



BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre II
2008



BOLETÍN DE LA CNMV

Trimestre II

2008

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

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

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

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

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

ISSN: 1887-7044

Depósito Legal: M-34814-2008

Impreso en: Artes Gráficas Palermo, S.L.

Índice

I Coyuntura de mercados	9
II Informes y análisis	33
Evolución de la rentabilidad de las sociedades cotizadas en el periodo 2004–2007 Antonio Cano Muñoz	35
Análisis del segmento de empresas en expansión creado en el entorno del mercado alternativo bursátil operado por el Grupo Bolsas y Mercados Españoles Rafael Sánchez de la Peña	51
Educación financiera. De la información al conocimiento y la toma informada de decisiones financieras María José Gómez Yubero	71
La implementación del Análisis de Impacto en el proceso regulatorio de la UE Fátima Cerdán de la Cruz y M ^a Victoria Villanueva Fresán	89
Gobierno Corporativo y Derecho de Sociedades. Protección de los accionistas Juan Munguira González	105
III Novedades regulatorias	121
La nueva normativa sobre depositarios: análisis de la ORDEN EHA/596/2008 Juan Carlos González Pintor	123
Nueva normativa para las IIC sobre operaciones en derivados y activos aptos para la inversión Vicente García Rubert	143
IV Anexo estadístico	161
V Anexo legislativo	179

Abreviaturas

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

I Informe de coyuntura de mercados (*)

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

1 Panorámica general

En el segundo trimestre de 2008 los mercados financieros internacionales mostraron un comportamiento más estable que en el periodo anterior, favorecido por el reconocimiento de pérdidas por parte de entidades afectadas por la crisis de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos, la recapitalización de algunas instituciones y las inyecciones de liquidez efectuadas por las autoridades monetarias.

En este contexto, los tipos de interés a corto plazo mostraron comportamientos divergentes en la zona euro y en EEUU. En la zona euro los tipos repuntaron alrededor de 30 puntos básicos en el plazo de tres meses y se situaron cerca del 5%, lo que parece reflejar el cambio de expectativas sobre la evolución futura de la política monetaria del BCE. La mejoría de los indicadores de actividad y el aumento de la inflación redujeron la probabilidad de posibles rebajas en los tipos de interés. En EEUU los tipos a tres meses se mantuvieron relativamente estables en el segundo trimestre del año (en torno al 2,7%-2,8%), tras los fuertes descensos mostrados en el primer trimestre en línea con las sucesivas e intensas rebajas de los tipos de interés oficiales.

Las rentabilidades de la deuda a medio y largo plazo aumentaron de forma notable a lo largo del segundo trimestre del año. Este incremento fue particularmente intenso en la zona euro, como consecuencia de la revisión de las previsiones de crecimiento. Así, los diferenciales de rentabilidad entre la zona euro y EEUU continuaron ampliándose en todos los plazos de referencia (a tres años superó los dos puntos porcentuales).

Los principales mercados de renta variable mostraron un comportamiento alcista en el segundo trimestre del año junto con un descenso sustancial de la volatilidad de las cotizaciones. Las revalorizaciones más significativas se produjeron en las plazas norteamericanas y japonesas. En el ámbito europeo se observó un comportamiento dispar, con ganancias y pérdidas moderadas, en las diferentes bolsas. En el conjunto del año, las pérdidas de las bolsas norteamericanas son algo superiores al 7%, mientras que en Europa las pérdidas oscilan entre el 15% y el 20%. Como consecuencia de la revalorización de los índices en el periodo de referencia, las ratio precio sobre beneficio (PER) de casi todas las bolsas mostraron ligeros aumentos.

