de incentivos para cambiar la actuación de la entidad” (c) y “naturaleza del bien recibido” (e) serán especialmente relevantes. Por ejemplo, habrá que valorar qué relación tiene el programa de formación con el servicio prestado al cliente. Si, además, la formación tuviera lugar, por ejemplo, en el contexto de unas vacaciones en un destino exótico, es probable que no encajen en el deber de la empresa de inversión de actuar en el mejor interés del cliente.

- XII. Un broker provee a una empresa de inversión de equipos de software.

Se trata de un caso de beneficios no monetarios y entrará en los casos establecido en la letra (b) del artículo 26. De nuevo, los factores “beneficio esperado para cliente y entidad” (b), “ existencia de incentivos para cambiar la actuación de la entidad” (c) y “naturaleza del bien recibido” (e) serán especialmente importantes para verificar si esta situación cumple los requisitos establecidos en el mismo. La valoración de este tipo de casos requerirá un examen especial de las circunstancias que rodean a cada uno. Cuanto más directamente relacionado esté el equipo mencionado con los servicios prestados a los clientes, más fácil será que la situación encaje en las permitidas por los requisitos de este apartado.

4 Conclusiones

A raíz de la publicación de la Directiva 2006/73/CE de la Comisión y del nuevo enfoque que en la misma se recoge sobre los pagos recibidos o efectuados por las entidades en relación a la prestación de servicios de inversión, se consideró necesaria la publicación por CESR de un documento explicativo a la vista de los conceptos novedosos que aparecían, tales como el aumento en la calidad del servicio o la naturaleza de los gastos efectuados.

CESR ha tratado de explicar el funcionamiento del artículo 26 de la Directiva mencionada en el párrafo anterior de una manera sencilla y basada en ejemplos prácticos.

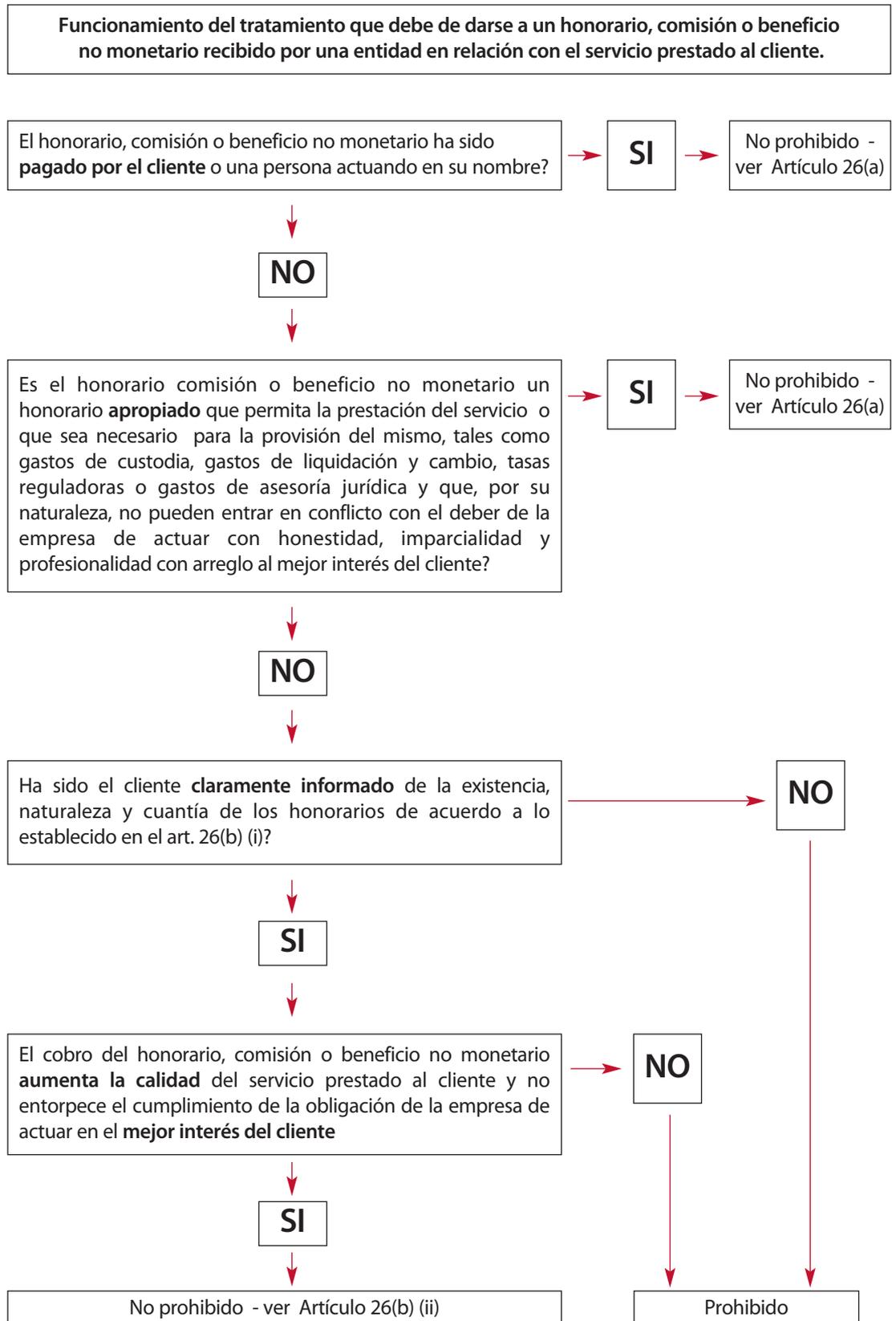
Así, el artículo 26 establece que, de manera general, no pueden recibirse ni realizarse pagos en relación a la prestación de servicios de inversión a no ser que estemos en alguno de los casos que expresamente se recoge.

Así, en primer lugar, se permiten los pagos realizados o recibidos por el cliente o una persona que actúe en su nombre. Si los pagos no son realizados ni recibidos por el cliente ni por una persona que actúa en su nombre, pueden realizarse o recibirse si son gastos apropiados o necesarios para la prestación del servicio, tales como gastos de liquidación y cambio, tasas reguladoras, gastos de asesoría jurídica, etc., y que por su naturaleza (no por su resultado) no puedan entrar en conflicto con el deber de la empresa de actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad en el mejor interés del cliente.

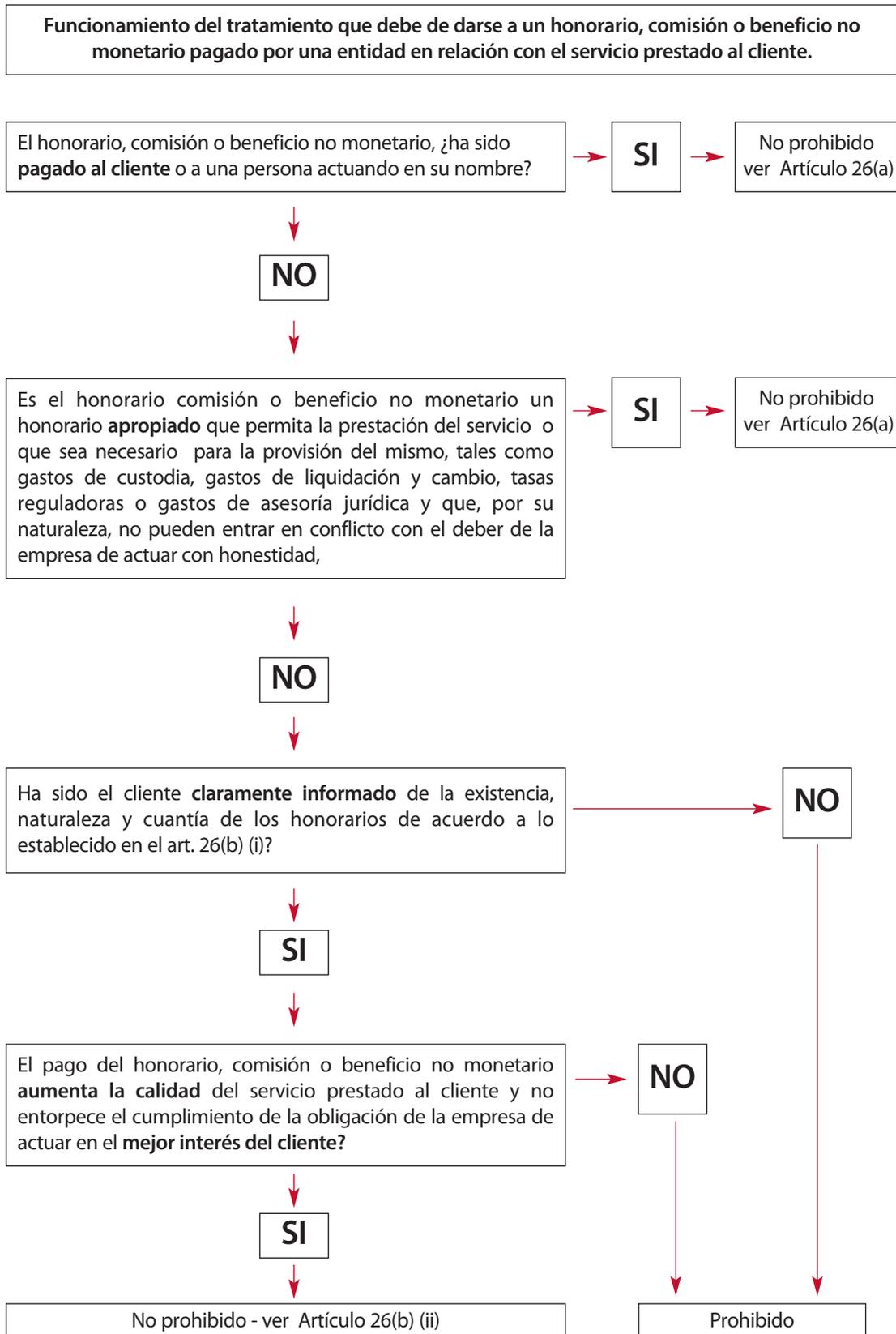
Por último, si los gastos o pagos no son realizados ni recibidos por el cliente, ni son necesarios o adecuados para la prestación del servicio o por su naturaleza entran en conflicto con la obligación de la entidad de actuar en el mejor interés del cliente, sólo se permitirán en el caso de que el cliente sea informado de su existencia, naturaleza y cuantía, aumenten la calidad del servicio y no entorpezcan el cumplimiento de la entidad de actuar en el mejor interés del cliente, para cuya valoración pueden utilizarse los factores recomendados por CESR.

5 Anexos

5.1 Anexo A



5.2 Anexo B



IV Novedades regulatorias

La nueva normativa española sobre ofertas públicas de adquisición

Rosa González Vidal y Jorge Pereiró Couceiro (*)

(*) Rosa González Vidal es Subdirectora y Jorge Pereiró Couceiro es analista de la Dirección de Mercados Primarios de la CNMV.

1 Introducción

El 13 de abril de 2007 se publicó en el Boletín Oficial del Estado la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores (Ley 6/2007).

Esta Ley, que entrará en vigor el 13 de agosto de 2007, incorpora parcialmente a nuestro ordenamiento dos directivas europeas, la Directiva de Opas (Directiva 2004/25/CE, de 21 de abril de 2004) y la Directiva de Transparencia (Directiva 2004/109/CE, de 15 de diciembre de 2004 que modifica la Directiva 2001/34/CE). En estas páginas abordaremos la reforma introducida en materia de ofertas públicas de adquisición.

La Ley 6/2007 da nueva redacción al capítulo V del título IV, “De las ofertas públicas de adquisición”, y al artículo 34, “Exclusión de negociación” de la Ley del Mercado de Valores (LMV). También se refiere a las opas en su disposición adicional, “*Régimen para determinados aumentos en la participación en una sociedad cotizada*”, en la disposición transitoria tercera, “*Régimen transitorio para determinados aumentos en la participación de la sociedad cotizada anteriores a la entrada en vigor de la presente Ley*”, y en la disposición transitoria segunda en virtud de la cual la Ley se aplicará a las opas presentadas y no autorizadas antes de su entrada en vigor.

El desarrollo reglamentario previsto en la Ley 6/2007, que permitirá completar la transposición de la Directiva de Opas, se ha traducido en una profunda reforma del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición, reflejada en el Proyecto de Real Decreto¹, cuyo trámite de audiencia pública finalizó el pasado 10 de mayo de 2007.

Los cambios legislativos supondrán una nueva etapa en el mercado de opas español, cuestión que es el tema de este artículo. Como paso preliminar, a continuación se ofrecen algunas cifras de estas operaciones, que sirven para caracterizar sucintamente este mercado.

En el periodo 1989-2007 (hasta la fecha) se han formulado² en España 323 opas que suponen un volumen realizado, en función de los resultados obtenidos, superior a

1 Todas las menciones de este artículo referidas al Proyecto de Real Decreto en tramitación deben ser consideradas con la debida cautela al estar sujetas a las modificaciones que resulten en el texto que finalmente se apruebe.

2 Se consideran opas formuladas todas las presentadas y autorizadas con independencia de cual haya sido su resultado. De las 323 opas formuladas, 304 han finalizado con resultado positivo, en 10 de ellas se ha producido el desistimiento de la opa por alguna de las causas previstas legalmente, 6 han tenido un resultado negativo (las aceptaciones no han alcanzado el mínimo de la opa y el oferente no ha renunciado a esta condición) y otras 3 han tenido resultado nulo (no han recibido ninguna aceptación). Además de las 323 opas formuladas, en el periodo 1989-2007 (hasta el 31 de mayo) se han presentado otras 14 opas que no han llegado a formularse, en 3 casos al haber sido denegada su autorización por la CNMV (se trata de tres opas de exclusión presentadas en 1993), 5 opas fueron retiradas con la aprobación de la CNMV por concurrir diversas circunstancias que impedían la formulación de la opa y otras 6 opas presentadas se encuentran en tramitación en estos momentos.

62.000 millones de euros. Más del 30% de esta cifra corresponde a las ofertas realizadas en el ejercicio 2006 y particularmente, a las que afectaron a empresas inmobiliarias que han alcanzado un volumen superior a 10.000 millones de euros. Un 73% de las opas realizadas en esta etapa ha perseguido la obtención o incremento de una participación significativa con objeto de conseguir cierto grado de control o reforzar la posición mayoritaria. El 91% de las opas se han formulado como compraventa con pago en efectivo.

Aunque la regulación todavía vigente admite las denominadas opas parciales, dirigidas a un determinado porcentaje del capital, éstas tan solo representan el 17% del total. El 83% restante han sido opas dirigidas a la totalidad de los valores de las empresas objetivo.

Las novedades principales que transformarán este mercado equiparándolo en su regulación al sistema de opas más habitual en los mercados de nuestro entorno, pueden sintetizarse en los siguientes puntos:

- Sustitución del régimen vigente de opa obligatoria, parcial o total, previa a la obtención de determinadas participaciones significativas por un sistema de opa obligatoria total posterior a la obtención del control.
- Eliminación de los actuales umbrales [25% y 50%] que exigen la formulación de una opa, sustituyéndolos por uno solo [30%] calculado sobre el número total de derechos de voto de la sociedad, con posibilidad de que la CNMV otorgue una dispensa cuando otro accionista tenga una participación igual o superior a la alcanzada por el obligado a formular la opa.
- Establecimiento de un precio mínimo para la opa obligatoria, que deberá igualar al más elevado satisfecho por el oferente durante un periodo previo y en los términos que se determinarán reglamentariamente.
- Desarrollo de las reglas aplicables en materia de defensas frente a las opas, distinguiendo entre las medidas preventivas cuyo régimen será opcional y las actuaciones específicas que requerirán autorización previa de la junta general de accionistas, con posibilidad de aplicar en ambos casos la regla de reciprocidad.
- Incorporación de los derechos de venta y compra forzosas (*squeeze-out* y *sell-out*) posteriores a la formulación de una opa.
- Regulación de un régimen especial para los aumentos en las participaciones situadas, a la entrada en vigor de la Ley 6/2007, entre el 30% y el 50% de los derechos de voto.
- Definición del ámbito de aplicación territorial de la nueva regulación determinado de acuerdo con lo dispuesto en la Directiva de Opas en base al domicilio social de la sociedad afectada, la radicación del mercado regulado en el que sus valores estén admitidos a negociación y el momento en que se produjo dicha admisión.
- Diferenciación de reglas entre la opa obligatoria y la voluntaria.

- Tipificación de infracciones en el régimen sancionador vinculadas al incumplimiento por el oferente o por la sociedad afectada de las obligaciones establecidas en la normativa de opas.

Antes de entrar en el detalle de la nueva normativa española de opas, debemos echar por un momento la vista atrás para recordar a grandes rasgos el largo y complejo proceso de gestación de la Directiva de Opas en la que se encuentra el origen de la reforma.

La Directiva de Opas se enmarca dentro del proceso de integración de los mercados financieros de los Estados miembros de la Unión Europea. Con ella se pretende ofrecer a las empresas europeas una mayor seguridad jurídica ante las ofertas públicas de adquisición y garantizar la protección de las partes involucradas, en especial los accionistas y los empleados.

La Directiva es el resultado de un proceso de largas y duras negociaciones que se remontan al año 1989. En su origen se trataba de una propuesta ambiciosa que aspiraba a una armonización detallada que, sin embargo, encontró la fuerte oposición de algunos Estados Miembros lo que obligó a rebajar las pretensiones iniciales. Algunos criticaron la excesiva regulación derivada de la norma y otros su falta de necesidad.

Ante este rechazo, la Comisión Europea manifestó su intención de revisar la propuesta inicial a partir de las consultas con los Estados Miembros, lo que dio lugar en 1996 a una nueva propuesta. Se trataba de una Directiva marco que establecía unos principios generales y dejaba un mayor margen para la regulación nacional. No obstante, el Parlamento Europeo, tras un procedimiento de conciliación, rechazó en julio de 2001 el texto de compromiso adoptado por el Consejo Europeo.

Hubo diversas razones que provocaron el rechazo de la propuesta pero destacan tres motivos de fondo que sirven para comprender el sentido y contenido de la Directiva finalmente aprobada.

En primer lugar, hubo una oposición al principio de que el consejo de administración de la sociedad afectada debiera contar con la autorización de la junta de accionistas para adoptar medidas de defensa. La razón esgrimida fue que este principio no podía aplicarse mientras no hubiera unas “reglas de juego” uniformes en materia de opas para todas las sociedades europeas.

En segundo lugar, se adujo la insuficiente protección ofrecida por la Directiva a los empleados de la sociedades en caso de opa.

Por último, había un temor a que la aplicación de la Directiva facilitase las opas realizadas por sociedades de terceros países sobre sociedades cotizadas europeas. La principal oposición vino de Alemania debido a su fuerte presencia en empresas de los sectores clave para su economía como el automóvil o la energía, a la fuerza de los sindicatos alemanes que participan de manera activa en la gestión de las compañías mediante su presencia en los consejos de supervisión y a la existencia de varias operaciones corporativas sobre sociedades alemanas en fechas próximas

al momento en el que la propuesta de Directiva fue rechazada. En esos días se produjo la compra de la empresa alemana de telefonía móvil, Mannesmann, A.G., por el operador de telefonía móvil británico, Vodafone AirTouch, Plc., tras un largo proceso de opa a la que se opusieron el consejo de administración de Mannesmann, los representantes sindicales y el gobierno alemán. Esta operación dio lugar a un amplio debate sobre el modelo empresarial del país y sobre los conflictos de intereses entre las partes involucradas en las opas.

La Comisión Europea presentó en 2002 una nueva propuesta de Directiva que trataba de dar soluciones a algunos de los problemas planteados por el Parlamento Europeo. La nueva propuesta incorporó varias recomendaciones formuladas por un grupo de expertos designados por la Comisión Europea, contenidas en el conocido “Informe Winter”. En este documento se tratan cuestiones relativas a las ofertas públicas de adquisición como la fijación de unas reglas de juego uniformes para las ofertas públicas de adquisición en todos los Estados Miembros, la definición de un precio equitativo en las opas obligatorias y la introducción de las compras y ventas forzosas.

El objetivo de impulsar la igualdad de las reglas de juego se instrumentó a través de los artículos 9 y 11 de la Directiva, sobre los que se centró el debate de la nueva propuesta. El artículo 9 incorporaba el cumplimiento de la regla de pasividad por el consejo de administración de cualquier sociedad afectada por una opa, de forma que únicamente pudiera adoptar medidas defensivas frente a una oferta con autorización expresa de la junta de accionistas. Con esta regla se pretendía garantizar que el futuro de la sociedad fuera decidido por sus accionistas o propietarios. Por su parte, en el artículo 11 se establecía la regla de neutralización (*breakthrough rule*) consistente en la supresión ante una opa de las restricciones a la transmisión de valores y al derecho de voto previstas tanto en estatutos sociales como en pactos parasociales.

Finalmente, la Directiva de Opas fue adoptada el 21 abril de 2004 por el Consejo y el Parlamento Europeo. Su entrada en vigor tuvo lugar el 20 de mayo de 2004 y el 20 de mayo de 2006 finalizó la fecha límite fijada para su transposición por todos los Estados Miembros.

Muchos han criticado la Directiva de Opas y la han calificado como una norma de mínimos que, en un afán desesperado por ser aprobada, ha tenido que renunciar a gran parte de sus pretensiones iniciales. En este sentido, la Directiva deja al arbitrio de los Estados Miembros la fijación de numerosos aspectos fundamentales en la regulación de las ofertas. Uno de los puntos más polémicos es su artículo 12, que no figuraba en el texto de la propuesta inicial pero fue incluido porque varios Estados lo consideraron esencial para alcanzar el acuerdo.

El artículo 12 arroja serias dudas sobre la posibilidad de alcanzar unas reglas de juego uniformes en materia de opas al permitir que los Estados miembros decidan si las sociedades de sus respectivos territorios deben aplicar o no las reglas de los artículos 9 y 11. Permite, además, con la denominada “regla de reciprocidad”, que los Estados miembros eximan de dichas reglas cuando la oferta sea formulada por una sociedad que no aplica normas equivalentes.

La Directiva también deja en manos de los Estados Miembros otras cuestiones importantes que van en contra de la pretendida armonización perseguida por toda norma comunitaria como son: definición del porcentaje de control a los efectos de la opa obligatoria; determinación del período de referencia –entre 6 y 12 meses- para el cálculo del precio equitativo; relación de circunstancias en las que el precio equitativo podrá modificarse al alza o a la baja y criterios a utilizar en dichas circunstancias; umbrales mínimos tras la opa para el ejercicio de las compras y ventas forzosas; régimen sancionador; excepciones a la obligación de formular una opa; o regulación de la ofertas competidoras.

A pesar de todo, la Directiva de Opas ha permitido fijar unas reglas mínimas comunes que deben ser aplicadas a las ofertas formuladas sobre aquellas compañías con valores cotizados en mercados regulados de los Estados Miembros, con el objetivo fundamental de ofrecer un nivel adecuado de protección a los accionistas.

Además, en la Directiva se establecen los criterios de aplicación de las diferentes normas de los Estados Miembros en las tomas de control de dimensiones transfronterizas y la forma de determinar la autoridad supervisora competente, criterios obligatorios para todos y que serán plenamente adoptados en la regulación española.

2 **Ámbito de aplicación**

La nueva normativa será de aplicación a todas las ofertas públicas de adquisición de valores admitidos a negociación, total o parcialmente, en un mercado secundario oficial español (bolsa) cuya sociedad emisora tenga su domicilio social en España (sociedad cotizada).

Cuando la sociedad emisora de los valores afectados por la oferta tenga su domicilio social en algún Estado Miembro de la Unión Europea diferente de España y no coticen dichos valores en los mercados regulados de ese Estado, corresponderá a la CNMV la autorización de la oferta en los siguientes casos:

- Si las acciones sólo están cotizadas en la bolsa española o la primera admisión a negociación ha sido en una bolsa española.
- Si la admisión a negociación se ha producido simultáneamente en una bolsa española y en otros mercados regulados de la Unión Europea y la sociedad decide el primer día de negociación someterse a la normativa española de opas; y, tratándose de valores admitidos antes del 21/05/06, (i) cuando la CNMV acuerde con las autoridades de los demás mercados la sujeción a normativa española o (ii) a falta de acuerdo, así lo decida la sociedad.

En ambos casos se aplicarán las siguientes normas:

- Regulación española:

- Contraprestación ofrecida.
- Procedimiento de oferta.
- Información sobre la presentación de la oferta.
- Contenido del folleto explicativo.
- Difusión de la oferta.
- Regulación del Estado en el que la sociedad afectada tenga su domicilio social:
 - Derecho de Sociedades.
 - Porcentaje de derechos de voto que confiere el control.
 - Excepciones a la obligación de formular una opa.
 - Condiciones en las que el consejo de administración de la sociedad afectada puede emprender una acción contra la opa.
 - Información que debe facilitarse al personal de la sociedad afectada.

En las operaciones transfronterizas intracomunitarias que no deban ser autorizadas por la CNMV, de acuerdo con lo señalado anteriormente, será válido el folleto de la oferta aprobado por la autoridad competente de otro Estado, pudiéndose exigir únicamente información complementaria sobre los trámites para la aceptación y liquidación de la oferta y el régimen fiscal aplicable. A la vista del desarrollo reglamentario en proyecto, la CNMV podrá requerir un resumen del folleto traducido al castellano.

Las normas españolas referidas también serán aplicables, según el Proyecto de Real Decreto actualmente en tramitación, y corresponderá a la CNMV la autorización de la oferta cuando se trate de acciones cotizadas en la bolsa española de un emisor que tenga su domicilio social en un Estado no perteneciente a la Unión Europea. La CNMV podrá adaptar, cuando sea necesario, el procedimiento, los plazos y los demás requisitos formales.

3 Nuevo modelo de opa

3.1 Oferta obligatoria

3.1.1 Opa a posteriori

Cómo ya se ha avanzado, el sistema tradicional de opa previa e intencional a priori se transforma con la nueva Ley en un régimen de opa a posteriori en el que la obligación de formular una oferta surge al alcanzar el umbral establecido y ésta

puede realizarse después, en el plazo máximo que deberá establecerse reglamentariamente. Además, las opas parciales obligatorias quedan sustituidas por un sistema de opa total. Así el nuevo artículo 6o de la LMV establece:

“ Quedará obligado a formular una oferta pública de adquisición por la totalidad de las acciones u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo quien alcance el control de una sociedad cotizada, ya lo consiga:

- a) Mediante la adquisición de acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, el derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derecho de voto en dicha sociedad;*
- b) Mediante pactos parasociales con otros titulares de valores; o*
- c) Como consecuencia de los demás supuestos de naturaleza análoga que reglamentariamente se establezcan.” .*

Por tanto, la obligación todavía vigente de formular previamente una opa, que puede ser parcial, cuando se pretenden alcanzar determinadas participaciones quedará sustituida por la obligación de formular la opa una vez conseguido el umbral, que veremos seguidamente, pero dirigida a la totalidad de los valores.

Aquí lo relevante es destacar que ya no será preciso analizar la intencionalidad de uno o varios actos sucesivos con el fin de determinar si éstos requieren la formulación de una oferta pública de adquisición. Ahora, bastará con comprobar que se ha alcanzado o superado en un preciso momento el supuesto de hecho que determina la opa obligatoria para que ésta deba ser realizada y, sobre todo, la oferta tendrá que dirigirse a la totalidad de los valores.

3.1.2 Participación de control

La Directiva de Opas dispone que el umbral o porcentaje de derechos de voto que confiere el control de una sociedad debe ser determinado por las normas del Estado Miembro en el que la sociedad tenga su domicilio social.

La normativa española ha optado por establecer el umbral en el 30%, añadiendo como supuesto de control la designación por un accionista de la mayoría de los miembros del consejo de la sociedad aunque su porcentaje de derechos de voto no llegue al 30%. El control en materia de opas queda determinado en el nuevo artículo 6o de la LMV en los siguientes términos:

“ Se entenderá que una persona física o jurídica tiene individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, el control de una sociedad cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por ciento; o bien, cuando haya alcanzado una participación inferior y designe, en los términos que se establezcan reglamentariamente, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad.” .

El reglamento en tramitación concreta lo anterior refiriéndose a la denominada “participación de control” que incluye tanto la que alcance el 30% o más de los derechos de voto de una sociedad cotizada, como aquella participación inferior de cualquier accionista que designe en los 24 meses posteriores a una adquisición un número de consejeros que, unidos a los que ya hubiera designado, representen más de la mitad de los miembros del consejo de la sociedad.

En consecuencia, el umbral del 50% que ahora exige la formulación de una opa por el 100% de los valores se rebaja al 30% de los derechos de voto y salvo lo previsto en el caso de designación de la mayoría del consejo, la obtención de participaciones inferiores al 30% no estará sujeta a opa obligatoria. A cambio, no se podrá alcanzar este umbral u otro superior con una opa parcial dirigida como hasta ahora a un mínimo del 10%.

Una vez alcanzado el 30% y formulada la opa obligatoria, podrá aumentarse libremente la participación finalmente obtenida sin límite temporal ni de cuantía. Quedan suprimidas por tanto las actuales opas obligatorias previstas para el caso de incrementos iguales o superiores al 6% en 12 meses de aquellas participaciones situadas entre el 25% y el 50%.

3.1.3 Régimen especial de aumento de determinadas participaciones

Lo anterior debe entenderse sin perjuicio del régimen especial previsto en la Ley 6/2007 para los aumentos en las participaciones que a la entrada en vigor de dicha Ley se encuentren entre el 30% y el 50%. En estos casos, será exigible la opa obligatoria (i) cuando se aumente la participación en un 5% o más en un periodo de 12 meses, (ii) cuando se alcance un 50% o más de los derechos de voto o (iii) cuando se adquiera una participación adicional y se designe a más de la mitad de los consejeros de la sociedad.

Por lo demás, este régimen especial estará sujeto a los términos, condiciones, excepciones y dispensas establecidos en el nuevo régimen general de las opas obligatorias.

3.1.4 Dispensa de opa obligatoria

La Ley 6/2007 añade otra novedad consistente en que la oferta obligatoria podrá no ser formulada aunque se alcance el 30% siempre que se obtenga una dispensa de la CNMV.

El supuesto que permite otorgar la dispensa está recogido en el nuevo artículo 60 de la LMV de la siguiente forma:

“ La Comisión Nacional del Mercado de Valores dispensará condicionalmente, en los términos que se establezcan reglamentariamente, de la obligación de formular la oferta pública de adquisición establecida en este artículo, cuando otra persona o entidad, directa o indirectamente, tuviera un porcentaje de voto igual o superior al que tenga el obligado a formular la oferta.” .

Si las condiciones que hubieran permitido otorgar la dispensa desaparecen, es decir, cuando la estructura de control de la sociedad resulte alterada respecto de la

situación existente al otorgarla, el accionista dispensado se encontrará ante una situación sobrevenida -equivalente a otras que también contempla el reglamento en tramitación- y, en consecuencia, en el plazo que se establezca tendrá que formular una opa o enajenar el número de valores necesario para reducir el exceso de derechos de voto, no ejerciendo entre tanto los derechos políticos.

3.1.5 Precio equitativo

En correspondencia con lo dispuesto en la Directiva de Opas el concepto de precio equitativo exigible en las opas obligatorias ha sido incluido en el nuevo artículo 60 de la LMV con la siguiente definición:

“ Se entenderá que el precio es equitativo cuando, como mínimo, sea igual al precio más elevado que haya pagado el obligado a formular la oferta o las personas que actúen en concierto con él por los mismos valores durante un periodo de tiempo anterior a la oferta determinado reglamentariamente y en los términos que se establezcan.” .

La Directiva de Opas admite que los Estados Miembros puedan facultar a las autoridades supervisoras para modificar el precio de la oferta así calculado y la nueva Ley española ha incorporado esta posibilidad en los términos previstos en la propia Directiva.

En consecuencia, la CNMV podrá modificar motivadamente el precio equitativo en las circunstancias y según los criterios que deben establecerse reglamentariamente.

Estas circunstancias son, entre otras:

- Que el precio más elevado se haya fijado por acuerdo entre el comprador y el vendedor.
- Que los precios de mercado de los valores en cuestión hayan sido manipulados.
- Que los precios de mercado, en general, o determinados precios, en particular, se hayan visto afectados por acontecimientos excepcionales.
- Que se pretenda favorecer el saneamiento de la sociedad.

En estos casos, la determinación del precio de la oferta podrá basarse, entre otros, en los siguientes criterios:

- Valor medio del mercado en un determinado periodo.
- Valor liquidativo de la sociedad.
- Otros criterios de valoración objetivos generalmente utilizados.

Como hemos visto, las normas sobre precio equitativo se desarrollarán reglamentariamente. Según el Proyecto publicado, se prevé en doce meses el

periodo de referencia que servirá para calcular el precio equitativo, igual al máximo contemplado en la Directiva de Opas.

Otras reglas relevantes previstas en el Proyecto de Real Decreto son:

- En el caso en que la operación previa que determina el precio equitativo proceda de la ejecución de un derecho de opción o derivado, se tendrán en cuenta las primas satisfechas o recibidas.
- Cuando la adquisición previa se haya efectuado a través de un canje o conversión, el precio se calculará aplicando la cotización media ponderada de los valores en la fecha de adquisición.
- Cuando la participación de control se haya alcanzado sin realizar adquisiciones en el periodo de referencia –mediante pactos parasociales, designación de consejeros u otros supuestos-, el precio no podrá ser inferior a la cotización media ponderada de los valores a adquirir durante el trimestre anterior al anuncio de la oferta.

Se observa cómo el reglamento en tramitación incorpora algunas referencias a la cotización de los valores aunque no llega a establecer un doble requisito como es el caso de algunos Estados -Alemania y Portugal, por ejemplo- en los que la regla del precio más alto pagado se completa con un precio mínimo igual a la cotización media de los valores en el periodo anterior al anuncio de la oferta (3 meses en el caso de Alemania y 6 en Portugal).

En cuanto a la modificación del precio equitativo, el Proyecto concreta las circunstancias que pueden suponer una variación a la baja y aquellas en las que la CNMV deberá exigir un precio superior al equitativo.

Así se prevé que, cuando el precio equitativo resulte inferior al rango de cotización de los valores el día de la adquisición determinante, deberá elevarse el precio de la opa hasta el límite inferior, al menos, de dicho rango. Mientras que si el precio más elevado del periodo correspondiera a una adquisición a precio de cotización por un volumen no significativo en términos relativos, podrá rebajarse el precio de la opa hasta el más elevado pagado en las restantes adquisiciones del periodo de referencia.

Se prevé también la posibilidad de realizar correcciones objetivas del precio cuando la cotización de los valores se vea afectada en el periodo de referencia por el pago de un dividendo, una operación societaria o algún acontecimiento extraordinario que permita la corrección. Además, cuando las adquisiciones del periodo incluyan alguna compensación adicional al precio, deberá añadirse el importe de la compensación al precio pagado a efectos de determinar el precio equitativo.

Finalmente, en caso de manipulación de la cotización, la modificación del precio equitativo requerirá que la CNMV haya incoado un procedimiento sancionador por infracción de los dispuesto en el artículo 83.ter de la LMV; y cuando la sociedad afectada se encuentre en serias dificultades financieras de

forma demostrable, el precio de la opa se fijará aplicando los métodos de valoración previstos en las opas de exclusión.

La incorporación de un precio mínimo reglado unido al requisito de que la opa se extienda al 100% de los valores tiene su fundamento en el principio de trato equivalente y de protección a los accionistas ante una toma o cambio de control. El objetivo es doble: que todos los accionistas puedan realizar su inversión si lo desean al mejor precio pagado por el nuevo socio; y asegurar el reparto de la prima de control, en caso de que exista, entre todos ellos.

Con ese mismo objetivo, la Directiva de Opas establece que cuando la contraprestación de la oferta no consista en un canje de valores líquidos cotizados en un mercado regulado, deberá incluirse obligatoriamente como alternativa un precio en efectivo. Este mismo requisito deberá cumplirse cuando el oferente haya adquirido en el periodo de referencia un 5% o más con pago en efectivo.

En cualquier caso, la Directiva admite expresamente la posibilidad de que los Estados Miembros exijan en todas las ofertas obligatorias, al menos como opción, un precio en efectivo. En España, esta decisión dependerá de lo que determine finalmente el nuevo reglamento de opas.

El precio equitativo aparece, por tanto, en la nueva normativa como uno de sus elementos fundamentales y representa para la CNMV una responsabilidad adicional en la supervisión de las ofertas públicas de adquisición, lo que no siempre se convertirá en una tarea sencilla, máxime en los casos que proceda alguna de las modificaciones anteriormente comentadas.

3.1.6 Cómputo de los derechos de voto

A los efectos de determinar cuando una persona alcanza el umbral de opa obligatoria establecido en la Ley, deben fijarse, como hasta ahora, las reglas o criterios de cómputo. Como la nueva norma, siguiendo lo dispuesto en la Directiva de Opas, fija el umbral de opa obligatoria por referencia al porcentaje de derechos de voto alcanzados en la sociedad, éste será el dato a considerar para el cálculo.

En el reglamento en tramitación, coincidiendo con las reglas actualmente aplicables para el cómputo de la participación significativa (artículo 2 del Real Decreto 1197/1991), se atribuyen a una misma persona los porcentajes de voto de todas las personas o entidades que pertenezcan a su mismo grupo³, los porcentajes de voto de los miembros de los órganos de administración de dichas entidades y los que tengan las demás personas que actúen en nombre propio, pero por cuenta o de forma concertada con aquélla.

³ Tal y como éste se define en el artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores. Esto es:

“Se considerarán pertenecientes a un mismo grupo las entidades que constituyan una unidad de decisión porque alguna de ellas ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de las demás, o porque dicho control corresponda a una o varias personas físicas que actúen sistemáticamente en concierto.

Se presumirá que existe en todo caso unidad de decisión cuando concurra alguno de los supuestos contemplados en el número 1 del artículo 42 del Código de Comercio, o cuando al menos la mitad más uno de los Consejeros de la dominada sean Consejeros o altos directivos de la dominante, o de otra dominada por ésta. A efectos de lo previsto en los párrafos anteriores, a los derechos de la dominante se añadirán los que posea a través de otras entidades dominadas o a través de personas que actúen por cuenta de la entidad dominante o de otras dominadas, o aquellos de los que disponga concertadamente con cualquier otra persona.”.

En definitiva, el porcentaje de votos en la sociedad afectada será inferior al 30% cuando la suma de los que tenga el accionista, los que correspondan a las demás personas o entidades de su grupo y los votos de las personas que actúen concertadamente con él, no alcance dicho nivel.

Pero, además, el Proyecto recoge algunas reglas que no están contempladas expresamente en el vigente Real Decreto de Opas. Así se prevé que deberán añadirse a los derechos de voto de una persona en una sociedad cotizada, los siguientes:

- Los derechos de voto que tengan las personas o entidades que hubieran alcanzado un pacto de los señalados en el artículo 112 de la LMV que regule el derecho de voto en la junta general de accionistas.
- Los derechos de voto que esa persona pueda ejercer de manera libre y duradera en virtud de un poder conferido por los titulares de las acciones, en ausencia de instrucciones específicas sobre los mismos.
- Los derechos de voto de una persona interpuesta, entendida como aquélla a quien dicha persona deje total o parcialmente a cubierto de los riesgos inherentes a las adquisiciones o transmisiones o a la posesión de las acciones.
- Los derechos de voto de las personas que hubieran suscrito cualesquiera contratos financieros o permutas que tengan por objeto o subyacente las acciones, cuando tales contratos o permutas cubran total o parcialmente los riesgos inherentes a la titularidad de los valores y, en consecuencia, tengan un efecto similar al de la tenencia de acciones a través de persona interpuesta.

Por tanto, el supuesto de hecho que determina la opa obligatoria no requiere necesariamente la adquisición previa de acciones con derecho de voto, ya que se atribuyen a una misma persona -o lo que es equivalente- se consideran adquiridas o poseídas por ella las acciones con derecho de voto pertenecientes a otros titulares cuando se encuentren en alguna de las situaciones antes descritas.

En cuanto al concepto de acción concertada, por ahora existe una definición en la propia Directiva de Opas que entiende como personas que actúan en concierto “ *las personas físicas o jurídicas que colaboren con el oferente o con la sociedad afectada en virtud de un acuerdo, ya sea expreso o tácito, verbal o escrito, con el fin, de obtener el control de la compañía afectada o bien de impedir el éxito de la oferta*” . Y en la normativa española que desarrolla la Ley del Mercado de Valores, se encuentran dos referencias:

De una parte, según el artículo 2 del Real Decreto 377/1991, sobre comunicación de participaciones significativas, “ *se asimilará a una adquisición de acciones la celebración de acuerdos o convenios con otros accionistas en virtud de los cuales las partes queden obligadas a adoptar, mediante un ejercicio concertado de los derechos de voto de que dispongan, una política común duradera en lo que se refiere a la gestión de la sociedad.*” .

Una previsión similar pero no coincidente en todos sus extremos está contenida en el anexo I de la Circular 1/2004 de la CNMV al indicar que “*Se entiende por*

acción concertada la celebración de acuerdos o convenios con otros accionistas que generen la obligación de comunicar participación significativa de conformidad con el Real Decreto 377/1991, en virtud de los cuales las partes queden obligadas a adoptar, mediante un ejercicio concertado de los derechos de voto de que dispongan, una política común en lo que se refiere a la gestión de la sociedad o que tengan por objeto influir de manera relevante en la misma.” .

Por último, el Proyecto prevé que el porcentaje de derechos de voto sea calculado sobre la base de todas las acciones que los lleven aparejados, incluso si se ha suspendido su ejercicio, excluyendo las acciones que de acuerdo con la información disponible en la fecha de cómputo pertenezcan, directa o indirectamente, a la propia sociedad afectada. Es decir, sobre el número de derechos de voto de la sociedad habrá que descontar los que correspondan a las acciones en autocartera.

Sobre este particular se avanza que el reglamento en tramitación contempla entre los supuestos de control sobrevenido que se tratará más adelante, el procedente de las variaciones en la autocartera. De forma que si algún accionista llega a alcanzar el umbral de opa obligatoria como consecuencia de una variación en la autocartera, no podrá ejercer los derechos políticos que excedan del porcentaje sin formular una opa obligatoria, salvo que dentro de los 3 meses siguientes enajene el número de acciones necesarias para reducir el exceso.