En el mercado bursátil español, el descenso de las cotizaciones hizo que el principal índice de referencia (Ibex 35) perdiera un 2% en el segundo trimestre de 2008. La volatilidad también mostró una caída sustancial. Aunque el comportamiento de los precios de la renta variable nacional en el segundo trimestre fue ligeramente peor que el mostrado por otras bolsas europeas, en términos acumulados la bolsa española es, junto con la británica, la que presenta las menores pérdidas (14,4%) de Europa. El sector cuyos precios mostraron un mejor comportamiento relativo fue el de petróleo y energía, mientras que las pérdidas fueron notables en el de servicios financieros e inmobiliarios. La contratación en el mercado bursátil español volvió a descender en el segundo trimestre del año hasta los 4.868 millones de euros en

promedio diario, un 22,1% menos que el trimestre precedente y un 31,7% menos que hace un año. La cuenta de resultados de 2007 de las sociedades cotizadas mostró un crecimiento del 15% en los resultados agregados antes de impuestos, si bien se observa una fuerte heterogeneidad entre sectores y entre entidades.

Síntesis de indicadores financieros				CUADRO 1
	III 07	IV 07	I 08	II* 08
Tipos de interés a corto plazo (%)¹				
Tipo de interés oficial	4,00	4,00	4,00	4,00
Euribor 3 meses	4,74	4,84	4,59	4,88
Euribor 12 meses	4,73	4,79	4,59	5,13
Tipos de cambio²				
Dólar / euro	1,42	1,47	1,58	1,53
Yen / euro	163,55	164,93	157,37	166,05
Primas de riesgo crediticio: diferencial BBB-AAA (puntos básicos)³				
Zona euro				
3 años	50	76	153	109
5 años	75	108	196	145
10 años	100	127	199	172
EEUU				
3 años	95	135	214	187
5 años	103	183	240	214
10 años	147	219	251	219
Mercados de renta variable				
Rentabilidad de los principales índices bursátiles internacionales (%)⁴				
Euro Stoxx 50	-2,4	0,4	-17,5	-1,8
Dow Jones	3,6	-4,5	-7,6	0,4
Nikkei	-7,5	-8,8	-18,2	11,6
Rentabilidad de otros índices (%)				
Merval (Argentina)	-0,1	-1,7	-2,2	-1,8
Bovespa (Brasil)	11,2	5,7	-4,6	10,2
Shangai Comp (China)	45,3	-5,2	-34,0	-17,4
BSE (India)	17,9	24,4	-26,2	-2,6
Mercado bursátil español				
Rentabilidad del Ibex 35 (%)	-2,10	4,20	-12,60	-2,00
PER del Ibex 35 ⁵	12,67	13,00	11,55	11,42
Volatilidad del Ibex 35 (%) ⁶	19,00	16,80	26,70	23,30
Contratación en el SIBE ⁷	5.698,70	6.969,10	6.144,10	4.838,80

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 tercer trimestre de 2007 corresponden a septiembre; los del cuarto a diciembre, los del primer trimestre de 2008 a marzo y los del segundo al último mes hasta el 13 de junio. El tipo de interés oficial corresponde al tipo marginal de la subasta semanal en el último día del periodo.

2 Datos a final de periodo. Los datos del segundo trimestre de 2008 corresponden al 13 de junio.

3 Promedio mensual de datos diarios. Los datos del segundo trimestre de 2008 abarcan un mes hasta el 13 de junio.

4 Se ofrecen las rentabilidades trimestrales acumuladas en cada periodo; en el segundo trimestre corresponde a la acumulada hasta el 13 de junio.

5 Ratio precio – beneficios (*price earning ratio*). Los datos del segundo trimestre de 2008 son del 13 de junio.

6 Volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento a final del periodo. El dato del segundo trimestre de 2008 corresponde al 13 de junio.