3.1.7 Designación de consejeros

La determinación del número de consejeros designado por un mismo accionista queda recogida en el Proyecto mediante el establecimiento de varias presunciones equivalentes a las contempladas en la vigente normativa.

Se destaca la clarificación del nuevo texto, al especificar que en ningún caso se atribuirá a una persona la designación de aquellos miembros del consejo que tengan la consideración de consejeros independientes de acuerdo con las reglas de gobierno corporativo a las que se refiere el artículo 116 de la LMV.

3.2 Oferta voluntaria

En este nuevo modelo se entiende por opa voluntaria aquélla que sea formulada con carácter previo a la obtención del umbral de opa obligatoria, así como la que no persiga alcanzar dicho umbral.

Tanto la Directiva de Opas como la Ley 6/2007 contemplan la opa voluntaria. Esta última incorpora a la LMV un nuevo artículo 61 específico para las opas voluntarias con el siguiente tenor literal:

“ Las ofertas públicas de adquisición de acciones, o de otros valores que confieran directa o indirectamente derechos de voto en una sociedad cotizada, formuladas de modo voluntario, deberán dirigirse a todos sus titulares, estarán sujetas a las mismas reglas de procedimiento que las ofertas contempladas en este Capítulo y podrán realizarse, en las condiciones que se establezcan

reglamentariamente, por un número de valores inferior al total.

La oferta obligatoria contemplada en el artículo 60 de esta Ley no será exigible cuando el control se haya adquirido tras una oferta voluntaria por la totalidad de los valores, dirigida a todos sus titulares y que haya cumplido con los requisitos recogidos en el presente Capítulo.”

La regulación de este tipo de opa se completa con las previsiones del reglamento en tramitación, que sujeta la posibilidad de formular una oferta voluntaria parcial a que no sea alcanzada una participación de control.

El Proyecto recoge también expresamente la posibilidad de que quienes ya tengan una participación de control puedan realizar una opa voluntaria con el fin de incrementar sus participaciones exceptuando los casos sujetos al régimen especial señalado en el epígrafe 3.1.3 anterior.

En consecuencia, próximamente podremos encontrarnos con varias modalidades de opa voluntaria con el común denominador de que el oferente no haya alcanzado previamente una participación de control que le exija realizar una opa obligatoria.

La opa voluntaria podrá ser total -dirigida al 100% de los valores- o parcial -cuando se limite el número máximo de valores a adquirir-, pero en todo caso se extenderá a la totalidad de sus titulares. Cuando se trate de una opa parcial su resultado estará sujeto, como hasta ahora, a la aplicación de las reglas de prorrateo previstas reglamentariamente.

Pero lo relevante, en el caso de que la opa sea parcial, es que el número máximo de valores a adquirir estará limitado a que el oferente no alcance junto con la que ya posea una participación de control. Si el oferente ya contara con esa participación de control por haber formulado previamente una oferta obligatoria, o cuando la participación ostentada previamente sea igual o superior al 50% de los derechos de voto, la opa parcial se podrá extender a cualquier porcentaje.

De acuerdo con las previsiones del Proyecto de Real Decreto, además de la posibilidad de que la opa voluntaria sea parcial, existirán dos significativas diferencias con la opa obligatoria:

- La opa voluntaria podrá sujetar su eficacia al cumplimiento de determinadas condiciones.

En efecto, el reglamento en tramitación admite que las ofertas voluntarias podrán estar sujetas a ciertas condiciones siempre que su cumplimiento o incumplimiento pueda ser verificado antes del término del plazo de aceptación.

Una de las condiciones típicas, como es el establecimiento de un límite mínimo de aceptaciones para la validez de la oferta, únicamente será posible en la oferta voluntaria. De la misma forma, otras posibles condiciones como la eliminación de limitaciones estatutarias al voto por la junta de accionistas de la sociedad afectada, o la aprobación por la junta de accionistas de la sociedad

oferente de la emisión de acciones a entregar como contraprestación de la oferta, sólo serán admisibles en una oferta voluntaria.

- La opa voluntaria podrá realizarse a precio distinto del equitativo.

No se prevén reglas específicas para la determinación del precio de una oferta voluntaria. Se entiende, por tanto, que si el oferente persigue el éxito de la operación procurará que el precio ofrecido sea atractivo para sus destinatarios.

En todo caso, si el oferente obtuviera un 30% o más de los derechos de voto de la sociedad mediante una oferta voluntaria dirigida a la totalidad de los valores, se encontrará con la obligación de formular otra opa, esta vez obligatoria sujeta, entre otras, a las reglas de precio equitativo, a no ser, tal y como señala el nuevo artículo 61 de la LMV, que la oferta voluntaria hubiera cumplido todos los requisitos de una oferta obligatoria, incluyendo el precio equitativo.

En este sentido y siguiendo una práctica habitual en otros mercados, el reglamento en tramitación establece que dicha oferta obligatoria tampoco será exigible cuando la oferta voluntaria haya sido aceptada por titulares de valores representativos de al menos el 50% de los derechos de voto a los que se hubiere dirigido, excluyendo del cómputo los que ya obraran en poder del oferente, y los que correspondan a accionistas que hubieran alcanzado algún acuerdo con el oferente relativo a la oferta.

El grado de aceptación de la oferta se convierte así en una suerte de árbitro sobre la equidad del precio ofrecido.

Por lo demás, se prevé que las ofertas voluntarias estén sujetas a los mismos requisitos que las ofertas obligatorias en cuanto a su publicidad, documentación, obligaciones de información, plazo de aceptación, modificación de sus términos o condiciones, etc. Las disposiciones relativas a las medidas de neutralización y obligaciones del órgano de administración de la sociedad afectada también serán plenamente aplicables.

Lógicamente, si en el curso de una oferta voluntaria ésta deviniera obligatoria como consecuencia, por ejemplo, de las adquisiciones realizadas al margen de la oferta, el oferente deberá adaptar la oferta en la medida necesaria para dar cumplimiento a las reglas de una oferta obligatoria.

A la vista de las posibilidades que presenta una oferta voluntaria respecto de la obligatoria, podría pensarse que en numerosos casos resultará más interesante aproximarse a la participación de control que exige la opa obligatoria sin alcanzarla, para formular a continuación una opa voluntaria sujeta a determinadas condiciones que pueden ser esenciales desde un punto de vista financiero o estratégico. Sin embargo, cuanto mayor sea el porcentaje previamente alcanzado, menores serán los incentivos de entrada de potenciales competidores y, por tanto, el oferente podría conseguir con mayor facilidad el éxito de la operación mediante una oferta obligatoria.

3.3 Desistimiento de la oferta

En coherencia con lo anterior, el oferente de una oferta voluntaria podrá desistir de ella cuando no se cumplan las condiciones a las que hubiera sujetado su validez y podrá también renunciar a dichas condiciones.

La autorización de una oferta competidora es otro de los supuestos que permiten a un oferente desistir de su oferta precedente. En el nuevo modelo, sin embargo, el desistimiento de una oferta obligatoria sólo será posible en la medida que se mantenga al menos una opa competidora no sujeta a ninguna condición que mejore los términos de aquélla.

Adicionalmente, el reglamento en tramitación prevé que cuando una oferta, ya sea obligatoria o voluntaria, no pueda realizarse o resulte manifiesta su inviabilidad por circunstancias excepcionales ajenas a la voluntad del oferente, el oferente podrá desistir de su realización.

Consideramos que la diferenciación tan importante entre las ofertas voluntarias y obligatorias en materia de desistimiento y cese de los efectos de la oferta tiene su lógica. Cuando una opa es obligatoria el oferente se habrá situado, previa y conscientemente, en una posición de control y, en consecuencia, no tendría sentido dejar a su propio arbitrio el establecimiento de condiciones que podrían no cumplirse dejando la oferta sin efecto cuando ya se ha alcanzado la participación de control. La opción de establecer otro modelo con opas obligatorias condicionadas en el que, ante el fracaso de la opa, pudiera exigirse al oferente la reventa de los valores adquiridos previamente, presenta mayores inconvenientes que ventajas por el impacto que tales operaciones -de ida y vuelta- podrían tener en el mercado.

3.4 Defensas frente a las opas

3.4.1 Medidas defensivas ex-post. La regla de pasividad

En lo relativo a las actuaciones del consejo de administración de la sociedad afectada por la opa, la Ley 6/2007 transpone el régimen previsto en la Directiva de Opas, incorporando un nuevo artículo 60.bis a la LMV.

Por tanto, España, a diferencia de otros Estados como Alemania, no ha hecho uso de la facultad contenida en la Directiva que permite a los Estados miembros no exigir a las sociedades cotizadas la aplicación de la conocida regla de pasividad.

En el artículo 60.bis de la LMV se establece que los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada o de las sociedades de su grupo deberán obtener la autorización previa de la junta general de accionistas antes de emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas. También se concreta que el acuerdo deberá adoptarse con los requisitos previstos en el artículo 103 de la Ley de Sociedades Anónimas. Y como excepción al régimen general de esta Ley, la referida junta general podrá ser convocada con una antelación de 15 días (en lugar de un mes).

La aplicación de la regla de pasividad no es nueva en España. El artículo 14 del vigente Real Decreto de opas limita la actuación del consejo de administración de la sociedad objeto de una oferta impidiéndole llevar a cabo cualesquiera operaciones que no sean propias de la actividad ordinaria de la sociedad o que tengan por objeto principal perturbar el desarrollo de la oferta.

Lo anterior parece totalmente lógico y coherente con la idea de que las empresas cotizadas pertenecen a sus accionistas y, por tanto, son ellos los únicos que en principio tienen legitimidad para valorar una oferta y a partir de ahí decidir si es o no adecuada, facultando a los administradores de la sociedad para que éstos ejecuten las medidas aprobadas con objeto de evitar que la oferta alcance sus objetivos.

Esta misma idea inspira la disposición incluida en la Directiva y en nuestra propia Ley al establecer que la junta general de accionistas deberá refrendar cualquier decisión acordada antes del anuncio de la oferta, y aún no aplicada, que no se inscriba en el curso normal de las actividades de la sociedad y cuya ejecución pueda frustrar el éxito de la oferta.

Cómo se ha dicho, la nueva normativa confirma expresamente una práctica habitual, la búsqueda por el consejo de administración de otras ofertas sin necesidad de autorización de la junta de accionistas de la sociedad.

Por su parte, el Proyecto de Real Decreto extiende el deber de pasividad a cualquier órgano delegado o apoderado del consejo de administración y a quienes pudieran actuar concertadamente, y relaciona las siguientes actuaciones que quedan limitadas a su autorización previa y expresa por la junta de accionistas:

- Emisiones de valores que puedan impedir al oferente obtener el control de la sociedad afectada.
- Operaciones sobre los valores afectados por la oferta, incluyendo los actos dirigidos a fomentar la compra de dichos valores.
- Enajenación, gravamen o arrendamiento de inmuebles u otros activos sociales, cuando tales operaciones puedan impedir el éxito de la oferta.
- Reparto de dividendos o remuneración de cualquier otra forma a los accionistas salvo que con carácter previo hubieran sido aprobados los correspondientes acuerdos por el órgano social competente y hechos públicos.

Todo lo anterior debe entenderse sin perjuicio de la posible aplicación de la regla de reciprocidad a la que nos referiremos en el apartado 3.4.3.

3.4.2 Medidas defensivas ex-ante. La regla de neutralización

A diferencia de la regla de pasividad, la nueva normativa ha hecho uso de la opción dada en la Directiva de Opas a los Estados Miembros, no exigiendo a las sociedades cotizadas la aplicación de las medidas de neutralización de los denominados “blindajes” ante una opa.

Otros Estados como Alemania, Francia y Reino Unido, por ejemplo, han seguido la misma práctica.

El régimen de las medidas de neutralización contenido en el nuevo artículo 60.ter de la LMV es opcional y, en virtud del mismo, las sociedades podrán decidir que se apliquen o no las siguientes:

- La ineficacia, durante el plazo de aceptación de la oferta, de las restricciones a la transmisibilidad de valores previstas en los pactos parasociales.
- La ineficacia, en la junta general de accionistas que decida sobre las posibles medidas de defensa propuestas por el consejo de administración, de las restricciones al derecho de voto previstas en los estatutos de la sociedad afectada y en los pactos parasociales.
- La ineficacia de las restricciones señaladas anteriormente cuando, tras una oferta pública de adquisición, el oferente haya alcanzado un porcentaje igual o superior al 75% del capital que confiera derechos de voto.

La decisión de aplicar estas medidas de neutralización deberá adoptarse por la junta general de accionistas de la sociedad con el quórum y mayoría previstos en el artículo 103 de la Ley de Sociedades Anónimas y comunicarse a la CNMV y a los demás supervisores de los mercados regulados de los Estados Miembros en los que las acciones estén admitidas a negociación o se haya solicitado la admisión. La CNMV deberá hacer públicas estas comunicaciones en los términos y plazo que se fijen reglamentariamente. De momento, el Proyecto en tramitación prevé que las referidas juntas de accionistas se celebren en el plazo máximo de seis meses desde la entrada en vigor del nuevo Real Decreto.

Cuando una sociedad decida aplicar las medidas de neutralización deberá prever una compensación adecuada por la pérdida sufrida por los titulares de los derechos afectados. Así lo exige la propia Directiva de Opas y sobre este particular el reglamento en tramitación añade que esta compensación deberá incluirse en los estatutos sociales.

No obstante lo anterior, el nuevo artículo 60.ter de la LMV señala expresamente que la junta general de accionistas de la sociedad podrá revocar en cualquier momento la decisión de aplicar las medidas de neutralización con las mismas reglas de mayoría que la decisión previa. Además, podrá aplicarse la regla de reciprocidad que se explica a continuación.

3.4.3 La regla de reciprocidad

Como ya se había avanzado en la introducción, algunas de las previsiones de la Directiva de Opas forman parte de la solución de compromiso alcanzada para lograr su aprobación. Entre ellas se encuentra la regla de reciprocidad que permite a los Estados Miembros eximir a las sociedades de la aplicación de las reglas de pasividad y neutralización cuando sean objeto de una opa formulada por una sociedad que no aplica las mismas disposiciones o equivalentes.

Tanto el nuevo artículo 60.bis de la LMV, relativo a las obligaciones de los

órganos de administración y dirección de la sociedad afectada, como el 60.º artículo dedicado a las medidas de neutralización opcionales, incorporan la regla de reciprocidad, con una diferencia: en ambos casos las sociedades objeto de una opa pueden dejar de aplicar las normas relativas a las reglas de pasividad y de neutralización ante un oferente que no aplica iguales normas o equivalentes; sin embargo, para dejar de aplicar la regla de pasividad se exige, además, que el oferente no tenga su domicilio social en España.

Asimismo, la aplicación de la regla de reciprocidad requiere en ambos casos que haya sido autorizada por la junta general de accionistas conforme a lo previsto en el artículo 103 de la Ley de Sociedades Anónimas celebrada, como máximo, 18 meses antes de que la opa se haya hecho pública.

Consideramos que la incorporación de esta regla puede acabar reduciendo, al menos implícitamente, el número de potenciales oferentes. Debe tenerse en cuenta que buena parte de las sociedades oferentes son compañías no cotizadas o incluso puede tratarse de personas físicas que no están sujetas a las referidas reglas, por lo que normalmente no las tendrán adoptadas, produciéndose una discriminación entre éstas y las sociedades cotizadas. A su vez, entre las sociedades cotizadas en los mercados regulados de la Unión Europea habrá compañías que no apliquen las reglas porque sus respectivos Estados Miembros hayan optado por no exigirlos, o habrá cotizadas de otros Estados en las que sencillamente no existen reglas equivalentes. En la medida en que las sociedades afectadas por las opas dejen de aplicar las reglas de pasividad y neutralización en tales casos, las propias reglas quedarían finalmente restringidas a las opas formuladas entre sociedades cotizadas sujetas voluntaria u obligatoriamente a las mismas.

Añadiremos, por último, que la sujeción o no de un oferente a las reglas de pasividad y neutralización debería resultar indiferente para la sociedad afectada, al menos teóricamente, a no ser que ella misma tuviera interés en formular una oferta sobre dicho oferente.

En todo caso, el requisito de que la aplicación de esta regla sea autorizada por la junta general de la sociedad garantiza que prevalezca el interés de la mayoría de los accionistas sobre otros posibles objetivos que pudieran perseguirse.

3.5 Compraventas forzadas

Una de las principales novedades de la nueva normativa española relativa al mercado de valores es la figura de la venta y compra forzadas, conocidas como *squeeze out* y *sell out*, respectivamente.

Su incorporación en la Directiva se hizo en atención a una de las enmiendas del Parlamento Europeo a la propuesta que fue rechazada en julio de 2001 y perseguía armonizar unos mecanismos, que si bien estaban presentes en diferentes países de la Unión Europea, eran bastante heterogéneos en cuanto a los requisitos para su aplicación.

La venta forzosa consiste en el derecho del oferente, después de haber realizado

una oferta pública de adquisición por la totalidad de los valores, a exigir a los restantes titulares la venta de sus valores a un precio justo. En sentido opuesto, la compra forzosa consiste en el derecho que tiene cualquiera de dichos titulares a exigir al oferente la compra de sus valores a ese mismo precio.

En particular, la Ley 6/2007 incluye un nuevo artículo 60. quáter a la LMV con el siguiente contenido en su apartado 1:

“ Cuando, a resultas de una oferta pública de adquisición por la totalidad de los valores, en los términos de los artículos 60 y 61 de esta Ley, el oferente posea valores que representen al menos el 90 por ciento del capital que confiere derechos de voto y la oferta haya sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 90% de los derechos de voto, distintos de los que ya obraran en poder del oferente:

- a) El oferente podrá exigir a los restantes titulares de valores que le vendan dichos valores a un precio equitativo,*
- b) Los titulares de valores de la sociedad afectada podrán exigir del oferente la compra de sus valores a un precio equitativo.” .*

Por tanto, es necesario que haya una opa por el 100%, que podrá ser obligatoria o voluntaria, y que, además, se cumpla una doble condición. No basta con que el oferente alcance el 90% de los derechos de voto, sino que la oferta debe recibir un nivel de aceptación mínimo del 90% de los valores a los que se dirige.

Esta doble condición hace que los requisitos para el ejercicio del derecho de compra y venta forzosa sean superiores a los establecidos en la normativa de otros Estados Miembros que han optado en su mayoría, dentro de las alternativas que ofrece la Directiva de Opas, por establecer una única condición referida al porcentaje alcanzado por el oferente.

En particular, Alemania, Francia, Grecia u Holanda han optado por la condición relativa al porcentaje de capital de la sociedad afectada titularidad del oferente tras la oferta, fijando el umbral en el 90%, mientras que Austria, Irlanda y Suecia lo han fijado en el 95%.

No obstante, Portugal y Reino Unido tienen el mismo sistema que España, si bien en el caso de Reino Unido se diferencia entre venta y compra forzosas, pudiendo ejercer los accionistas el derecho de compra forzosa cuando el oferente alcanza el 90% o más con independencia del nivel de aceptación de la opa.

Aparte de dar mayor protección al accionista minoritario, la ventaja del sistema establecido en España es que permite determinar el precio para el ejercicio del derecho de venta y compra forzosas automáticamente, al coincidir con el precio de la oferta. Y esto es así porque, de acuerdo con las disposiciones de la propia Directiva de Opas, el cumplimiento de ese doble umbral permite presumir que la contraprestación de una oferta voluntaria es justa y, por tanto, el precio para ejercer los derechos de venta y compra forzosas será igual al precio de la oferta. Tratándose de una opa obligatoria, su contraprestación se considerará justa en cualquier caso.

Pero al mismo tiempo, la doble condición dificultará la posibilidad de ejercer los derechos de compra y venta forzosa puesto que el cumplimiento de uno de los umbrales solo asegura el otro cuando el oferente no posea previamente ningún valor de la sociedad afectada. Cuanto mayor sea la participación del oferente previa a la oferta, más difícil será alcanzar el umbral mínimo para el ejercicio de los derechos de compra y venta forzosa, ya que una aceptación del 90% de los valores comprendidos en la opa -descontando los previamente poseídos- equivale a una participación final del oferente superior al 90% del capital.

Así, por ejemplo, si un accionista alcanzara un 50% del capital, tendrá que formular una opa obligatoria por el 50% restante. Para el ejercicio de los derechos de venta y compra forzosa, la opa tendrá que recibir una aceptación del 90% de los valores comprendidos en la misma, equivalente al 45% del capital, y, en consecuencia, la participación del oferente alcanzará el 95%. Si el oferente sólo tuviera después de la opa el 90%, las aceptaciones habrían alcanzado el 80% de los valores comprendidos en la oferta, porcentaje inferior al umbral mínimo del 90% exigido.

Por otra parte, el reglamento en tramitación que debe desarrollar los demás extremos necesarios para regular esta nueva figura prevé que cuando la contraprestación de la oferta hubiera consistido, total o parcialmente, en canje de valores, el precio para el ejercicio de estos derechos deberá establecerse en efectivo, al menos como alternativa, y, a tal efecto, se aplicará a la ecuación de canje de la oferta la cotización media ponderada de los valores ofrecidos en canje correspondiente a la fecha de entrega de dichos valores.