7 Promedio diario, en millones de euros. Los datos del segundo trimestre de 2008 corresponden hasta el 13 de junio.

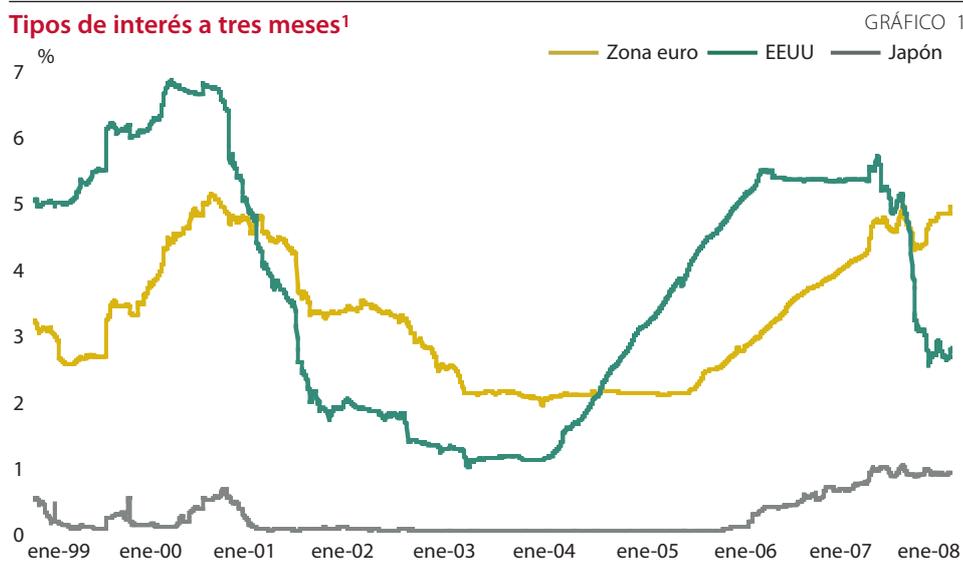
2 Entorno financiero exterior

2.1 Tipos de interés a corto plazo

La crisis de las hipotecas de alto riesgo norteamericanas continúa afectando a los mercados financieros internacionales, particularmente a los monetarios, si bien con notables diferencias entre las diferentes áreas geográficas. Así, en la zona euro, los tipos de interés en los plazos más cortos (tres meses) muestran una senda ascendente prácticamente ininterrumpida desde el mes de febrero y alcanzaron casi el nivel del 5% a mediados de junio, desde el 4,6% de media en el primer trimestre. El diferencial de tipos de interés a tres meses entre los depósitos no transferibles y las operaciones simultáneas (bonos y obligaciones) permaneció en el intervalo 70-80 puntos básicos a lo largo de todo el trimestre, significativamente por encima de su promedio histórico¹. Este comportamiento, que contrasta con el descenso del riesgo de crédito del sector financiero, estimado a partir de los CDS, se podría atribuir a un cierto incremento en la percepción de riesgo de liquidez de dichas entidades².

El BCE, que mantuvo invariables los tipos de interés oficiales en el 4%³ en el segundo trimestre de 2008, emitió diversas señales que disiparon las expectativas de descensos de los tipos de interés, a la vista del repunte de la inflación en la zona y del mejor comportamiento de la actividad económica en el primer trimestre del año.

Tipos de interés a tres meses¹



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 13 de junio.

En EEUU, los tipos de interés a corto plazo se mantuvieron en torno al 2,7%-2,8% a lo largo de casi todo el segundo trimestre de 2008 después del fuerte descenso protagonizado en los primeros meses del año (desde el 5,0% de media en el cuarto

¹ Siete puntos básicos entre enero de 1999 y julio de 2007.

² El FMI en su último GFSR (*Global Financial Stability Report*) de mayo de 2008 descompone los spreads del mercado interbancario en EEUU y en la zona euro en dos factores: "riesgo de crédito" y "riesgo no de crédito". Este último se asocia principalmente al riesgo de liquidez de las entidades.

³ Desde el 13 de junio de 2007.

trimestre de 2007 hasta el 2,8% del primero de 2008), en línea con las sucesivas e intensas rebajas de los tipos de interés oficiales de la Fed. En lo que va de año, la Reserva Federal ha rebajado en cuatro ocasiones el tipo de los fondos federales hasta dejarlos en el 2% (desde el 4,25%⁴), debido al deterioro de los datos de crecimiento y a las dificultades de financiación de los agentes. Mayor fue el aumento de los tipos de interés en el plazo de doce meses, casi de 70 puntos básicos de media entre el primer y el segundo trimestre de 2008 (véase cuadro 2).