Esta última cuestión está íntimamente relacionada con la decisión que finalmente se adopte respecto a la exigencia o no en las opas obligatorias de canje de un precio alternativo en efectivo equivalente financieramente, como mínimo, al canje ofrecido. En caso afirmativo, el precio en efectivo de los derechos de venta y compra forzosa debería coincidir con el que haya sido fijado en la oferta, que se calculará aplicando a la ecuación de canje, la cotización media del trimestre anterior al anuncio inicial de la oferta. El accionista tendrá que valorar, en función de sus expectativas y a la vista de la evolución de la cotización de los valores, qué alternativa prefiere, canje de valores o precio en efectivo. Si se tratara de una oferta voluntaria de canje, aunque no se exigirá en la propia opa un precio alternativo en efectivo, éste sí será necesario para los derechos de venta y compra forzosa y su fijación debería seguir el mismo criterio.

El plazo máximo para el ejercicio de estos derechos, de acuerdo con la Directiva de Opas, es de tres meses a partir de la finalización de la oferta. Entendemos que un periodo más amplio podría invalidar la equidad del precio de la opa al verse afectado por el propio paso del tiempo o por circunstancias que pueden afectar al negocio de la sociedad afectada o a los mercados financieros.

La formulación de una oferta será más atractiva para el oferente si cuenta con este derecho de venta forzosa, que le permitirá obtener el 100% de los valores y, con ello, la exclusión bursátil de dichos valores. La ausencia de accionistas minoritarios permitirá reducir los costes asociados al derecho de información del accionista y los de infraestructura. También puede conseguirse un mayor grado de integración en el grupo oferente, una mayor eficiencia en la política de transferencia de recursos entre las sociedades y un mejor aprovechamiento de las sinergias.

Los accionistas de la sociedad afectada se beneficiarán de la introducción de esta figura en la medida que el oferente, en su afán de alcanzar el umbral que le permite ejercer el derecho de venta forzosa, podría estar dispuesto a ofrecer un precio más atractivo al que pagaría en ausencia de ese derecho.

La aplicación simultánea del mecanismo de compra forzosa brinda a los accionistas que hayan hecho depender su decisión del nivel de aceptaciones alcanzado por la oferta, una oportunidad adicional de realizar su inversión cuando, a la vista del resultado final, vean reducida la liquidez de sus acciones.

La posibilidad de que el derecho de compra forzosa, como mecanismo opuesto al derecho de venta forzosa, acabe afectando al nivel de aceptación de la oferta y, en consecuencia, al éxito de la operación, se reduce a un problema de acción colectiva: si muchos accionistas dejaran de aceptar la oferta, esperando el momento de hacer uso de su derecho de compra forzosa, aumentarán las probabilidades de que finalmente la oferta no alcance el nivel mínimo necesario para el ejercicio de ese derecho. Al final, el éxito de la operación estará determinado básicamente por las condiciones de la oferta y particularmente por su precio, extremos que, además de adaptarse a los mínimos exigibles en la normativa, deberá valorar adecuadamente el oferente en función de la finalidad perseguida.

Para concluir, nos atrevemos a afirmar que esta nueva figura de la compra y venta forzosa, reiteradamente demandada por numerosas empresas españolas, se convertirá en uno de los elementos de mayor atracción en las ofertas públicas de adquisición tramitadas a partir de la entrada en vigor de la nueva ley. Y, sin duda, será objeto de un amplio debate público.

3.6 Incumplimientos y régimen sancionador

Quien incumpla la obligación de formular una oferta pública de adquisición no podrá ejercer los derechos políticos derivados de los valores de la sociedad cotizada cuyo ejercicio le corresponda por cualquier título, sin perjuicio de las sanciones previstas en la Ley del Mercado de Valores.

Esta previsión se encontraba en el antiguo artículo 6o de la LMV y sigue estando en el nuevo, que añade: *“A los efectos de este apartado se entenderá que incumple la obligación de formular una oferta pública de adquisición quien no la presente, la presente fuera del plazo máximo establecido o con irregularidades esenciales.”*

El plazo máximo para presentar la oferta obligatoria debe fijarse reglamentariamente. De la misma forma, se establecerá el plazo máximo para la presentación de una oferta voluntaria que hubiera sido anunciada previamente.

La diferencia notable, según se desprende del nuevo artículo 6o de la LMV, es que el incumplimiento en una oferta voluntaria, por falta de presentación después de haber sido anunciada o por presentación fuera del plazo máximo que se determine reglamentariamente, no lleva aparejada la prohibición de ejercer los derechos políticos que pudiera tener la persona incumplidora.

En cuanto al levantamiento de los derechos políticos suspendidos por el incumplimiento, el reglamento en tramitación, como el vigente, prevé que sólo se podrá recuperar tales derechos mediante la formulación de una opa sobre la totalidad de los valores de la sociedad en la que el precio se fije con arreglo a lo dispuesto en las opas de exclusión o también mediante la obtención del consentimiento unánime del resto de los titulares de los valores manifestado individualmente.

En el nuevo reglamento se indica que la mera reventa de los valores alcanzados con infracción del deber de formular una opa no impedirá la aplicación de las sanciones correspondientes ni permitirá ejercer los derechos políticos de los valores poseídos que no hubieran sido enajenados.

De este modo, ante una oferta obligatoria presentada más allá del plazo máximo previsto, la recuperación de los derechos políticos de la participación total alcanzada mediante la formulación de la opa, exigirá una revisión del precio inicialmente propuesto (el precio equitativo), de manera que se de cumplimiento a lo dispuesto en las opas de exclusión.

Como veremos más adelante, el precio de una opa de exclusión no podrá ser inferior al mayor entre el precio equitativo y el que resulte de los métodos aplicables a la propia opa de exclusión. En caso de incumplimiento por presentación de la opa fuera del plazo máximo legal, el Proyecto de Real Decreto prevé que el precio así calculado sea incrementado con los intereses devengados sobre el precio equitativo al tipo de interés legal del dinero hasta la fecha en que se formule finalmente la oferta.

Por el contrario, en una opa voluntaria el incumplimiento por presentación más allá del plazo máximo establecido reglamentariamente no lleva aparejada la suspensión de los derechos políticos y, por tanto, al margen de la sanción que pueda corresponder por el incumplimiento, la opa finalmente formulada fuera de plazo podrá mantener sus condiciones iniciales.

En materia de régimen sancionador la nueva redacción del artículo 99.r), dada por la Ley 6/2007, señala que constituye una infracción muy grave el incumplimiento de las obligaciones establecidas en los artículos 60 (opa obligatoria) y 61 (opas voluntarias) de la LMV y en la normativa de desarrollo de dichos artículos, y se refiere, entre otros, al incumplimiento de la obligación de presentar una opa; su presentación fuera del plazo máximo establecido o con irregularidades esenciales que impidan a la CNMV tenerla por presentada o autorizarla; o la realización de la oferta pública sin la debida autorización.

En consecuencia, una vez anunciada la decisión de presentar una oferta voluntaria, su falta de presentación, o su presentación fuera del plazo máximo que se establezca reglamentariamente, estará sujeta al régimen sancionador, igual que una oferta obligatoria.

Sin embargo, como ya hemos indicado (salvo que el nuevo apartado 3 del artículo 60 de la LMV pudiera considerarse aplicable a todo tipo de ofertas), la persona incumplidora en caso de oferta voluntaria podrá ejercer los derechos políticos de los valores poseídos. Del mismo modo que podrá ejercerlos quien presente una

nueva oferta antes de transcurrido el periodo máximo de prohibición reglamentaria previsto, cuando la oferta voluntaria previa hubiera quedado sin efecto por obtener un resultado negativo.

Además de lo anterior, la Ley 6/2007 tipifica como infracciones muy graves las siguientes:

- Falta de publicación o remisión a la CNMV de información y documentación preceptiva por presentación de una opa, en el transcurso de la misma o una vez finalizada, cuando la información o documentación afectada sea relevante, o la cuantía de la oferta o el número de inversores afectados sea significativo.
- Publicación o suministro de información o documentación relativas a una opa con omisión de datos o inclusión de inexactitudes, falsedades o datos que induzcan a engaño, cuando la información o documentación afectada sea relevante, o la cuantía de la oferta o el número de inversores afectados sea significativo.
- Incumplimiento por los órganos de administración y dirección de las obligaciones establecidas en el artículo 6o.bis de la LMV y en su desarrollo reglamentario.
- Incumplimiento de las obligaciones establecidas en los artículos 34 (Exclusión de negociación) y 6o.ter (Medidas de neutralización opcionales) de la LMV y en su desarrollo reglamentario.

4 Otros temas pendientes de desarrollo reglamentario

En este apartado se destacan los principales aspectos que merecen una atención especial y cuya regulación definitiva dependerá del texto del nuevo Real Decreto que finalmente sea aprobado.

4.1 Tomas de control indirectas o sobrevenidas

Otra forma de alcanzar el umbral de opa obligatoria es a través de las denominadas tomas de control indirectas o sobrevenidas. Esta figura, contemplada en la normativa todavía vigente, constituye actualmente el único supuesto en el que la opa puede formularse una vez alcanzada la participación.

Con la nueva regulación las posibilidades de dar cumplimiento a la obligación establecida mediante una opa parcial desaparecen. La oferta deberá dirigirse en todos los casos al 100% de los valores afectados y el umbral mínimo y único que desencadena la obligación, como en las demás opas obligatorias, es el 30%.

Nos estamos refiriendo a las siguientes operaciones a través de las cuales un

accionista puede alcanzar, de forma indirecta o sobrevenida, un 30% o más de los derechos de voto en una sociedad cotizada:

- Fusión o toma de control de otra sociedad que tenga una participación en el capital de una tercera sociedad cotizada.
- Reducción del capital de una sociedad cotizada.
- Suscripción o conversión de valores o instrumentos que den derecho a la adquisición de acciones de una sociedad cotizada.
- Aseguramiento de una emisión de acciones de una sociedad cotizada.
- Variaciones en la autocartera de la sociedad cotizada.

En todos los casos, se admitirán dos posibilidades, siempre dentro de los tres meses (en la normativa vigente son seis meses) siguientes a la fecha en la que sobrevenga la participación de control: (i) formular una opa por el 100% o (ii) enajenar el número de valores necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre el 30% y, entre tanto, no ejercer los derechos políticos que excedan del porcentaje.

Debemos profundizar un poco más en alguna de las operaciones referidas. En primer lugar, se plantea aquí la necesidad de clarificar el concepto de control porque en la Ley del Mercado de Valores se encontraran a partir de ahora dos normas diferentes, la contenida en su artículo 4 y la del nuevo artículo 6o.

Ante una toma de control por parte de una primera sociedad "A" sobre una sociedad "B" que cuenta con un 30% o más de los votos en una tercera sociedad cotizada "C", supuesto que determina como hemos visto una toma de control sobrevenida de "A" sobre "C", hay que distinguir varias situaciones.

La cuestión a despejar es cuándo se considera que "A" ha tomado el control de "B". El resultado final dependerá de que la sociedad "B" tenga o no su domicilio social en España y que se trate o no de una sociedad cotizada en la bolsa española.

Siendo "B" una sociedad cotizada, "A" tendrá que formular primero una opa obligatoria sobre "B" con la que podrá alcanzar diferentes posiciones:

- (i) Si, como resultado de la opa, "A" alcanza, por ejemplo, un 90% en "B", "A" se encontrará con una toma de control sobrevenida en la sociedad "C" y tendrá que formular otra opa sobre "C" o reducir el exceso;
- (ii) Si, como resultado de la opa, "A" alcanza menos del 50% de "B" y además no designa a la mayoría de los consejeros, podría considerarse que "A" no tiene el control efectivo de "B" y, por tanto, no se produciría una toma de control sobrevenida de "A" en la sociedad "C".

Además, "B" podría ser una sociedad no cotizada en ningún mercado y, entonces, "A" podrá tomar el control de "B" sin formular una opa.

La cuestión vuelve a ser en qué supuesto se entiende que “A” ha tomado el control de “B” y, en consecuencia, también el control sobrevenido de la sociedad cotizada “C”. La solución dependerá del Derecho que resulte aplicable en el Estado donde “B” tenga su domicilio social. Tratándose de una sociedad española tendremos el concepto de control señalado en el artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores que seguramente también debería aplicarse al supuesto (ii) señalado antes.

En segundo lugar, se observa cómo algunos supuestos en los que una persona o entidad puede alcanzar, de forma sobrevenida, un 30% o más de los derechos de voto de una sociedad cotizada, podrían entenderse como no expresamente recogidos en la nueva normativa.

Así, no parece estar cubierto el caso de un accionista que en la fecha de entrada en vigor de la Ley 6/2007 tuviera, por ejemplo, el 40% de los derechos de voto en una sociedad cotizada “A” y el 30% en otra sociedad cotizada “B” y, como consecuencia de la fusión de ambas mediante la absorción de “B” por “A”, pasara a alcanzar un 49% de los derechos de voto en la sociedad cotizada “A”, incrementando de esta forma su participación en más de un 5%.

En cuanto a las operaciones de conversión de valores en acciones y la suscripción de valores con derecho a la adquisición de acciones, podemos diferenciar dos supuestos:

- Que el titular alcance el umbral de opa obligatoria por conversión de un número de valores equivalente al 30% de los derechos de voto teóricos (para una suscripción de la emisión completa con conversión de todos los valores emitidos). Este caso puede recibir un tratamiento equivalente al de una opa obligatoria por adquisición de acciones. Del mismo modo, debería tratarse la obtención del umbral a consecuencia del ejercicio de los derechos de suscripción de acciones adquiridos previamente.
- Que el titular alcance el umbral de opa obligatoria por conversión de un número de valores equivalente a menos del 30% de los derechos de voto teóricos pero, como consecuencia de la suscripción incompleta de la emisión, o a la vista de la cifra de capital resultante tras las emisiones destinadas a atender la conversión de los valores, ese porcentaje represente un 30% o más de los derechos de voto totales. En este caso, el accionista se encontrará ante una participación sobrevenida que debe recibir el tratamiento propio de una toma de control indirecta o sobrevenida.

Para finalizar este apartado, nos referiremos al precio de las opas por tomas de control indirectas o sobrevenidas. El Proyecto mantiene, como hasta ahora, que en estos casos deben aplicarse las reglas de valoración establecidas para las opas de exclusión. Por tanto, los criterios de precio serán más estrictos que en las demás opas obligatorias formuladas a precio equitativo. Sin embargo, teniendo en cuenta el nuevo modelo, donde todas las opas obligatorias pueden formularse “a posteriori”, no se entiende la justificación de esta penalización.

4.2 Limitación de la actuación del oferente

Hemos visto como en el nuevo modelo de opas convivirá la oferta obligatoria con la voluntaria, en este último caso, parcial o total, pero sobretodo desaparecerá el sistema de opa obligatoria intencional. Como consecuencia de ello, las posibilidades y limitaciones de la actuación del oferente antes, durante y después de la opa deben adaptarse a los nuevos tiempos. Por ello, el Proyecto de Real Decreto desarrolla ampliamente esta materia.

Como primera novedad, se regula la información que el oferente puede difundir sobre la oferta limitándola, en el período que media entre el anuncio de la oferta y su presentación, a la que el propio oferente haya incluido en este primer anuncio.

Tanto en ese periodo como en los posteriores viene siendo una práctica ya generalizada, al menos en las grandes operaciones, la presentación de la oferta a los analistas, su difusión en los mercados de valores, comunicados de prensa, etc., por ello el oferente deberá cuidar los datos e informaciones que suministre y, en su caso, utilizar el conducto habitual de comunicación de informaciones relevantes a través de la página web de la CNMV.

Una de las nuevas limitaciones que pesará sobre el oferente en caso de una opa obligatoria consiste en la suspensión temporal de los derechos políticos que hubiera alcanzado hasta que la oferta sea autorizada. También se prevé que, hasta ese momento, el oferente no podrá designar a ningún miembro de los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada.

Esta limitación tiene por finalidad impedir que el oferente pueda interferir en las decisiones de la sociedad afectada a través de la participación de control ya alcanzada e incurrir en posibles conflictos de interés, mientras se encuentra pendiente la presentación y autorización de la oferta obligatoria que le permitirá ejercer plenamente su posición en la empresa.

Por otra parte, el Proyecto de Real Decreto habilita expresamente al oferente para adquirir valores de la afectada al margen de la oferta e indica, asimismo, las consecuencias y limitaciones de esta actuación.

Lógicamente, en una oferta voluntaria presentada con condiciones y que, en consecuencia, puede llegar a quedar sin efecto, la adquisición por el oferente de valores afectados al margen de la opa exige que se eliminen todas las condiciones, y si se tratara de una opa parcial, ésta deberá extenderse a la totalidad de los valores.

Igualmente, si la oferta voluntaria deviniera obligatoria como consecuencia de estas adquisiciones quedará sujeta a las reglas de las ofertas obligatorias, y el oferente deberá adaptarla en la medida necesaria.

De la misma forma, la adquisición por el oferente de valores afectados por la opa con pago en efectivo mientras que la contraprestación de la propia oferta consiste en un canje de valores -en caso de que finalmente se admita esta posibilidad que actualmente está prohibida expresamente-, debería ir acompañada de la obligación de incorporar un precio en efectivo en la opa igual al más alto pagado

al margen de la misma y, si fuera necesario, de una modificación de la ecuación de canje para hacerla equivalente en términos financieros a dicho precio.

Adicionalmente, por coherencia con el objetivo primario de la opa, que es la adquisición de valores, en el Proyecto de Real Decreto se prohíbe al oferente la transmisión de valores afectados por la oferta hasta su liquidación. Y también se le prohíbe la transmisión de los valores que pudieran ofrecerse en contraprestación, operativa que podría incidir en la ecuación de canje al igual, como hemos visto, que ésta podría quedar afectada por la adquisición de valores objeto de la oferta.

Por último, pero no por ello menos importante, la adquisición por el oferente de valores a precio superior al de la oferta determinará como hasta ahora la elevación automática del precio de la opa.

Con el fin de dar la máxima transparencia a estas operaciones, y a la propia oferta, el oferente estará obligado a comunicarlas detalladamente al mercado a través de la CNMV y, en caso de que dichas operaciones provoquen una modificación de la oferta, deberá aportarse el correspondiente suplemento al folleto registrado.

El límite temporal para la realización por el oferente de adquisiciones al margen de la oferta debería establecerse dentro del plazo de aceptación de la oferta. Por ejemplo, sería coherente hacer compatible este límite con el plazo máximo previsto reglamentariamente (cinco días anteriores al término del plazo de aceptación) para la presentación de mejoras de la oferta. Lo anterior debe entenderse sin perjuicio de las limitaciones especiales que puedan resultar procedentes en el régimen de ofertas competidoras que luego veremos.

En definitiva, de un lado se persigue interferir lo menos posible en el proceso dando libertad al oferente para que vaya conformando su participación de la manera más eficiente posible pero, al mismo tiempo, los destinatarios de la oferta deben tener a su alcance antes del cierre del plazo de aceptación las informaciones necesarias para tomar la decisión sobre la opa que más les convenga.

En cuanto a las limitaciones del oferente en caso de que la oferta quede sin efecto, consideramos que la prohibición vigente de presentar una nueva oferta hasta que transcurran los seis meses siguientes a la publicación del resultado negativo de la oferta, ni adquirir valores en cuantía que determine su formulación obligatoria, debería hacerse extensiva a los restantes supuestos en los que cabe el cese de los efectos de la oferta o su desistimiento. Esto es, en caso de resultado negativo por no alcanzar el límite mínimo de aceptación establecido para su eficacia o por no haberse cumplido otro tipo de condiciones fijadas por el oferente y en los casos de desistimiento o retirada de la oferta previstos reglamentariamente. No se aprecia diferencia sustancial entre estos supuestos que permita justificar la aplicación de reglas diferentes.

Además, por coherencia nuevamente con la propia oferta y con el fin de preservar la integridad del mercado y la seriedad de todos sus participantes, podría aclararse otra prohibición aplicable en otros mercados. Consiste en que el oferente no debería adquirir valores de la sociedad afectada en condiciones más favorables que las de la oferta que quedó sin efecto, al menos mientras existan competidoras en

curso. Lo contrario podría entenderse como una práctica perturbadora de las ofertas en marcha que terminará perjudicando al propio mercado, a sus participantes y a los destinatarios de las ofertas.

4.3 Opas competidoras

Uno de los temas más controvertidos y que viene suscitando mayor atención en el mercado de valores es el relativo a las ofertas competidoras. Entre las materias a establecer reglamentariamente, contempladas en la Ley 6/2007, se encuentra el régimen de las ofertas competidoras.