Tipos de interés a corto plazo ¹

CUADRO 2

%	dic-04	dic-05	dic-06	jun-07	sep-07	dic-07	mar-08	jun-08 ²
Zona euro								
Oficial ³	2,00	2,25	3,50	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
3 meses	2,17	2,47	3,69	4,15	4,74	4,84	4,59	4,88
6 meses	2,21	2,60	3,79	4,28	4,75	4,81	4,59	4,97
12 meses	2,30	2,79	3,93	4,51	4,73	4,79	4,59	5,13
EEUU								
Oficial ⁴	2,25	4,25	5,25	5,25	5,25	4,25	2,25	2,00
3 meses	2,50	4,49	5,36	5,36	5,50	4,97	2,78	2,69
6 meses	2,72	4,67	5,35	5,39	5,36	4,82	2,68	2,93
12 meses	3,02	4,84	5,24	5,45	5,07	4,42	2,51	3,17
Japón								
Oficial ⁵	0,15	0,15	0,25	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
3 meses	0,05	0,07	0,56	0,74	0,99	0,98	0,96	0,92
6 meses	0,07	0,08	0,63	0,84	1,08	1,03	1,02	0,99
12 meses	0,09	0,12	0,74	0,98	1,15	1,10	1,11	1,12

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 13 de mayo al 13 de junio.

3 Tipo mínimo de puja de la subasta semanal.

4 Tipo de los fondos federales.

5 Tipo de la política monetaria.

Respecto a las expectativas de tipos de interés, los tipos de interés *forward* (FRA) a tres meses apuntaron a incrementos sustanciales en los próximos meses tanto para la zona euro como para EEUU, más intensos para estos últimos donde se espera un aumento de un punto porcentual en los próximos tres meses y de un punto y medio en los próximos seis meses (véase cuadro 3).

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

CUADRO 3

%	dic-04	dic-05	dic-06	jun-07	sep-07	Dic-07	feb-08	jun-08 ²
Zona euro								
Contado	2,16	2,49	3,73	4,18	4,79	4,68	4,73	4,96
FRA 3x6	2,23	2,74	3,94	4,40	4,52	4,52	4,43	5,13
FRA 6x9	2,36	2,91	4,07	4,59	4,34	4,42	4,14	5,32
FRA 9x12	2,49	3,00	4,13	4,69	4,28	4,33	3,96	5,34
FRA 12x15	2,64	3,07	4,13	4,76	4,28	4,30	3,80	5,34
EEUU								
Contado	2,56	4,54	5,36	5,36	5,23	4,70	2,69	2,81
FRA 3x6	2,95	4,81	5,31	5,33	4,75	4,15	2,24	3,20
FRA 6x9	3,22	4,84	5,21	5,30	4,42	3,69	2,12	3,55
FRA 9x12	3,41	4,81	5,06	5,25	4,29	3,45	2,18	3,75
FRA 12x15	3,57	4,76	4,94	5,23	4,24	3,36	2,23	3,95

Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos a final de periodo.

2 El dato corresponde al 13 de junio.

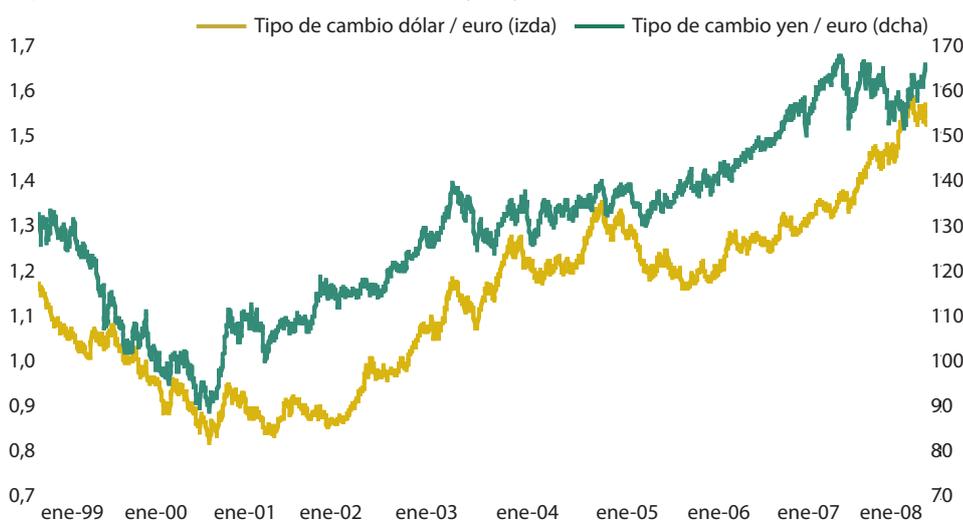
4 El 22 de enero (del 4,25% al 3,5%), el 29 de enero (del 3,5% al 3%), el 17 de marzo (del 3% al 2,25%) y el 30 de abril (del 2,25% al 2%).

2.2 Tipos de cambio

Tras la fuerte depreciación del dólar frente al euro en el primer trimestre del año (desde 1,47 dólares/euro hasta 1,58 dólares/euro, es decir, un 7,4%), como consecuencia del intenso descenso de los tipos de interés en EEUU, el tipo de cambio se estabilizó a lo largo del segundo trimestre en valores cercanos a 1,55 dólares/euro. En lo que va de año, el dólar ha retrocedido un 4,2% respecto al euro. Por su parte, el yen, que se había apreciado respecto al euro un 4,6% en el primer trimestre del año, retrocedió todo lo ganado en el segundo trimestre hasta alcanzar los 166 yenes/euro.

Tipo de cambio del euro frente al dólar y el yen¹

GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 13 de junio.

2.3 Tipos de interés a largo plazo

Los aspectos más relevantes en la evolución de los principales mercados internacionales de deuda a medio y largo plazo en el segundo trimestre de 2008 fueron el aumento notable de los tipos y el primer descenso sustancial de las primas de riesgo crediticio desde el inicio de la crisis.

El aumento de las rentabilidades de la deuda pública fue especialmente elevado en la zona euro, desde 121 puntos básicos en el plazo de tres años hasta 69 puntos básicos en el plazo de diez años. En EEUU, los aumentos fueron desde los 109 puntos básicos en el plazo de tres años hasta 31 puntos básicos en el plazo de diez años.

Como consecuencia de este comportamiento, los diferenciales de rentabilidad entre la zona del euro y EEUU continuaron ampliándose. En el plazo de tres años, dicho diferencial superó los 2 puntos porcentuales (desde 1,89 puntos en el primer trimestre), en el plazo de cinco años aumentó desde 1,14 puntos hasta 1,45 y en el de diez años desde 0,38 puntos porcentuales hasta 0,76.

En Japón también aumentaron las rentabilidades de la deuda a lo largo del segundo trimestre de 2008, aunque de forma menos acusada que en EEUU y la zona euro, siendo mayor el repunte en los plazos más cortos (tres y cinco años).

Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo ¹

CUADRO 4

%	dic-05	dic-06	dic-07	jun-07	sep-07	dic-07	mar-08	jun-08 ²
Zona euro								
3 años	nd	3,83	3,82	4,51	4,07	3,82	3,63	4,84
5 años	nd	3,84	3,87	4,55	4,14	3,87	3,63	4,74
10 años	nd	3,88	4,21	4,62	4,36	4,21	4,07	4,76
EEUU								
3 años	4,39	4,57	3,11	4,99	4,08	3,11	1,74	2,82
5 años	4,41	4,51	3,51	5,00	4,19	3,51	2,49	3,29
10 años	4,47	4,57	4,19	5,14	4,59	4,19	3,69	4,00
Japón								
3 años	0,47	0,94	0,82	1,22	0,94	0,82	0,59	1,04
5 años	0,87	1,21	1,07	1,50	1,15	1,07	0,78	1,36
10 años	1,56	1,65	1,54	1,87	1,59	1,54	1,31	1,68

Fuente: Bloomberg.

nd: dato no disponible.

¹ Promedio mensual de datos diarios.