El Proyecto de Real Decreto desarrolla en un capítulo específico las reglas que presidirán las ofertas competidoras que se formulen en nuestro mercado e incorpora las siguientes modificaciones respecto del régimen todavía vigente:

- Se mantiene el sistema de últimas mejoras de todas las ofertas en el conocido sistema de “sobre cerrado”, pero se incorpora la posibilidad de que antes de llegado ese momento todas las ofertas competidoras, incluyendo la opa inicial, puedan ser mejoradas, a condición de que no se esté tramitando todavía alguna oferta o se haya anunciado la presentación de una nueva. Lógicamente, si, llegada la fecha establecida reglamentariamente de presentación de las últimas mejoras, únicamente quedara una oferta en curso, esta podrá ser mejorada de acuerdo con el régimen general que permite la modificación de la oferta hasta unos días antes de la finalización del plazo de aceptación, sin que ello suponga la apertura de nuevos plazos para la presentación de otras ofertas.
- Cualquier oferente podrá concertarse con terceros, siempre que éstos no participen a su vez en otras ofertas, modificando la estructura de su oferta con el fin de mejorarla.
- El oferente de la opa inicial tendrá ventaja sobre los demás al poder presentar una última mejora de su oferta en función de las condiciones finales de las demás ofertas y de la suya propia tras la apertura de los “sobres cerrados”. Para beneficiarse de esta ventaja, el precio de su oferta no podrá ser inferior en más de un 2% al de la mejor oferta y tendrá que elevar este último en un 1% como mínimo o, en caso de opas parciales, extender su oferta a un número de valores superior al menos en un 5% respecto de la mejor de las competidoras.

Adicionalmente, el primer oferente podrá pactar con la sociedad afectada el cobro de una comisión, conocida como break-up fee, en concepto de gastos de reparación de la oferta para el caso de que ésta no prospere por la presentación de otras ofertas competidoras.

- Las ofertas voluntarias podrán condicionar su eficacia a la aceptación por cualquier porcentaje de valores y a cualquier otra condición permitida reglamentariamente, con independencia de cuáles sean las condiciones de las ofertas precedentes.

- Las declaraciones de aceptación de las ofertas competidoras podrán ser múltiples. El accionista simplemente tendrá que indicar el orden de preferencia entre las distintas ofertas. Al tiempo, las aceptaciones serán revocables en todo momento anterior al último día del plazo de aceptación de las ofertas. Esta última posibilidad se prevé incorporar en cualquier oferta, tenga o no competidoras.

Por último, como en las demás ofertas, los oferentes en régimen de competidoras podrán adquirir acciones de la sociedad afectada al margen de la oferta. Los límites temporales de esta actuación deberán ser coherentes con los previstos para la modificación de las ofertas y la presentación de las últimas mejoras. Esto es así en la medida que la adquisición de acciones al margen de la oferta por un precio superior exige la modificación de la propia oferta y esta última (i) deberá respetar las condiciones señaladas anteriormente -que no exista otra oferta en tramitación o se haya anunciado la presentación de una nueva oferta competidora- y, (ii) que no haya llegado la fecha final de presentación de las últimas mejoras en “sobre cerrado”.

Por tanto, si una oferta voluntaria competidora deviniera obligatoria a consecuencia de las adquisiciones realizadas por el oferente al margen de la opa y esta actuación exigiera mejorar las condiciones de la oferta, extendiéndola a la totalidad de los valores o elevando su precio, deberán respetarse los plazos señalados anteriormente. En definitiva, el oferente de una oferta voluntaria no podrá ponerse en situación de oferta obligatoria mientras exista una opa en tramitación, se haya anunciado la presentación de una nueva oferta o después del momento de presentación de las últimas mejoras de todas las ofertas en sobre cerrado.

Sin embargo, si se tratara de un nuevo oferente, el Proyecto en tramitación contempla expresamente la posibilidad de que un tercero alcance una participación de control que le exige la presentación de una oferta obligatoria en cualquier momento del proceso de ofertas competidoras, aunque haya transcurrido el plazo máximo para la presentación de competidoras o se haya producido ya la apertura de los “sobres cerrados” con las últimas mejoras.

En esos casos, el oferente estará obligado a presentar una oferta competidora en el plazo máximo de 5 días, cumpliendo tanto las reglas de la oferta obligatoria como las reglas de ofertas competidoras y, en materia de plazos, la CNMV deberá proceder a ampliarlos en la medida necesaria y reabrir el proceso de presentación de las últimas mejoras de todas las ofertas si ya se hubiera producido.

De esta forma se pretende que el oferente pueda cumplir con las obligaciones derivadas del carácter obligatorio de la oferta y, a su vez, garantizar la debida protección de los accionistas, permitiendo que concurra como una oferta más en régimen de competidora.

No obstante, la posibilidad de que se produzca la referida circunstancia cuando las ofertas precedentes hayan entrado en fase de liquidación provocaría una grave distorsión del régimen de las ofertas públicas de adquisición y, por tanto, debería prohibirse expresamente, a no ser que se considere factible la posibilidad de retrotraer

las labores de liquidación ya iniciadas, reabriendo nuevamente todo el proceso.

Del mismo modo, consideramos que el anuncio de cualquier oferta, voluntaria u obligatoria, al margen de los procedimientos regulados en la normativa, o condicionada a que fracasen las otras ofertas que pudieran estar en marcha, incorpora tal grado de incertidumbre e inseguridad en el mercado de valores que debería ser rechazado plenamente y sometido al más estricto régimen sancionador.

Por último, creemos que el plazo para la presentación de las ofertas competidoras podría ser ampliado por ejemplo a los 30 días siguientes al de publicación de la autorización de la oferta inicial, ajustándose en la medida necesaria a los nuevos plazos mínimos de aceptación que, según el texto en tramitación, podrán ser inferiores a un mes. En este caso, es decir, cuando el plazo de aceptación de la oferta inicial hubiera sido fijado por el oferente en menos de 30 días, las competidoras deberían presentarse unos días antes de la finalización de dicho plazo de aceptación.

4.4 Obligaciones de información

La Directiva de Opas prevé unas obligaciones de información superiores a las recogidas en nuestra actual normativa, lo que ha dado lugar a que dichas exigencias sean recogidas en el Proyecto de Real Decreto.

La Directiva hace especial hincapié en la información que deber suministrarse a los trabajadores de la sociedad afectada e incluso a los de la sociedad oferente.

El vigente Real Decreto 1197/1991 sólo se refiere a los trabajadores cuando indica que el informe del órgano de administración de la sociedad afectada sobre la opa debe ser remitido, con carácter previo a su publicación, a la representación de trabajadores de la sociedad.

Según lo previsto en el Proyecto de Real Decreto, las obligaciones de información a los trabajadores surgen en el mismo momento del anuncio de la opa, que deberá ser comunicada por el oferente y la sociedad afectada a los representantes de sus respectivos trabajadores. Estas obligaciones continúan una vez autorizada la oferta, de forma que el folleto, y su documentación complementaria, debe ser remitido por el oferente y la sociedad afectada a sus trabajadores.

La nueva norma proyectada también prevé que la sociedad oferente debe informar en el folleto de la opa sobre sus intenciones en relación con la localización de los centros de trabajo, el mantenimiento de los puestos de trabajo del personal y directivos, y cualquier cambio importante en las condiciones de trabajo de la sociedad afectada para un horizonte temporal de 12 meses. Además, la sociedad oferente deberá suministrar estas mismas informaciones referidas a ella misma cuando prevea que la oferta pudiera afectarle.

Por último, al igual que en la normativa actual, el Proyecto de Real Decreto prevé la remisión del informe del consejo de administración de la sociedad afectada a sus trabajadores. La novedad es que dicho informe deberá contener las repercusiones de la oferta y los planes estratégicos de la sociedad oferente sobre, entre otros aspectos, el empleo y la localización de los centros de actividad de la

sociedad afectada. Cuando los trabajadores de la sociedad no estén de acuerdo con dichas repercusiones podrán elaborar su propio dictamen, que deberá adjuntarse al informe del órgano de administración.

También es importante destacar que, bajo la nueva regulación, las informaciones a incluir por la sociedad oferente en el folleto de la oferta son mayores. Destacamos las siguientes:

- Acuerdos adoptados por la sociedad oferente y afectada relativos a la aplicación de medidas de neutralización o equivalentes y compensaciones previstas por cada una de ellas.
- Relación de operaciones realizadas por la sociedad oferente sobre valores de la sociedad afectada, con posterioridad al anuncio de la oferta, indicando para cada operación, su tipo, fecha y precio o contraprestación.
- Justificación de la contraprestación y el método de valoración utilizado para determinar el precio equitativo cuando proceda.
- Planes estratégicos e intenciones sobre las actividades futuras de la sociedad afectada para un horizonte temporal mínimo de 12 meses.
- Posibles efectos que la operación tenga, en su caso, en la sociedad oferente.
- Intención de aplicar o no el derecho de venta forzosa, y formalidades que deben cumplir los titulares de valores para solicitar la compra forzosa.

El Proyecto de Real Decreto introduce, por otra parte, la figura del suplemento al folleto en el que se incorporarán las informaciones o los datos adicionales que sean relevantes y surjan una vez registrado el folleto.

En la nueva normativa de opas también se prevén otras obligaciones de información para la sociedad oferente, que incluyen la comunicación mediante hecho relevante de las adquisiciones de valores de la sociedad afectada realizadas por el oferente al margen de la oferta, con indicación del precio pagado, así como la comunicación a la CNMV, tras la finalización de la oferta, del cumplimiento o no de las condiciones para las compraventas forzosas.

Todas estas nuevas obligaciones de información, junto con las que ya están previstas en el Reglamento actual, persiguen el cumplimiento de uno de los principios generales de la Directiva: los destinatarios de la oferta deben disponer de información suficiente para poder adoptar una decisión sobre la opa con pleno conocimiento de causa.

5 Opa de exclusión

La Ley 6/2007 da nueva redacción al artículo 34 de la LMV, relativo a la exclusión de negociación, sometiendo la decisión de un emisor de excluir sus acciones de los mercados secundarios oficiales a la formulación de una oferta pública de adquisición.

Como viene ocurriendo hasta ahora, la CNMV podrá dispensar de la obligación de formular una opa de exclusión cuando se asegure la protección de los legítimos intereses de los titulares de los valores afectados por la exclusión, mediante otro procedimiento equivalente.

La principal novedad añadida en el nuevo artículo 34 es la incorporación de la obligación de que los administradores de la sociedad emitan un informe que deberá ponerse a disposición de los accionistas al tiempo de la convocatoria de la junta general que adoptará los acuerdos de exclusión, los relativos a la oferta y al precio ofrecido. En este informe los administradores tendrán que justificar detalladamente la propuesta y el precio.

El Proyecto de Real Decreto desarrolla esta materia como ya lo hace el actual artículo 7 del Real Decreto 1197/1991, concretando algunos aspectos que siendo práctica habitual en este tipo de operaciones.

Particularmente se señala expresamente que la oferta de exclusión podrá ser formulada por la propia sociedad emisora de los valores a excluir o por otra persona o entidad que cuente con la aprobación de la junta general de accionistas de la sociedad afectada.

El informe de los administradores justificativo del precio de la oferta deberá basarse en los siguientes métodos de valoración que vienen aplicándose en las opas de exclusión formuladas hasta la fecha:

- Valor teórico contable.
- Valor liquidativo. Se concreta que no será preciso el cálculo de este método cuando en el informe se haga constar que los valores resultantes serían significativamente inferiores a los obtenidos por los demás métodos.
- Cotización media ponderada de las acciones durante un periodo anterior al anuncio de la propuesta de exclusión.
- Precio de una opa formulada un año antes del anuncio de la propuesta de exclusión.
- Otros métodos de valoración aplicables como el descuento de flujos de caja o los múltiplos de compañías y transacciones comparables.

El precio de la opa de exclusión no podrá ser inferior al mayor que resulte entre el precio equitativo y el que resulte de los métodos anteriores en función de sus respectiva relevancia.

Lo anterior no implica que el precio de la opa de exclusión deba igualar necesariamente al máximo obtenido por dichos métodos. Se trata de que los administradores a través de un experto independiente o directamente, si fuera el caso, extraigan un rango razonable de valor de la sociedad, justificando la adecuación de los métodos que aplicados al caso concreto, y añadiendo el análisis de sensibilidad que pudiera resultar procedente.

Para finalizar el tratamiento de la opa de exclusión debemos mencionar nuevamente los mecanismos de venta y compra forzosas por el impacto que tendrán en materia de exclusión. Como ya hemos mencionado, y así lo contempla el Proyecto en tramitación, una vez realizada la operación de venta forzosa que contempla la nueva normativa, los valores afectados quedarán excluidos de cotización en bolsa.

Por tanto, la nueva figura, ahorrará tiempo y trámites para la exclusión de negociación preservando al tiempo la protección de los accionistas ya que serán ellos con su aceptación los que permitan que la oferta alcance el umbral mínimo exigible para el ejercicio de los derechos de venta y compra forzosas, proclamando implícitamente la bondad del precio.

6 Consideraciones finales

La transposición al Derecho español de la Directiva de Opas ha dado lugar a una profunda transformación en el régimen español de las ofertas públicas de adquisición.

Esta transformación debería ayudar a conseguir un funcionamiento eficiente del mercado de control societario, al tiempo que contribuirá a la estabilidad e integridad del mercado de valores y permitirá la participación de todos los accionistas ante un cambio de control.

No obstante todavía debemos esperar la versión final del nuevo Real Decreto de Opas que completará la reforma. Las complicaciones que pueden surgir de la aplicación de una Ley por el hecho de ser nueva y la trascendencia de muchos de los aspectos que dependen del desarrollo reglamentario, aconsejan que el Real Decreto sea estrenado sin demora. Sus reglas resultarán esenciales para el desarrollo de las opas que a buen seguro se plantearán en el último trimestre del ejercicio.

Los oferentes y el mercado en su conjunto requieren respuestas sobre algunas cuestiones esenciales: ¿En qué plazo máximo podrán formalizarse las ofertas? ¿Cuál será el periodo y las demás reglas concretas aplicables para determinar el precio equitativo y la contraprestación de la opa? ¿Qué limitaciones tendrá el oferente durante el proceso? ¿Cuál será el régimen finalmente aplicable a las ofertas competidoras?

Confiamos en que el conjunto de reglas y procedimientos previstos en el Real Decreto en tramitación ofrecerá las respuestas necesarias y adecuadas al nuevo modelo español de las opas, y esperamos también que su aprobación sea posible al tiempo de la entrada en vigor de las nuevas normas.

V Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

millones de euros	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ²
IMPORTES EFECTIVOS³	21.735,6	2.960,5	5.021,7	2.335,8	1.472,6	941,4	803,9	9.771,2
Ampliaciones de capital	18.748,0	2.803,4	2.562,9	756,0	1.188,4	497,5	696,1	8.971,8
De ellas, mediante OPS	1.101,9	0	644,9	487,3	0	99,7	0	0
Tramo nacional	537,9	0	613,6	456,0	0	99,7	0	0
Tramo internacional	564,0	0	31,3	31,3	0	0,0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.987,6	157,1	2.458,8	1.579,8	284,2	443,9	107,8	799,4
Tramo nacional	1.664,4	54,7	2.167,5	1.364,3	208,5	443,9	107,8	799,4
Tramo internacional	1.323,2	102,5	291,3	215,6	75,7	0	0	0
NÚMERO DE EXPEDIENTES³	42	27	30	13	7	7	7	8
Ampliaciones de capital	37	25	23	10	4	6	6	6
De ellas, mediante OPS	4	0	10	6	1	2	0	2
De ellas, liberadas	15	6	0	0	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	7	2	15	7	4	3	1	3
NÚMERO DE EMISORES⁴	37	24	23	12	6	6	7	8
Ampliaciones de capital	31	23	18	9	4	5	6	6
De ellas, mediante OPS	3	0	6	5	1	1	0	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	6	1	10	7	3	2	1	3

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

2 Datos disponibles: mayo 2007.

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

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

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

CUADRO 1.2

Millones de euros	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ¹
OFERTAS PUBLICAS DE SUSCRIPCION	1.101,9	0	644,9	487,3	0	99,7	0	0
Mercado nacional	536,4	0	613,6	456,0	0	99,7	0	0
Suscriptores minoristas	348,1	0	0	0,0	0	0	0	0
Suscriptores institucionales	188,3	0	613,6	456,0	0	99,7	0	0
Mercado internacional	564,0	0	31,3	31,3	0	0	0	0
Empleados	1,5	0	0	0	0	0	0	0
Otros	0	0	0	0	0	0	0	0
OFERTAS PUBLICAS DE VENTA	2.987,6	157,1	2.458,8	1.579,8	284,2	443,9	107,8	799,4
Mercado nacional	1.657,9	54,7	2.164,4	1.362,7	208,5	442,4	107,8	791,6
Suscriptores minoristas	657,4	27,3	398,7	253,9	31,8	81,7	16,2	244,9
Suscriptores institucionales	1.000,5	27,3	1.765,7	1.108,8	176,7	360,7	91,7	546,7
Mercado internacional	1.323,2	102,5	291,3	215,6	75,7	0	0	0
Empleados	6,5	0	3,1	1,6	0	1,5	0	7,8
Otros	0	0	0	0	0	0	0	0

1 Datos disponibles: mayo 2007.

Admisión a bolsa. Expedientes registrados en la CNMV

CUADRO 1.3

Millones de euros	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ¹
IMPORTES NOMINALES								
Con folleto de emisión	1.909,6	498,0	963,4	259,6	620,0	53,5	69,1	3,8
Ampliaciones de capital	1.699,3	494,0	575,9	176,2	340,9	28,4	69,1	2,1
De las cuales OPS	45,4	0	145,3	145,2	0	0,1	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	210,3	4,0	387,5	83,4	279,1	25,1	0	1,6
Sin folleto de emisión	564,6	167,3	564,7	213,0	185,9	118,6	316,5	815,7
NÚMERO DE EXPEDIENTES								
Con folleto de emisión	36	26	18	7	5	4	5	2
Ampliaciones de capital	34	25	13	5	3	3	5	1
De las cuales OPS	2	0	5	4	0	1	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	1	9	5	2	2	0	1
Sin folleto de emisión	16	27	61	14	17	20	17	9

1 Datos disponibles: mayo 2007.

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.4

	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ²
Mercado continuo (MC). Total ³	128	126	135	131	133	135	135	133
Sin Nuevo mercado	115	115	124	120	122	124	124	123
Nuevo mercado	13	11	11	11	11	11	11	10
Empresas extranjeras	6	5	6	5	6	6	6	6
Segundo Mercado	17	14	12	14	14	12	12	11
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	12	10	9	10	10	9	9	8
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	3	2	1	2	2	1	1	1
Corros ex SICAV	53	47	38	42	40	38	34	34
Madrid	28	22	16	19	17	16	15	15
Barcelona	31	28	24	24	24	24	21	21
Bilbao	15	14	10	12	11	10	9	9
Valencia	21	18	13	16	16	13	11	11
Corros SICAV	3.086	3.111	744	3.015	2.642	744	81	25
MAB	-	-	2.405	86	497	2.405	3.096	3.162
Latibex	30	32	34	33	34	34	34	34

1 Datos a final de período.

2 Datos disponibles: mayo 2007.

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

Capitalización¹

CUADRO 1.5

Millones de euros	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ²
Mercado continuo (MC). Total ³	525.695,1	616.684,7	813.764,7	673.851,3	735.680,9	813.764,7	885.715,3	924.648,3
Sin Nuevo mercado	511.770,8	607.062,8	800.144,5	663.180,9	724.521,4	800.144,5	870.815,3	913.212,7
Nuevo mercado	13.924,3	9.621,9	13.620,2	10.670,3	11.159,5	13.620,2	14.900,0	11.435,6
Empresas extranjeras	54.734,6	64.312,7	105.600,9	66.388,0	96.456,9	105.600,9	137.859,2	148.670,6
Ibex 35	344.240,2	407.797,4	502.828,0	438.870,8	464.171,3	502.828,0	533.589,0	551.704,0
Segundo Mercado	292,5	307,4	392,7	447,3	828,7	392,7	713,3	525,8
Madrid	11,0	9,2	18,9	15,8	14,6	18,9	32,6	36,8
Barcelona	184,1	154,4	184,2	271,8	649,3	184,2	404,2	150,2
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	97,3	143,8	189,6	159,7	164,8	189,6	276,4	338,8
Corros ex SICAV	5.311,3	6.142,5	7.905,3	6.778,8	7.184,5	7.905,3	8.989,9	9.543,2
Madrid	2.411,2	2.754,4	2.698,1	2.910,7	3.119,7	2.698,1	3.159,6	3.888,0
Barcelona	2.517,2	3.129,2	4.966,3	3.614,0	3.817,6	4.966,3	5.333,9	5.647,9
Bilbao	317,1	405,9	59,5	381,7	28,8	59,5	56,2	38,2
Valencia	1.556,7	836,1	741,9	706,8	699,8	741,9	767,6	732,5
Corros SICAV	28.972,7	33.997,6	9.514,9	32.544,5	30.466,0	9.514,9	2.168,0	1.315,4
MAB	-	-	29.864,4	1.040,0	5.460,6	29.864,4	38.711,9	40.863,9
Latibex	124.754,8	222.384,1	271.641,8	228.834,9	233.979,4	271.641,8	278.554,2	294.072,3

1 Datos a final de período.

2 Datos disponibles: mayo 2007.

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

Contratación efectiva

CUADRO 1.6

Millones de euros	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ¹
Mercado continuo (MC). Total ²	636.527,4	847.663,7	1.144.562,9	261.343,7	263.333,6	349.801,5	414.929,6	259.300,3
Sin Nuevo mercado	618.574,3	817.834,7	1.118.546,1	255.857,2	257.271,8	341.252,0	399.828,6	254.835,9
Nuevo mercado	17.953,1	29.829,0	26.016,8	5.486,5	6.061,8	8.549,6	10.872,5	3.624,1
Empresas extranjeras	6.165,7	15.115,1	11.550,3	2.446,7	3.664,0	2.378,8	4.228,5	840,3
Segundo Mercado	21,3	25,9	49,3	11,1	11,4	18,6	121,9	18,7
Madrid	4,7	1,8	7,2	1,0	3,5	1,8	4,7	1,7
Barcelona	16,1	22,9	41,6	9,9	7,8	16,5	116,6	16,7
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,6	1,3	0,5	0,2	0,1	0,2	0,6	0,2
Corros ex SICAV	423,9	860,6	736,3	60,6	107,6	267,2	316,4	122,6
Madrid	122,6	187,8	257,6	35,6	45,8	75,9	66,6	36,5
Barcelona	293,3	667,0	297,8	21,2	58,8	174,3	239,2	84,3
Bilbao	1,7	1,1	159,2	1,8	1,4	0,5	0,0	0,0
Valencia	6,2	4,6	21,8	1,9	1,7	16,5	10,6	1,8
Corros SICAV	4.770,0	5.037,9	4.581,9	1.146,4	866,6	1.090,9	257,6	34,0
MAB	-	-	1.814,2	16,9	92,8	1.704,5	1.770,9	1.106,9
Latibex	366,4	556,7	723,3	200,5	160,2	158,0	217,0	155,2

1 Datos disponibles: mayo 2007.

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

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación ¹

CUADRO 1.7

Millones de euros	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ²
En sesión	599.874,2	798.934,5	1.080.117,5	247.945,4	238.809,8	331.649,8	401.231,1	255.017,7
Ordenes	353.532,0	488.416,3	658.839,2	153.077,2	138.709,9	203.310,4	255.425,4	154.093,1
Aplicaciones	71.360,1	82.403,1	105.910,7	24.232,9	21.955,4	32.102,3	39.297,4	26.468,0
Bloques	174.982,0	228.115,1	315.367,7	70.635,3	78.144,5	96.237,1	106.508,3	74.456,5
Fuera de hora	26.037,3	27.863,0	11.651,6	512,6	2.587,5	6.847,5	3.644,2	1.675,3
Autorizadas	1.367,2	4.773,4	4.052,0	559,9	169,3	2.975,6	1.455,1	1.633,4
Op. LMV art. 36.1	826,0	1,3	6.439,7	0,0	6.439,7	0,0	0,0	0,0
Opa	1.698,8	6.682,8	18.094,6	29,7	11.960,2	3.922,5	4.158,7	50,0
OPV	3.057,2	226,3	3.264,0	1.584,6	1.102,5	576,8	0,0	124,0
Toma de razón	278,5	2.298,9	10.347,9	8.337,3	586,1	215,0	2.280,0	261,7
Ejercicio de opciones	3.388,3	5.268,0	8.279,8	1.754,7	1.274,8	3.073,3	1.608,2	197,8
Operaciones de cobertura	-	1.615,4	2.315,7	619,5	403,8	541,1	552,3	340,4

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2 Datos disponibles: mayo 2007.