² El dato corresponde al promedio desde el 13 de mayo al 13 de junio.

Las primas de riesgo crediticio mostraron el primer descenso notable desde el inicio de la crisis hipotecaria, que fue más intenso en la zona euro que en EEUU. En la zona euro, el diferencial de rentabilidades BBB-AAA descendió en el segundo trimestre (en promedio) casi 30 puntos básicos en el plazo a diez años y cerca de 50 en los plazos a tres y cinco años. En EEUU, los descensos de los diferenciales fueron similares en todos los plazos y se situaron en torno a 30 puntos básicos. A pesar de este descenso, las primas continúan en niveles históricamente elevados para cualquiera de los plazos expuestos en el cuadro 5. Las diferencias respecto a las medias (desde 2003) oscilan entre los 120-140 puntos básicos en EEUU y los 65-95 puntos básicos en la zona euro, dependiendo del plazo.

Primas de riesgo crediticio: diferencial BBB-AAA ¹

CUADRO 5

Puntos básicos	dic-05	dic-06	dic-07	jun-07	sep-07	dic-07	mar-08	jun-08 ²
Zona euro								
3 años	43	37	76	28	50	76	153	109
5 años	53	53	108	43	75	108	196	145
10 años	77	84	127	62	100	127	199	172
EEUU								
3 años	37	54	135	65	95	135	214	187
5 años	63	68	183	70	103	183	240	214
10 años	108	96	219	90	147	219	251	219

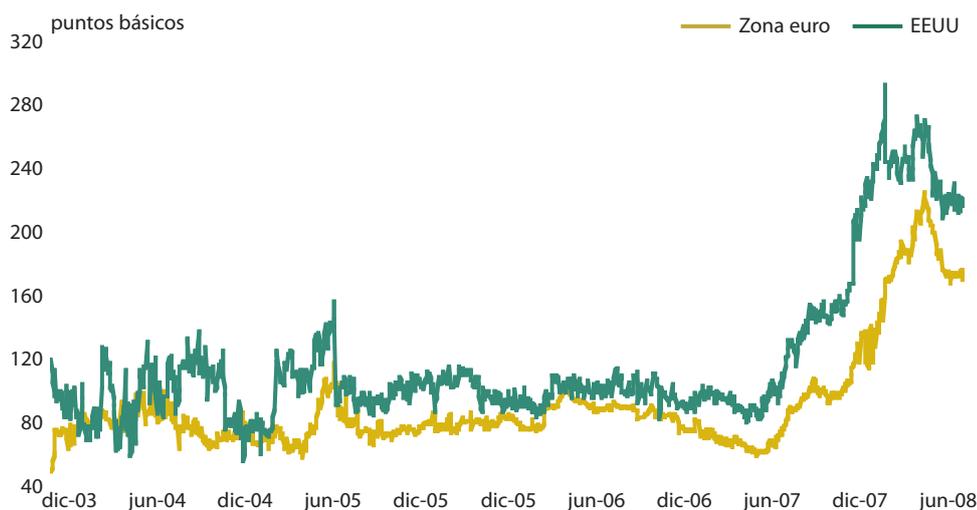
Fuente: Reuters.

¹ Promedio mensual de datos diarios.

² Los datos corresponden al promedio entre el 13 de mayo y el 13 de junio.

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

GRÁFICO 3



Fuente: Reuters.

¹ Datos hasta el 13 de junio.

2.4 Las Bolsas internacionales

Tras los fuertes descensos de las cotizaciones a escala internacional en el primer trimestre del año, las bolsas se comportaron de forma más estable en los siguientes meses, ayudadas por el proceso de reconocimiento de pérdidas por parte de las entidades, la recapitalización de algunas instituciones y las inyecciones de liquidez efectuadas por las autoridades monetarias. Actuaciones concretas sobre algunas entidades financieras estadounidenses también señalaron al mercado la voluntad de las autoridades de evitar cualquier atisbo de crisis sistémica.