Operaciones de crédito

CUADRO 1.8

Millones de euros	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ¹
CONTRATACIÓN								
Préstamo de valores ²	306.056,7	393.964,1	550.850,4	147.751,3	116.996,8	162.875,2	196.697,8	157.226,6
Crédito de valores para su venta ³	139,2	152,2	379,9	106,6	96,7	94,2	129,3	84,1
Crédito para compra de valores ³	401,8	465,0	511,9	106,3	105,7	152,3	146,1	72,1
SALDO VIVO								
Préstamo de valores ²	54.518,5	66.737,5	62.058,2	60.024,0	52.604,7	62.058,2	75.199,6	92.160,8
Crédito de valores para su venta ³	18,2	28,5	73,6	88,1	74,2	73,6	103,8	102,6
Crédito para compra de valores ³	46,7	52,3	70,1	48,4	60,9	70,1	74,5	62,9

1 Datos disponibles: mayo 2007.

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

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

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas¹ en la CNMV

CUADRO 1.9

	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ²
NÚMERO DE EMISORES	157	155	159	61	48	69	60	38
Cédulas hipotecarias	9	9	11	4	5	6	6	3
Cedulas territoriales	2	2	5	1	2	3	2	0
Bonos y obligaciones no convertibles	50	49	46	23	20	18	21	14
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	2	4	1	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	48	53	61	15	11	28	13	12
Programas de pagarés	58	68	68	22	13	20	28	11
De titulación	3	3	3	2	1	0	0	1
Resto de pagarés	55	65	65	20	12	20	28	10
Otras emisiones de renta fija	4	1	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	12	6	9	1	2	6	2	0
NÚMERO DE EMISIONES	257	264	335	85	66	98	88	49
Cédulas hipotecarias	17	21	37	8	11	7	8	9
Cedulas territoriales	2	3	6	1	2	3	2	0
Bonos y obligaciones no convertibles	95	93	115	30	27	26	31	16
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3	4	1	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	48	54	82	23	11	34	17	13
Programas de pagarés	62	81	83	22	13	20	28	11
De titulación	3	3	3	2	1	0	0	1
Resto de pagarés	59	78	80	20	12	20	28	10
Otras emisiones de renta fija	5	1	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	26	7	11	1	2	8	2	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	329.962,3	414.253,9	523.131,4	120.852,7	121.497,2	146.023,2	173.448,3	102.349,4
Cédulas hipotecarias	19.074,0	35.560,0	44.250,0	7.070,0	10.950,0	5.030,0	8.400,0	7.195,5
Cedulas territoriales	1.600,0	1.775,0	5.150,0	150,0	1.800,0	3.200,0	1.450,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	38.093,6	41.907,1	46.687,5	14.246,1	9.980,0	8.272,0	9.982,0	6.057,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	97,4	162,8	68,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	50.524,8	69.044,3	91.607,7	22.645,8	9.772,4	39.766,4	39.392,2	18.363,0
Tramo nacional	38.099,5	63.908,3	85.099,9	21.696,6	9.772,4	34.207,8	39.392,2	18.363,0
Tramo internacional	12.425,3	5.136,0	6.507,8	949,2	0,0	5.558,6	0,0	0,0
Pagarés de empresa ³	214.602,8	264.359,5	334.457,0	76.710,8	88.897,9	88.970,8	114.144,1	70.733,9
De titulación	3.723,6	2.767,5	1.992,7	179,0	802,3	137,0	156,0	86,0
Resto de pagarés	210.879,2	261.592,0	332.464,3	76.531,8	88.095,6	88.833,8	113.988,1	70.647,9
Otras emisiones de renta fija	428,1	89,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	5.541,5	1.356,0	911,0	30,0	97,0	784,0	80,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	8.871,2	11.078,5	27.361,5	3.961,7	4.725,8	13.157,2	14.481,7	871,7
Emisiones aseguradas	97.791,9	94.368,0	92.213,5	22.634,1	9.772,4	40.066,4	39.392,2	18.363,0

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

2 Datos disponibles: mayo 2007.

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

Admisión al mercado AIAF

CUADRO 1.10

	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ¹
Total	353.772,2	425.137,4	507.525,3	121.163,7	126.312,2	135.910,4	175.621,7	103.297,3
Pagarés	211.984,5	263.728,9	332.328,4	74.889,3	89.005,7	88.120,0	115.256,1	71.099,3
Bonos y obligaciones	63.878,7	56.771,5	45.155,4	13.213,4	11.980,0	6.454,0	10.673,6	6.235,0
Cédulas hipotecarias	20.550,0	31.600,0	43.720,0	6.870,0	10.100,0	6.500,0	9.550,0	4.995,5
Cédulas territoriales	2.300,0	1.775,0	2.650,0	150,0	300,0	2.200,0	2.950,0	1.000,0
Bonos de titulación	50.884,7	67.480,5	83.042,5	26.040,9	14.806,6	32.127,5	36.830,0	19.967,5
Participaciones preferentes	4.174,3	3.781,5	629,0	0,0	120,0	509,0	362,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: mayo 2007.

AIAF. Emisores, emisiones y saldo vivo

CUADRO 1.11

	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ¹
NÚMERO DE EMISORES	324	384	438	402	416	438	448	456
Pagarés	63	66	69	65	69	69	68	67
Bonos y obligaciones	76	82	80	88	91	80	93	93
Cédulas hipotecarias	10	12	14	14	14	14	15	15
Cédulas territoriales	3	3	5	3	4	5	7	7
Bonos de titulización	163	211	257	226	236	257	268	277
Participaciones preferentes	33	42	46	42	42	46	49	49
Bonos matador	20	20	20	20	20	20	18	17
NÚMERO DE EMISIONES	2.459	2.836	3.681	3.362	3.507	3.681	3.985	4.147
Pagarés	1.593	1.724	2.242	2.138	2.199	2.242	2.451	2.556
Bonos y obligaciones	271	329	398	364	385	398	423	431
Cédulas hipotecarias	41	54	83	67	77	83	90	97
Cédulas territoriales	5	8	11	9	10	11	14	15
Bonos de titulización	468	631	856	696	746	856	916	959
Participaciones preferentes	47	58	65	58	60	65	69	69
Bonos matador	34	32	26	30	30	26	22	20
SALDO VIVO² (millones de euros)	307.428,8	448.679,3	588.942,3	513.817,5	548.592,0	588.942,3	645.466,6	673.903,2
Pagarés	45.176,7	57.719,4	70.778,6	60.110,4	67.489,2	70.778,6	77.054,5	82.893,0
Bonos y obligaciones	68.044,8	103.250,7	131.107,8	121.429,5	128.308,6	131.107,8	138.282,1	139.292,6
Cédulas hipotecarias	57.324,5	90.550,0	129.710,0	114.110,0	124.210,0	129.710,0	139.260,0	144.255,5
Cédulas territoriales	5.800,0	7.575,0	9.525,0	7.725,0	8.025,0	9.525,0	12.475,0	13.475,0
Bonos de titulización	109.862,5	164.810,0	222.866,1	185.878,7	195.875,4	222.866,1	253.378,5	269.151,0
Participaciones preferentes	18.705,1	22.486,6	23.115,6	22.486,6	22.606,6	23.115,6	23.417,6	23.417,6
Bonos matador	2.515,1	2.287,6	1.839,2	2.077,2	2.077,2	1.839,2	1.598,8	1.418,5

1 Datos disponibles: mayo 2007.

2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ¹
POR TIPO DE ACTIVO. Total	572.030,0	877.812,1	910.493,9	216.705,3	214.330,4	270.334,3	286.751,4	172.697,0
Pagarés	291.902,6	408.185,0	489.069,5	104.543,9	139.298,9	140.827,7	153.727,0	94.335,0
Bonos y obligaciones	51.263,3	86.585,7	82.421,1	25.043,4	17.962,7	19.567,1	27.225,5	14.759,4
Cédulas hipotecarias	46.014,4	60.060,9	70.113,5	12.326,1	15.466,1	21.803,3	21.073,3	10.962,9
Cédulas territoriales	3.356,9	2.740,1	3.659,1	335,1	618,0	2.588,9	1.216,9	230,6
Bonos de titulización	171.724,6	313.778,5	257.628,9	72.344,6	39.549,6	83.470,8	81.543,8	51.340,1
Participaciones preferentes	4.139,4	4.046,2	4.647,8	1.018,1	952,2	1.512,0	1.409,7	718,5
Bonos matador	3.628,8	2.415,7	2.954,1	1.094,2	482,8	564,7	555,2	350,6
POR TIPO DE OPERACIÓN. Total	572.030,0	877.812,0	910.493,9	216.705,3	214.330,4	270.334,3	286.751,4	172.697,0
Simple	242.333,0	322.819,0	386.368,8	93.496,4	84.178,3	118.623,9	114.776,5	62.804,7
Repo	197.778,0	284.520,0	330.839,9	72.340,1	91.538,6	98.597,3	120.468,5	78.668,7
Simultánea	131.919,0	270.473,0	193.285,1	50.868,8	38.613,5	53.113,1	51.506,4	31.223,6

1 Datos disponibles: mayo 2007.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.13

Importes nominales en millones de euros	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ¹
Total	430.127,3	591.837,2	702.608,8	162.265,7	171.695,1	213.205,3	231.894,9	138.901,1
Sociedades no financieras	176.479,7	218.139,5	260.108,1	53.542,0	74.115,1	78.073,8	88.151,6	69.435,5
Instituciones financieras	138.401,6	218.381,1	247.876,4	58.287,2	63.569,6	68.679,6	68.858,1	44.909,6
Entidades de crédito	43.446,8	71.118,9	83.999,1	23.187,9	19.304,5	26.313,7	20.027,7	15.058,7
IIC, seguros y fondos de pensiones	90.163,8	138.580,4	145.911,5	31.090,9	40.199,8	37.714,5	40.317,3	25.363,4
Otras entidades financieras	4.790,9	8.681,8	17.965,8	4.008,4	4.065,2	4.651,4	8.513,2	4.487,5
Administraciones públicas	1.695,9	5.629,4	7.058,9	2.070,3	1.311,1	2.317,3	2.514,1	1.358,8
Hogares e ISFLSH ²	16.100,1	14.433,3	23.675,9	6.017,3	4.445,8	7.080,9	16.311,1	3.071,1
Resto del mundo	97.450,1	135.253,9	163.889,4	42.348,9	28.253,5	57.053,7	56.060,0	20.126,0

1 Datos disponibles: mayo 2007.

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

Admisión a bolsa. Expedientes registrados en la CNMV

CUADRO 1.14

	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ¹
IMPORTES NOMINALES (millones de euros)	113,3	1.234,6	68,1	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	50,0	1.140,0	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	63,3	94,6	68,1	0	0	0	0	0
Otros	0	0	0	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EXPEDIENTES	3	6	1	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	1	3	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	2	3	1	0	0	0	0	0
Otros	0	0	0	0	0	0	0	0

1 Datos disponibles: mayo 2007.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.15

	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ¹
NÚMERO DE EMISORES	52	56	57	55	56	57	56	54
Emisores privados	35	39	40	38	39	40	40	38
Sociedades no financieras	12	12	10	11	10	10	10	8
Instituciones financieras privadas	23	27	30	27	29	30	30	30
Administraciones públicas	17	17	17	17	17	17	16	16
Comunidades Autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
NÚMERO DE EMISIONES								
Emisores privados	264	267	264	254	261	264	252	249
Sociedades no financieras	113	122	131	115	123	131	129	123
Instituciones financieras privadas	28	22	18	20	18	18	17	15
Administraciones públicas	85	100	113	95	105	113	112	108
Comunidades Autónomas	151	145	133	139	138	133	123	126
SALDO VIVO² (millones de euros)	87	92	89	92	91	89	87	90
Emisores privados								
Sociedades no financieras	14.460,0	16.323,0	17.105,4	15.767,6	16.914,7	17.105,4	16.952,6	16.829,5
Instituciones financieras privadas	4.533,2	5.507,3	6.784,3	4.961,4	5.973,3	6.784,3	6.596,0	6.441,8
Administraciones públicas ³	1.244,7	835,4	492,1	492,2	491,9	492,1	486,3	484,5
Comunidades Autónomas	3.288,5	4.671,9	6.292,2	4.469,2	5.481,5	6.292,2	6.109,7	5.957,3

1 Datos disponibles: mayo 2007.

2 Importes nominales.

3 No incluye deuda anotada.

Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.16

	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ¹
Importes nominales en millones de euros								
Mercado electrónico	227,0	220,0	257,3	160,1	22,8	37,7	87,2	17,3
Corros	490,1	4.538,3	5.009,9	112,9	2.641,2	1.899,0	2.067,1	48,1
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	50,4	4.404,2	4.879,6	75,3	2.616,8	1.867,8	2.033,0	28,9
Bilbao	309,2	9,2	24,8	14,0	1,3	2,6	1,6	1,4
Valencia	130,5	124,8	105,5	23,6	23,1	28,5	32,4	17,8
Deuda anotada	40,8	36,1	35,6	9,9	7,9	9,9	7,7	6,5
Deuda Comunidades Autónomas	76.258,8	83.204,0	84.443,6	22.471,4	21.182,1	18.365,4	20.980,3	14.975,6

1 Datos disponibles: mayo 2007.

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

CUADRO 1.17

	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ¹
Importes nominales en millones de euros								
Total	381,1	219,5	175,1	37,1	45,5	36,4	26,1	14,9
Simples	104,1	71,0	94,3	19,2	34,9	19,1	17,3	8,5
Simultáneas	274,8	148,5	80,2	17,9	10,6	17,3	8,8	6,4
Otras operaciones	2,2	0,1	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: mayo 2007.

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.18

	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ¹
Número de contratos								
Sobre deuda	98	46	15	4	4	3	1	2
Futuro sobre bono notional ²	98	46	15	4	4	3	1	2
Sobre Ibex 35 ^{3,4}	4.767.871	5.490.958	7.119.853	1.845.622	1.677.721	1.998.653	2.246.165	1.548.934
Futuro sobre Ibex 35 plus	4.354.868	4.935.648	6.408.961	1.680.845	1.545.699	1.755.309	2.056.808	1.419.790
Futuro mini sobre Ibex 35	118.250	114.563	159.830	45.390	34.313	46.228	62.981	43.947
Opción call mini	148.119	232.825	288.542	52.077	48.399	116.334	48.028	31.068
Opción put mini	146.634	207.922	262.521	67.310	49.310	80.783	78.348	54.129
Sobre acciones ⁵	20.255.113	29.728.916	33.655.790	7.823.784	6.354.792	8.397.012	6.916.993	2.376.241
Futuros	12.054.799	18.813.689	21.229.811	4.663.777	4.294.517	4.888.296	3.777.996	720.218
Opción call	5.226.872	6.803.863	7.664.125	1.533.493	1.183.228	2.587.277	1.624.490	838.933
Opción put	2.973.442	4.111.364	4.761.854	1.626.514	877.047	921.439	1.514.507	817.090
Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex								
Sobre deuda ⁶	2.815.703	1.440.370	1.117.956	319.145	258.349	222.213	242.092	140.783
Sobre índices ⁷	1.784.965	1.080.801	1.423.441	461.528	374.207	287.166	338.709	232.148

1 Datos disponibles: mayo 2007.

2 Nominal del contrato: 100 mil euros.

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

4 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

6 Futuros sobre Bund, Bobl y Schatz.

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

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

Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.19

	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ¹
WARRANTS²								
Importe de las primas (millones de euros)	1.525,3	1.840,0	5.144,3	906,7	642,5	1.713,0	1.941,6	1.496,2
Sobre acciones	929,0	1.180,8	3.697,6	755,8	465,8	1.243,1	1.411,9	1.077,8
Sobre índices	553,8	559,9	1.064,9	124,5	135,8	414,2	449,4	380,9
Otros ³	42,5	99,3	381,8	26,5	40,9	55,6	80,2	37,5
Número de emisiones	1.600	1.720	4.063	755	671	1.652	1.667	1.404
Número de emisores	7	6	8	5	7	7	7	6
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	247,7	112,2	206,8	18,0	101,2	42,0	61,0	30,0
Sobre acciones	195,3	87,8	196,2	18,0	101,2	32,0	55,0	30,0
Sobre índices	48,7	16,4	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros ³	3,8	8,0	10,0	0,0	0,0	10,0	6,0	0,0
Número de emisores	31	13	12	1	3	4	4	1
Número de emisiones	8	4	4	1	2	2	3	1

1 Datos disponibles: mayo 2007.

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

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

Bolsa de valores. Contratación de warrants y ETF

CUADRO 1.20

	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	1.826,9	2.142,4	2.907,4	773,2	554,0	849,9	1.169,4	858,8
Sobre acciones nacionales	1.141,7	1.431,7	1.803,9	411,8	341,4	603,3	784,1	541,8
Sobre acciones extranjeras	95,1	155,8	294,7	66,5	45,0	97,8	120,8	96,3
Sobre índices	550,7	516,8	727,4	273,9	149,6	119,2	237,8	208,9
Otros ²	39,3	38,0	81,4	21,0	18,0	29,6	26,8	11,9
Número de emisiones ³	2.207	2.520	4.284	1.834	1.991	2.475	3.073	2.990
Número de emisores ³	8	8	9	7	9	9	9	9
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	78,6	69,8	58,8	11,5	11,4	15,3	14,3	7,5
Número de emisiones ³	16	15	14	12	11	11	10	12
Número de emisores ³	5	5	5	5	4	4	3	3
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	-	-	-	-	609,1	1.218,00	927,2	530,7
Número de fondos	-	-	-	-	2	5	5	5
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	-	-	-	-	204,4	376,8	507,8	nd

1 Datos disponibles: mayo 2007.

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

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

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

nd: Dato no disponible.

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF**Negociación en MFAO¹**

CUADRO 1.21

	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ²
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante ³	10.693	21.145	35.079	7.032	7.027	6.400	16.679	10.698

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: mayo 2007.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

2 Servicios de inversión**Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes**

CUADRO 2.1

	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ¹
Sociedades de valores								
Entidades nacionales	48	46	47	45	46	47	45	46
Sucursales	90	96	108	102	107	108	95	95
Representantes	6.453	6.562	6.610	6.617	6.587	6.610	6.466	6.545
Agencias de valores								
Entidades nacionales	55	56	57	59	58	57	55	55
Sucursales	13	11	11	11	10	11	11	12
Representantes	363	516	589	575	585	589	601	640
Sociedades gestoras de cartera								
Entidades nacionales	21	17	15	15	15	15	14	13
Sucursales	4	4	4	4	4	4	4	4
Representantes	3	14	5	4	4	5	5	5
Entidades de crédito ²	207	206	204	205	205	204	204	202

1 Datos disponibles: mayo 2007.

2 Fuente: Banco de España.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ¹
Total	1.107	1.196	1.321	1.260	1.296	1.321	1.357	1.377
ESI ² en el Espacio Económico Europeo	801	867	973	923	950	973	1.005	1.023
Con sucursal	19	18	22	16	17	22	24	25
En libre prestación de servicios	782	849	951	907	933	951	981	998
Entidades de crédito ³	306	329	348	337	346	348	352	354
Comunitarias	297	320	339	328	337	339	344	346
Con sucursal	37	38	44	40	42	44	45	48
En libre prestación de servicios	259	281	294	287	294	294	298	297
Filiales en libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	1	1
Extracomunitarias	9	9	9	9	9	9	8	8
Con sucursal	8	8	8	8	8	8	7	7
En libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	1	1

1 Datos disponibles: mayo 2007.

2 Empresas de Servicios de Inversión.

3 Fuente: Banco de España.

Intermediación de operaciones al contado

CUADRO 2.3

Millones de euros	I 2006				I 2007			
	Bolsas nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total	Bolsas nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total
RENTA FIJA								
Total	18.866	2.349.064	370.118	2.738.048	6.375	2.808.308	300.208	3.114.891
Sociedades de valores	18.730	414.735	38.768	472.233	6.225	205.120	53.678	265.023
Agencias de valores	136	1.934.329	331.350	2.265.815	150	2.603.188	246.530	2.849.868
RENTA VARIABLE								
Total	465.472	1.055	41.670	508.197	598.107	2.423	29.104	629.634
Sociedades de valores	435.646	600	35.121	471.367	549.502	1.379	26.481	577.362
Agencias de valores	29.826	455	6.549	36.830	48.605	1.044	2.623	52.272

Intermediación de operaciones de derivados¹

CUADRO 2.4

Millones de euros	I 2006				I 2007			
	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total
Total	232.038	1.585.259	848.933	2.666.230	236.641	1.390.967	1.097.890	2.725.498
Sociedades de valores	94.761	270.040	3.349	368.150	110.433	325.995	78.458	514.886
Agencias de valores	137.277	1.315.219	845.584	2.298.080	126.208	1.064.972	1.019.432	2.210.612

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

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 2.5

	I 2006			I 2007		
	Total	IIC	Otras ¹	Total	IIC	Otras ¹
NÚMERO DE CARTERAS						
Total	16.987	99	16.888	18.705	104	18.601
Sociedades de valores	9.411	21	9.390	10.201	36	10.165
Agencias de valores	2.794	44	2.750	4.088	33	4.055
Sociedades gestoras de cartera	4.782	34	4.748	4.416	35	4.381
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)						
Total	14.125.271	1.261.746	12.863.525	13.677.219	1.438.719	12.238.500
Sociedades de valores	4.384.402	519.598	3.864.804	5.647.280	699.469	4.947.811
Agencias de valores	5.924.868	485.902	5.438.966	3.494.627	450.252	3.044.375
Sociedades gestoras de cartera	3.816.001	256.246	3.559.755	4.535.312	288.998	4.246.314

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

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores

CUADRO 2.6

Millones de euros ¹	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ²
I. MARGEN FINANCIERO	78.435	57.653	17.325	-8.354	20.034	17.325	8.484	1.026
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	-44.315	200.360	48.335	63.438	138.978	48.335	38.135	-158.130
III. COMISIONES NETAS	539.154	653.273	775.377	358.392	548.181	775.377	240.751	314.104
Comisiones percibidas	700.061	847.524	1.009.089	469.809	716.306	1.009.089	312.113	407.442
Tramitación y ejecución de órdenes	449.067	526.241	629.952	298.730	432.407	629.952	215.607	274.604
Colocación y aseguramiento de emisiones	39.904	58.685	73.278	28.009	61.443	73.278	9.161	9.670
Depósito y anotación de valores	15.237	17.593	22.367	10.742	16.322	22.367	5.743	7.998
Gestión de carteras	14.141	20.599	23.883	11.284	16.119	23.883	6.757	8.827
Diseño y asesoramiento	35.131	52.180	55.918	24.910	42.403	55.918	20.736	34.113
Búsqueda y colocación de paquetes	12	6	0	5	6	0	9	9
Operaciones de crédito al mercado	128	56	33	20	27	33	5	11
Suscripción y reembolso en IIC	104.909	118.871	141.312	67.301	102.479	141.312	34.771	46.131
Otras	41.532	53.293	62.346	28.808	45.100	62.346	19.324	26.079
Comisiones satisfechas	160.907	194.251	233.712	111.417	168.125	233.712	71.362	93.338
IV. MARGEN ORDINARIO	573.274	911.286	841.037	413.476	707.193	841.037	287.370	157.000
V. MARGEN DE EXPLOTACION	207.113	498.362	395.105	197.008	383.776	395.105	173.463	6.858
VII. RESULTADO DESPUES DE IMPUESTOS	215.903	266.734	430.651	211.316	484.790	430.651	280.510	309.678

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. A partir de 2005 incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.
2 Datos disponibles: abril de 2007.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores

CUADRO 2.7

Millones de euros ¹	Total		Margen financiero		Cartera de valores		Otras dotaciones	
	I 2006	I 2007	I 2006	I 2007	I 2006	I 2007	I 2006	I 2007
Total	-13.855	45.081	-11.325	8.484	5.174	38.135	-7.704	-1.538
Activos monetarios y deuda pública	2.096	-5.784	2.852	908	-756	-6.692	0	0
Otros valores de renta fija	6.647	19.558	5.536	13.595	1.111	5.963	0	0
Cartera interior	7.471	19.359	5.044	11.132	2.427	8.227	0	0
Cartera exterior	-824	199	492	2.463	-1.316	-2.264	0	0
Renta variable	17.669	-5.267	4.968	37.469	12.701	-42.736	0	0
Cartera interior	15.646	49.909	1.753	17.501	13.893	32.408	0	0
Cartera exterior	2.023	-55.176	3.215	19.968	-1.192	-75.144	0	0
Derivados	-5.585	85.774	0	0	-5.585	85.774	0	0
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-1.475	-1.230	-1.475	-1.230	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	-25.745	-48.266	-25.745	-48.266	0	0	0	0
Otras operaciones	-7.462	296	2.539	6.008	-2.297	-4.174	-7.704	-1.538

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. A partir de 2005 incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.8

Millones de euros ¹	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ²
I. MARGEN FINANCIERO	7.677	10.665	12.934	4.713	10.041	12.934	3.275	4.223
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	622	3.306	3.906	1.011	1.796	3.906	437	614
III. COMISIONES NETAS	157.362	184.113	233.447	121.371	172.783	233.447	62.888	80.765
Comisiones percibidas	191.091	229.752	297.030	152.278	218.924	297.030	81.545	105.275
Tramitación y ejecución de órdenes	88.168	97.948	114.111	57.124	83.035	114.111	34.088	43.358
Colocación y aseguramiento de emisiones	1.355	3.821	3.183	1.197	2.074	3.183	465	1.038
Depósito y anotación de valores	1.389	1.357	1.520	849	1.280	1.520	683	759
Gestión de carteras	13.747	14.868	28.672	15.925	22.916	28.672	8.177	10.102
Diseño y asesoramiento	1.959	2.664	2.360	1.302	1.703	2.360	423	652
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	1	1
Suscripción y reembolso en IIC	26.452	46.171	68.513	32.237	49.242	68.513	17.629	23.573
Otras	58.021	62.923	78.671	43.644	58.674	78.671	20.079	25.792
Comisiones satisfechas	33.729	45.639	63.583	30.907	46.141	63.583	18.657	24.510
IV. MARGEN ORDINARIO	165.661	198.084	250.287	127.095	184.620	250.287	66.600	85.602
V. MARGEN DE EXPLOTACION	43.424	66.420	95.026	53.143	76.220	95.026	28.709	35.592
VI. RESULTADO DESPUES DE IMPUESTOS	20.763	38.264	62.449	49.040	74.660	62.449	33.484	44.115

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. A partir de 2005 incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.
2 Datos disponibles: abril de 2007.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera

CUADRO 2.9

Millones de euros ¹	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ²
I. MARGEN FINANCIERO	550	575	895	334	594	895	338	458
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	89	65	6	7	-5	6	-1	-2
III. COMISIONES NETAS	15.155	17.164	15.195	6.789	10.146	15.195	3.875	5.040
Comisiones percibidas	15.868	25.508	27.625	13.196	19.789	27.625	7.435	9.855
Gestión de carteras	10.450	18.813	22.068	11.190	16.893	22.068	6.028	8.203
Diseño y asesoramiento	3.265	4.380	4.951	1.494	2.252	4.951	898	964
Suscripción y reembolso en IIC	320	592	261	228	228	261	393	531
Otras	1.833	1.723	345	284	416	345	116	157
Comisiones satisfechas	713	8.344	12.430	6.407	9.643	12.430	3.560	4.815
IV. MARGEN ORDINARIO	15.794	17.804	16.096	7.130	10.735	16.096	4.212	5.496
V. MARGEN DE EXPLOTACION	4.528	6.051	6.352	2.232	3.496	6.352	1.661	2.138
VI. RESULTADO DESPUES DE IMPUESTOS	1.730	3.465	4.112	1.609	2.479	4.112	1.420	1.739

¹ Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. A partir de 2005 incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.
² Datos disponibles: abril de 2007.

Margen de cobertura de los recursos propios sobre el coeficiente de solvencia¹

CUADRO 2.10

Miles de euros	Exceso		Número de entidades según porcentaje del exceso									
	Importe total	% ²	< 50 ³	<100	<150	<200	<300	<400	<500	<750	<1000	>1000
Total	1.063.402	362,5	23	14	15	10	12	8	6	12	7	7
Sociedades de valores	932.993	439,5	4	2	6	3	7	5	4	5	5	4
Agencias de valores	119.273	204,2	14	10	7	5	5	2	1	7	1	3
Sociedades gestoras de cartera	11.136	49,1	5	2	2	2	0	1	1	0	1	0

¹ Datos a marzo de 2007.

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

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

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos¹

CUADRO 2.11

	Media ²	Pérdidas	Número de entidades según su rentabilidad anualizada								
			0-5%	6-15%	16-30%	31-45%	46-60%	61-75%	76-100%	>100%	
Total	71,4	13	12	10	16	12	11	5	11	24	
Sociedades de valores	76,0	2	1	3	7	6	4	4	5	13	
Agencias de valores	52,5	9	8	5	5	5	7	1	5	10	
Sociedades gestoras de cartera	14,9	2	3	2	4	1	0	0	1	1	

¹ Datos a marzo de 2007.

² Media ponderada por fondos propios, en %.

3 Instituciones de inversión colectiva¹

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

CUADRO 3.1

	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ¹
Total IIC de carácter financiero	5.717	5.841	6.007	5.911	5.966	6.007	6.072	6.143
Fondos de inversión	2.620	2.723	2.850	2.791	2.829	2.850	2.885	2.915
Sociedades de inversión	3.097	3.118	3.150	3.120	3.137	3.150	3.179	3.200
IIC de inversión libre	-	-	2	-	-	2	2	19
IIC de inversión libre	-	-	5	-	-	5	6	7
Total IIC inmobiliarias	9	13	17	15	15	17	17	17
Fondos de inversión inmobiliaria	7	7	9	9	9	9	9	9
Sociedades de inversión inmobiliaria	2	6	8	6	6	8	8	8
Total IIC extranjeras comercializadas en España	238	260	340	280	312	340	354	358
Fondos extranjeros comercializados en España	93	115	163	122	144	163	169	169
Sociedades extranjeras comercializadas en España	145	145	177	158	168	177	185	189
SGIIC	116	112	114	113	113	114	116	116
Depositarias IIC	137	135	132	133	132	132	129	128

¹ Datos disponibles: mayo 2007.

¹ En las referencias a los fondos de inversión de todo el capítulo, no se incluyen los fondos de inversión libre ni los fondos de IIC de inversión libre.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ¹
Total IIC de carácter financiero	8.261.376	8.869.084	9.048.207	9.437.286	9.348.199	9.048.207	9.156.645	-
Fondos de inversión	7.880.076	8.450.164	8.637.781	9.015.250	8.924.673	8.637.781	8.740.972	8.716.306
Sociedades de inversión	381.300	418.920	410.403	422.036	423.526	410.403	415.539	-
IIC de IIC de inversión libre	-	-	2	-	-	2	26	89
IIC de inversión libre	-	-	21	-	-	21	108	126
Total IIC inmobiliarias	86.490	119.113	151.053	131.882	140.284	151.053	153.656	154.719
Fondos de inversión inmobiliaria	86.369	118.857	150.304	131.416	139.818	150.304	152.902	153.954
Sociedades de inversión inmobiliaria	121	256	749	466	466	749	754	765
Total IIC extranjeras comercializadas en España	321.805	560.555	779.134	753.416	806.305	779.165	782.020	-
Fondos extranjeros comercializados en España	51.364	104.089	144.108	140.263	141.164	144.139	158.900	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	270.441	456.466	635.026	613.153	665.141	635.026	623.120	-

1 Datos disponibles: abril 2007.

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ¹
Total IIC de carácter financiero	261.191,7	289.810,7	300.584,0	297.721,9	300.523,1	300.584,00	305.058,2	306.717,3
Fondos de inversión	236.088,4	262.200,9	270.406,3	269.777,9	271.361,1	270.406,3	273.412,8	274.638,7
Sociedades de inversión	25.103,3	27.609,8	30.152,7	27.944,0	29.162,1	30.152,7	31.516,0	31.899,9
IIC de IIC de inversión libre	-	-	0,6	-	-	0,6	9,5	51,1
IIC de inversión libre	-	-	24,4	-	-	24,4	119,9	127,6
Total IIC inmobiliarias	4.434,4	6.690,8	9.052,0	8.078,3	8.450,7	9.052,0	9.240,8	9.345,0
Fondos de inversión inmobiliaria	4.377,9	6.476,9	8.595,9	7.703,9	8.072,8	8.595,9	8.781,7	8.884,5
Sociedades de inversión inmobiliaria	56,4	213,9	456,1	374,4	377,9	456,1	459,2	460,5
Total IIC extranjeras comercializadas en España	17.785,6	33.668,1	44.102,9	41.655,8	41.595,1	44.102,9	45.113,8	-
Fondos extranjeros comercializados en España	3.498,1	8.267,3	12.099,3	10.687,5	10.719,6	12.099,3	12.464,3	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	14.287,4	25.400,8	32.003,5	30.968,3	30.875,5	32.003,5	32.649,6	-

1 Datos disponibles: abril 2007.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión de carácter financiero ¹

CUADRO 3.4

Millones de euros	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ²
Patrimonio	236.088,4	262.200,9	270.406,9	269.777,9	271.361,1	270.406,9	273.422,3	274.689,8
Liquidez	6.506,5	8.207,5	10.462,9	9.645,5	11.860,2	10.462,9	11.228,2	11.249,0
Inversión en cartera	230.212,7	255.273,6	260.002,9	260.197,9	259.249,8	260.002,9	262.034,2	263.380,2
Cartera interior	114.058,9	123.683,6	127.355,4	126.390,2	126.103,1	127.355,4	130.070,3	130.354,9
Acciones	9.578,3	11.602,1	13.806,8	12.095,5	13.614,7	13.806,8	14.389,8	14.055,5
Participaciones en fondos de inversión	16.782,6	17.255,9	17.322,8	18.518,1	17.148,5	17.322,8	17.377,4	17.360,8
Activos monetarios públicos	4.434,9	4.149,4	2.887,7	4.265,2	3.877,0	2.887,7	3.306,6	2.632,8
Otros valores de renta fija pública	11.422,9	10.088,7	9.891,6	9.436,1	9.929,2	9.891,6	10.178,1	9.940,8
Activos monetarios privados	19.735,9	26.850,7	28.483,2	27.334,4	27.931,5	28.483,2	29.522,6	29.920,8
Otra renta fija privada	14.235,6	18.835,6	23.105,3	19.913,9	20.985,5	23.105,3	24.646,1	24.652,6
Warrants y opciones nacionales	157,0	483,1	603,3	479,6	580,0	603,3	578,1	580,4
Adquisición temporal de activos	37.706,7	34.417,8	31.229,4	34.347,2	32.036,3	31.229,4	30.046,1	31.186,0
Cartera no cotizada	5,0	0,2	25,4	0,2	0,2	25,4	25,4	25,3
Cartera exterior	116.153,8	131.590,0	132.647,4	133.807,6	133.146,7	132.647,4	131.963,9	133.025,3
Euros	107.682,4	118.871,5	118.664,1	120.406,0	119.488,4	118.664,1	118.953,6	119.867,7
Acciones	7.065,6	8.925,1	11.418,0	9.713,5	10.459,1	11.418,0	12.823,3	13.232,2
Participaciones en fondos de inversión	11.184,8	15.986,0	23.414,2	24.000,6	23.961,8	23.414,2	22.849,5	23.277,8
Renta fija	86.833,3	90.220,7	78.933,4	83.048,1	80.881,9	78.933,4	78.365,1	78.143,0
Warrants y opciones internacionales	2.598,8	3.739,7	4.898,7	3.643,8	4.185,5	4.898,7	4.915,7	5.214,7
Cartera no cotizada	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto	8.471,4	12.718,5	13.983,3	13.401,6	13.658,3	13.983,3	13.010,3	13.157,6
Acciones	4.991,0	7.019,5	7.343,0	6.898,3	6.992,1	7.343,0	7.085,0	7.111,6
Participaciones en fondos de inversión	2.576,7	4.395,6	5.491,5	5.208,4	5.441,2	5.491,5	4.812,2	4.941,6
Renta fija	875,9	1.204,8	1.011,7	1.154,6	1.103,4	1.011,7	978,0	951,9
Warrants y opciones internacionales	27,7	97,2	136,0	139,0	120,3	136,0	134,2	151,5
Cartera no cotizada	0,0	1,4	1,2	1,3	1,3	1,2	1,0	1,0
Saldo neto (Deudores - Acreedores)	-630,9	-1.280,3	-58,8	-65,5	251,1	-58,8	160,0	60,6

1 No se incluyen los datos de los Fondos de inversión libre por no disponer de los mismos debido a estar regulados por distinta circular contable.

2 Datos disponibles: abril 2007.

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

CUADRO 3.5

Millones de euros	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ¹
Patrimonio	25.103,3	27.610,0	30.152,7	27.944,0	29.162,1	30.152,7	31.516,0	31.899,9
Liquidez	632,6	728,9	802,2	809,5	813,7	802,2	870,9	984,5
Inversión en cartera	24.338,5	26.884,9	29.294,1	27.048,0	28.258,3	29.294,1	30.407,1	30.804,2
Cartera interior	13.710,4	13.851,1	15.553,8	14.030,6	14.970,1	15.553,8	15.929,3	15.820,2
Acciones	4.831,2	5.906,5	6.727,3	5.834,2	6.581,5	6.727,3	7.050,5	6.902,4
Participaciones en fondos de inversión	755,2	941,2	1.095,0	893,6	1.093,6	1.095,0	1.143,6	1.212,5
Activos monetarios públicos	90,0	128,1	463,4	152,0	445,8	463,4	362,7	356,5
Otros valores de renta fija pública	754,8	897,0	678,2	867,8	754,8	678,2	737,3	779,2
Activos monetarios privados	152,0	359,1	555,4	442,0	497,5	555,4	623,6	672,7
Otra renta fija privada	339,5	397,3	554,8	446,7	540,0	554,8	571,5	546,1
Warrants y opciones nacionales	7,3	15,3	19,7	11,5	12,6	19,7	21,1	29,9
Adquisición temporal de activos	6.779,2	5.206,2	5.459,1	5.382,4	5.044,0	5.459,1	5.418,1	5.320,1
Cartera no cotizada	1,2	0,3	0,8	0,3	0,3	0,8	0,8	0,8
Cartera exterior	10.628,1	13.033,8	13.740,3	13.017,3	13.288,3	13.740,3	14.477,8	14.984,0
Euros	7.590,0	9.178,6	9.847,7	9.361,2	9.555,0	9.847,7	10.522,9	10.962,2
Acciones	2.315,2	2.885,6	3.379,9	2.962,4	3.064,0	3.379,9	3.676,0	4.064,4
Participaciones en fondos de inversión	2.520,8	3.351,6	4.169,1	3.758,3	4.001,5	4.169,1	4.523,4	4.591,9
Renta fija	2.642,5	2.755,8	2.041,5	2.404,3	2.236,0	2.041,5	2.061,5	2.083,1
Warrants y opciones internacionales	109,8	185,7	257,2	236,1	253,5	257,2	262,0	222,7
Cartera no cotizada	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto	3.038,0	3.855,2	3.892,6	3.656,1	3.733,3	3.892,6	3.954,9	4.021,8
Acciones	1.888,0	2.173,9	2.104,7	2.036,0	2.067,3	2.104,7	2.080,2	2.064,5
Participaciones en fondos de inversión	934,1	1.403,7	1.517,7	1.376,4	1.422,5	1.517,7	1.672,9	1.702,8
Renta fija	214,4	270,0	234,8	234,1	235,7	234,8	188,3	213,2
Warrants y opciones internacionales	1,6	7,5	11,3	9,6	7,8	11,3	13,6	16,2
Cartera no cotizada	0,0	0,1	24,1	0,0	0,0	24,1	0,0	25,0
Saldo neto (Deudores - Acreedores)	132,2	-3,8	56,4	86,6	90,0	56,4	238,0	111,2

1 Datos disponibles: abril 2007.

Fondos de inversión de carácter financiero: Número, partícipes y patrimonio por tipo de fondo¹

CUADRO 3.6

	2004	2005	2006	2006			2007	
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	2.594	2.705	2.824	2.743	2.771	2.803	2.822	2.872
Renta fija ²	627	624	606	611	612	613	606	609
Renta fija mixta ³	231	217	212	214	208	210	212	207
Renta variable mixta ⁴	232	222	222	222	222	222	222	215
Renta variable nacional	110	116	118	117	116	118	118	118
Renta variable internacional ⁵	443	454	467	464	465	461	467	480
Garantizado renta fija	191	211	220	215	220	218	220	232
Garantizado renta variable	474	514	559	524	535	559	559	577
Fondos globales	286	347	420	376	393	402	418	434
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	2	-	-	-	2	2
Fondos de inversión libre	-	-	5	-	-	-	5	6
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	7.880.076	8.450.164	8.637.781	9.026.533	9.015.250	8.924.673	8.637.781	8.740.972
Renta fija ²	2.929.836	3.071.656	2.960.879	3.022.098	3.028.497	3.034.437	2.960.879	2.933.505
Renta fija mixta ³	457.701	492.988	524.827	539.666	534.893	544.308	524.827	551.786
Renta variable mixta ⁴	447.452	408.757	357.013	407.745	393.214	377.923	357.013	374.508
Renta variable nacional	333.020	365.301	317.386	417.640	391.990	371.730	317.386	341.396
Renta variable internacional ⁵	1.091.711	1.199.460	1.258.426	1.424.214	1.340.735	1.284.729	1.258.426	1.274.138
Garantizado renta fija	459.047	455.237	497.540	462.006	472.703	482.550	497.540	518.940
Garantizado renta variable	1.655.196	1.849.626	1.783.867	1.869.941	1.849.107	1.831.944	1.783.867	1.771.469
Fondos globales	506.113	607.139	937.843	883.223	1.004.111	997.052	937.843	975.230
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	2	-	-	-	2	26
Fondos de inversión libre	-	-	21	-	-	-	21	108
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	236.088,4	262.200,9	270.406,3	271.765,1	269.777,9	271.361,1	270.406,3	273.412,8
Renta fija ²	120.466,7	123.890,7	116.511,9	117.439,6	119.929,2	118.494,2	116.511,9	116.963,0
Renta fija mixta ³	11.795,7	14.625,8	15.314,5	16.575,7	14.833,4	15.103,3	15.314,5	15.755,0
Renta variable mixta ⁴	9.357,3	10.005,6	10.149,2	10.714,0	10.142,9	10.233,6	10.149,2	10.090,7
Renta variable nacional	8.042,1	9.741,7	10.416,4	10.796,8	9.206,8	10.421,2	10.416,4	11.238,3
Renta variable internacional ⁵	14.623,6	20.925,1	24.799,6	24.644,2	21.377,3	22.361,7	24.799,6	25.759,1
Garantizado renta fija	13.803,5	13.442,0	14.484,8	13.201,8	13.398,2	14.139,1	14.484,8	15.179,1
Garantizado renta variable	39.658,2	45.839,8	44.796,6	46.441,1	44.818,0	45.642,4	44.796,6	43.998,9
Fondos globales	18.341,3	23.730,1	33.933,3	31.951,9	36.072,2	34.965,6	33.933,3	34.428,9
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	0,6	-	-	-	0,6	9,5
Fondos de inversión libre	-	-	24,4	-	-	-	24,4	119,9

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

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

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

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

5 Incluye: hasta 2002 Renta variable internacional y Renta variable euro, a partir de 2002 Renta variable euro, Renta variable internacional Europa, Renta variable internacional Japón, Renta variable internacional EEUU, Renta variable internacional emergentes y Renta variable internacional otros.

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

CUADRO 3.7

	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ¹
PARTÍCIPES	7.880.076	8.450.164	8.637.804	9.015.250	8.924.673	8.637.804	8.741.106	8.716.522
Personas físicas	7.666.310	8.202.638	8.389.315	8.761.826	8.674.470	8.389.315	8.490.813	8.464.266
Residentes	7.558.501	8.101.310	8.292.264	8.661.021	8.576.300	8.292.264	8.394.044	8.367.545
No residentes	107.809	101.328	97.051	100.805	98.170	97.051	96.769	96.721
Personas jurídicas	213.766	247.526	248.489	253.424	250.203	248.489	250.293	252.256
Entidades de crédito	1.378	1.634	1.609	1.655	1.600	1.609	1.576	1.542
Otros agentes residentes	210.888	244.223	244.980	249.978	246.752	244.980	246.819	248.786
Entidades no residentes	1.500	1.669	1.900	1.791	1.851	1.900	1.898	1.928
PATRIMONIO (millones de euros)	236.088,4	262.200,9	270.431,3	269.777,9	271.361,1	270.431,3	273.542,2	274.817,4
Personas físicas	172.068,9	193.948,6	201.411,0	200.274,4	201.607,3	201.411,0	202.506,4	203.770,2
Residentes	168.792,7	190.753,2	198.330,5	197.152,4	198.501,3	198.330,5	199.482,9	200.741,3
No residentes	3.276,2	3.195,4	3.080,5	3.122,0	3.106,0	3.080,5	3.023,5	3.028,9
Personas jurídicas	64.019,5	68.252,3	69.020,3	69.503,5	69.753,7	69.020,3	71.035,8	71.047,2
Entidades de crédito	5.128,8	4.253,2	5.318,0	5.376,0	4.992,6	5.318,0	5.569,0	5.604,3
Otros agentes residentes	54.271,1	62.749,8	61.646,6	62.685,7	62.863,6	61.646,6	63.305,8	61.133,9
Entidades no residentes	4.619,6	1.249,4	2.055,70	1.441,8	1.897,6	2.055,70	2.160,9	2.309,0

¹ Datos disponibles: abril 2007.

Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo ¹

CUADRO 3.8

Millones de euros	2004	2005	2006	2006			2007	
				I	II	III	IV	I
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	144.489,9	169.807,0	194.787,4	60.310,0	50.177,0	37.435,8	46.864,6	52.761,5
Renta fija	90.646,7	108.566,1	118.705,9	33.928,7	29.928,1	25.539,0	29.310,1	31.678,8
Renta fija mixta	4.164,8	6.677,3	8.476,6	3.337,4	1.948,5	1.208,2	1.982,5	2.322,7
Renta variable mixta	1.513,1	2.065,2	2.783,6	1.056,6	642,6	375,6	708,7	908,8
Renta variable nacional	4.031,4	5.588,5	5.590,4	1.466,9	1.216,2	1.500,5	1.406,7	1.984,6
Renta variable internacional	8.166,6	14.006,2	17.662,3	5.979,9	4.143,8	2.688,1	4.850,4	5.518,9
Garantizado renta fija	7.700,7	6.923,9	6.126,2	1.397,3	1.480,0	1.450,3	1.798,7	2.073,6
Garantizado renta variable	11.373,3	13.520,7	8.914,1	2.399,4	2.205,3	1.852,2	2.457,2	1.800,2
Fondos globales	16.893,3	12.459,2	26.528,3	10.743,8	8.612,5	2.821,7	4.350,2	6.474,0
Fondos de IIC de inversión libre	-	-	0,6	-	-	-	0,6	8,9
Fondos de inversión libre	-	-	24,4	-	-	-	24,4	47,0
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	125.168,6	155.304,2	198.600,1	55.213,2	49.106,6	41.714,4	52.565,8	52.566,6
Renta fija	83.463,6	107.150,9	127.469,1	40.719,2	27.866,4	27.519,7	31.363,9	32.087,4
Renta fija mixta	4.616,9	4.339,6	7.048,4	1.515,7	2.093,8	1.403,6	2.035,2	1.967,4
Renta variable mixta	2.581,1	2.602,5	3.644,7	788,1	966,6	723,8	1.166,2	1.023,0
Renta variable nacional	2.922,1	5.323,3	7.824,6	1.493,5	2.490,3	1.438,9	2.401,9	1.750,2
Renta variable internacional	7.594,2	11.390,2	16.490,9	3.805,5	6.038,3	2.794,5	3.852,6	4.986,4
Garantizado renta fija	5.723,2	7.014,0	5.029,3	1.582,7	1.306,9	695,1	1.444,6	1.452,0
Garantizado renta variable	9.411,5	8.931,6	11.830,1	2.311,8	2.901,7	2.486,6	4.130,0	2.785,1
Fondos globales	8.856,1	8.552,1	19.263,1	2.996,6	5.442,6	4.652,3	6.171,5	6.515,1
Fondos de IIC de inversión libre	-	-	0,0	-	-	-	0,0	0,0
Fondos de inversión libre	-	-	0,1	-	-	-	0,1	0,0

¹ Datos estimados.

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

CUADRO 3.9

Millones de euros	2004	2005	2006	2006			2007	
				I	II	III	IV	I
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	18.424,3	14.444,3	-4.524,5	5.171,5	1.065,6	-4.292,3	-6.469,2	231,8
Renta fija	7.184,0	1.445,5	-9.423,4	-6.760,5	2.070,2	-2.107,6	-2.625,5	-415,0
Renta fija mixta	-440,8	2.349,6	1.539,2	1.796,1	-166,5	-36,0	-54,4	355,9
Renta variable mixta	-1.109,2	-546,5	-854,7	294,2	-319,1	-369,7	-460,0	-112,4
Renta variable nacional	1.130,0	276,0	-2.219,4	-25,7	-1.300,1	92,4	-986,0	242,4
Renta variable internacional	514,8	2.652,4	1.133,8	2.196,7	-1.831,4	-159,9	928,4	553,5
Garantizado renta fija	1.853,1	-354,4	1.018,9	-205,5	176,7	694,2	353,5	621,7
Garantizado renta variable	1.222,3	4.693,6	-3.021,1	140,2	-754,4	-589,7	-1.817,2	-982,8
Fondos globales	8.070,1	3.928,2	7.302,1	7.736,0	3.190,2	-1.816,0	-1.808,1	-40,6
Fondos de IIC de inversión libre	-	-	0,6	-	-	-	0,6	8,9
Fondos de inversión libre	-	-	24,3	-	-	-	24,3	47,0
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	7.038,9	11.670,2	12.733,7	4.393,3	-3.052,0	5.876,3	5.516,1	2.784,2
Renta fija	1.870,5	1.837,6	2.260,2	312,6	426,2	794,8	726,6	831,1
Renta fija mixta	444,6	620,3	606,6	190,2	-127,8	305,8	238,4	140,9
Renta variable mixta	567,8	1.053,4	984,2	401,6	-250,3	454,1	378,7	163,0
Renta variable nacional	1.182,8	1.623,7	2.882,9	1.069,6	-290,0	1.122,0	981,2	579,5
Renta variable internacional	851,9	3.507,1	2.736,1	1.528,2	-1.427,0	1.150,6	1.484,3	420,5
Garantizado renta fija	334,0	222,8	112,3	-34,7	11,4	101,0	34,6	87,2
Garantizado renta variable	1.470,5	1.635,5	1.995,2	463,2	-773,0	1.381,3	923,7	242,0
Fondos globales	316,8	1.169,8	1.156,2	462,6	-621,5	566,5	748,6	320,0
Fondos de IIC de inversión libre	-	-	0,0	-	-	-	0,0	0,0
Fondos de inversión libre	-	-	0,1	-	-	-	-	0,8

¹ Datos estimados.

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

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario ¹	2004	2005	2006	2006			2007	
				I	II	III	IV	I
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	4,31	5,87	5,73	1,91	-0,84	2,44	2,15	1,31
Renta fija	2,51	2,31	2,51	0,44	0,56	0,84	0,67	0,90
Renta fija mixta	4,96	6,18	5,30	1,54	-0,51	2,39	1,89	1,22
Renta variable mixta	7,46	12,96	11,31	4,31	-1,99	4,94	4,14	2,03
Renta variable nacional	19,40	20,10	30,10	10,85	-2,44	11,94	9,65	5,77
Renta variable internacional	7,80	22,82	13,82	7,15	-5,59	5,80	6,75	2,09
Garantizado renta fija	3,49	2,45	1,67	-0,05	0,30	0,95	0,44	0,78
Garantizado renta variable	5,47	5,26	5,86	1,38	-1,31	3,43	2,39	0,91
Fondos globales	3,30	7,41	4,84	2,06	-1,46	1,94	2,58	1,28
Fondos de IIC de inversión libre	-	-	ns	-	-	-	ns	1,47
Fondos de inversión libre	-	-	ns	-	-	-	ns	-0,31
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	1,08	1,07	1,04	0,27	0,25	0,27	0,26	0,26
Renta fija	0,78	0,73	0,63	0,17	0,17	0,16	0,14	0,16
Renta fija mixta	1,29	1,24	1,21	0,30	0,30	0,31	0,31	0,29
Renta variable mixta	1,64	1,69	1,63	0,42	0,38	0,42	0,42	0,40
Renta variable nacional	1,80	1,77	1,83	0,47	0,40	0,49	0,47	0,45
Renta variable internacional	1,65	1,80	1,78	0,45	0,37	0,46	0,49	0,43
Garantizado renta fija	0,84	0,77	0,75	0,19	0,19	0,19	0,18	0,17
Garantizado renta variable	1,44	1,38	1,34	0,34	0,34	0,34	0,33	0,33
Fondos globales	1,26	1,41	1,26	0,35	0,24	0,32	0,37	0,32
Fondos de IIC de inversión libre	-	-	ns	-	-	-	ns	0,40
Fondos de inversión libre	-	-	ns	-	-	-	ns	0,37
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO²								
Total fondos de inversión	0,10	0,10	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,10	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,12	0,11	0,10	0,03	0,03	0,03	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,11	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable nacional	0,11	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable internacional	0,12	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,09	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,10	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Fondos globales	0,09	0,09	0,10	0,02	0,03	0,03	0,03	0,03
Fondos de IIC de inversión libre	-	-	ns	-	-	-	ns	0,04
Fondos de inversión libre	-	-	ns	-	-	-	ns	0,04

1 En el caso de los fondos de inversión libre, % sobre patrimonio medio mensual.

2 En el caso de los fondos de inversión libre, la cifra que aparece en este apartado son los "gastos de financiación".

ns: Dato no significativo.

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

CUADRO 3.11

En %	2004	2005	2006	2006			2007	
				I	II	III	IV	I
Total fondos de inversión	3,38	5,00	5,59	1,90	-0,97	2,31	2,28	1,11
Renta fija	1,65	1,53	1,95	0,25	0,38	0,68	0,63	0,72
Renta fija mixta	3,79	5,00	4,18	1,26	-0,79	2,09	1,58	0,94
Renta variable mixta	6,20	11,85	10,34	3,98	-2,26	4,61	3,78	1,71
Renta variable nacional	19,06	20,60	33,25	11,12	-2,34	11,90	9,73	5,78
Renta variable internacional	7,55	24,18	14,98	7,54	-5,15	5,74	6,60	2,12
Garantizado renta fija	2,62	1,66	0,83	-0,26	0,10	0,75	0,24	0,59
Garantizado renta variable	4,07	3,95	4,66	1,04	-1,64	3,12	2,12	0,56
Fondos globales	2,17	6,16	4,01	1,78	-1,60	1,61	2,21	0,99
Fondos de IIC de inversión libre	-	-	ns	-	-	-	ns	-0,55
Fondos de inversión libre	-	-	ns	-	-	-	ns	1,26

ns: Dato no significativo.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 3.12

	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ¹
NÚMERO DE CARTERAS								
Fondos de inversión	2.620	2.723	2.850	2.791	2.829	2.850	2.885	2.904
Sociedades de inversión	2.962	2.989	3.049	2.995	3.025	3.049	3.049	3.086
IIC de IIC de inversión libre	-	-	2	-	-	2	2	14
IIC de inversión libre	-	-	5	-	-	5	6	6
Fondos de inversión inmobiliaria	7	7	9	9	9	9	9	9
Sociedades de inversión inmobiliaria	2	6	8	6	6	8	8	8
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	236.088,4	262.200,9	270.406,3	269.777,9	271.361,1	270.406,3	273.412,8	274.638,7
Sociedades de inversión	22.923,8	25.486,0	28.992,7	26.644,0	27.959,5	28.992,7	30.293,3	30.662,4
IIC de IIC de inversión libre	-	-	0,6	-	-	0,6	9,5	51,1
IIC de inversión libre	-	-	24,4	-	-	24,4	119,9	127,6
Fondos de inversión inmobiliaria	4.377,9	6.476,9	8.595,9	7.703,9	8.072,8	8.595,9	8.781,7	8.884,5
Sociedades de inversión inmobiliaria	56,4	213,9	456,1	374,4	377,9	456,1	459,2	460,5

1 Datos a abril 2007.

IIC extranjeras comercializadas en España

CUADRO 3.13

	2004	2005	2006	2006			2007	
				I	II	III	IV	I
VOLUMEN DE INVERSIÓN¹	17.785,6	33.614,7	44.102,9	41.994,5	41.655,8	41.595,1	44.102,9	45.113,8
Fondos	3.498,1	8.267,2	12.099,3	10.133,9	10.687,5	10.719,6	12.099,3	12.464,3
Sociedades	14.287,4	25.347,4	32.003,5	31.860,6	30.968,3	30.875,5	32.003,5	32.649,6
Nº DE INVERSORES	321.805	560.555	779.165	721.697	753.416	806.305	779.165	782.020
Fondos	51.364	104.089	144.139	135.069	140.263	141.164	144.139	158.900
Sociedades	270.441	456.466	635.026	586.628	613.153	665.141	635.026	623.120
Nº DE INSTITUCIONES	238	260	340	266	280	312	340	354
Fondos	93	115	163	116	122	144	163	169
Sociedades	145	145	177	150	158	168	177	185
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	164	161	189	165	175	183	189	190
Francia	25	47	83	48	48	68	83	90
Irlanda	34	35	46	38	42	44	46	48
Alemania	11	11	12	11	11	12	12	12
Reino Unido	3	5	6	3	3	3	6	9
Holanda	1	1	1	1	1	1	1	1
Austria	-	-	1	-	-	1	1	1
Bélgica	-	-	1	-	-	-	1	2
Malta	-	-	1	-	-	-	1	1

¹ Volumen de inversión: Importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del período, por su valor en euros en dicha fecha. Millones de euros.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 3.14

	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II ¹
FONDOS								
Número	7	7	9	9	9	9	9	9
Participes	86.369	118.857	150.300	131.416	139.818	150.304	152.902	153.954
Patrimonio (millones de euros)	4.377,9	6.476,9	8.595,9	7.703,9	8.072,8	8.595,9	8.781,7	8.884,5
Rentabilidad (%)	6,65	5,35	6,12	1,88	1,52	0,80	1,31	0,32
SOCIEDADES								
Número	2	6	8	6	6	8	8	8
Participes	121	256	749	466	466	749	754	765
Patrimonio (millones de euros)	56,4	213,9	456,1	374,4	377,9	456,1	459,2	460,5

¹ Datos a abril 2007. En este caso, la rentabilidad es mensual.
nd: Dato no disponible.

VI Anexo legislativo (*)

(*) Este anexo ha sido elaborado por la Dirección de Estudios y Estadísticas de la CNMV.

Las novedades legislativas de ámbito nacional aprobadas en el segundo trimestre de 2007 han sido:

- **Ley 6/2007**, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores.

El objeto de dicha Ley es modificar la Ley del Mercado de Valores para incorporar la Directiva sobre ofertas públicas de adquisición y la Directiva sobre armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores están admitidos a negociación en un mercado regulado.

En materia de opas, la Ley establece los supuestos bajo los que quedará obligado a formular una opa por el 100% del capital a un precio equitativo quien alcance el control de una sociedad cotizada. Otros aspectos que se modifican son los relativos a las obligaciones del órgano de administración de la sociedad objeto de una opa, la posibilidad de introducir medidas de blindaje y la figura de la compraventa forzosa¹.

En relación a las obligaciones de transparencia, se mejora el régimen de las exclusiones de negociación al obligar a promover una opa por la totalidad de los valores afectados por la exclusión. Se introduce el régimen de la información periódica a elaborar, publicar y difundir por el emisor y se adapta el régimen de publicación y difusión de la información relevante. También se modifica el régimen de comunicación al emisor y a la CNMV de la adquisición o pérdida de participaciones significativas. Este régimen se completa con la obligación del emisor de comunicar a la CNMV, publicar y difundir las operaciones realizadas con acciones propias.

¹ Para información más detallada sobre la nueva normativa española sobre opas puede consultarse la sección IV de "Novedades regulatorias".