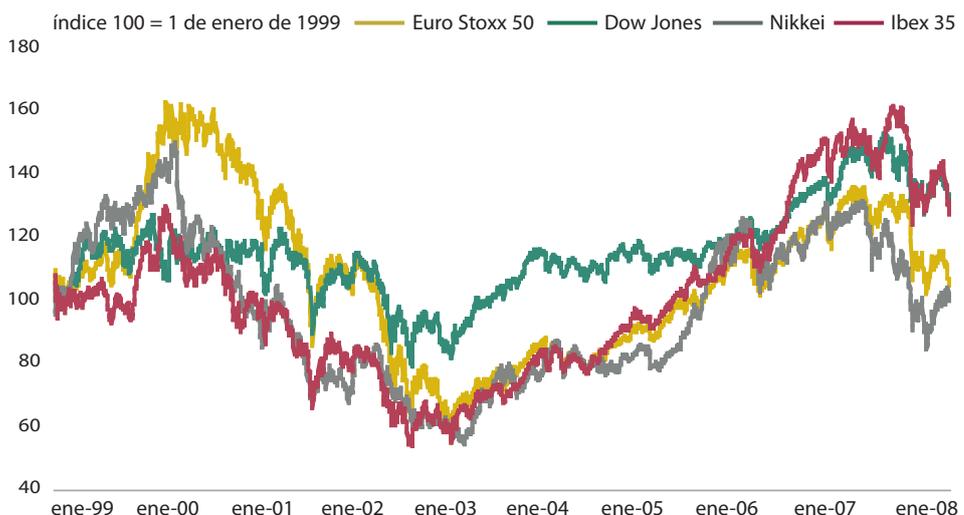
En EEUU, las revalorizaciones oscilaron en el segundo trimestre del año entre el 0,4% para el Dow Jones y el 7,7% para el Nasdaq. En Japón, las ganancias en el segundo trimestre de 2008 superaron el 10% en las dos bolsas principales. Este comportamiento hizo que las pérdidas acumuladas en el año en ambas zonas geográficas oscilaran entre el 7% y el 9% (véase cuadro 6).

En Europa, el comportamiento de las bolsas fue algo más heterogéneo. En términos generales se produjeron descensos modestos en los precios de la renta variable europea en el segundo trimestre de 2008 que, acumulados a los de los primeros meses del año, suponen unas pérdidas acumuladas que oscilaron entre el 14% y el 19% dependiendo de la plaza. Únicamente en Alemania se revalorizó la bolsa en este periodo (un 3,5%) debido a la mejora de sus expectativas sobre el crecimiento.

Las pérdidas trimestrales de la bolsa española (el Ibex 35 cayó un 2,0%) fueron de las más elevadas en la zona europea. No obstante, el mejor comportamiento relativo de los primeros meses del año hizo que en el conjunto de 2008, las pérdidas acumuladas fueran algo superiores al 14%, por debajo del resto de las principales bolsas europeas.

Evolución de los principales índices bursátiles ¹

GRÁFICO 4



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 13 de junio.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles

CUADRO 6

Índice	2007	IV 07	I 08	2008 – jun ¹			
				% trim	% s/dic 07	% anual	
Mundo							
MSCI World	7,1	-2,7	-9,5	1,6	-8,1	-8,9	
Zona euro							
Euro Stoxx 50	6,8	0,4	-17,5	-1,8	-19,0	-20,6	
Euronext 100	3,4	-2,0	-16,2	0,3	-15,9	-21,0	
Alemania	Dax 30	22,3	2,6	-19,0	3,5	-16,1	-13,8
Francia	Cac 40	1,3	-1,8	-16,2	-0,5	-16,6	-22,6
Italia	Mib 30	-6,5	-3,7	-17,3	-0,6	-17,8	-25,2
España	Ibex 35	7,3	4,2	-12,6	-2,0	-14,4	-13,8
Reino Unido							
FTSE 100	3,8	-0,2	-11,7	1,8	-10,1	-12,7	
Estados Unidos							
Dow Jones	6,4	-4,5	-7,6	0,4	-7,2	-9,2	
S&P 500	3,5	-3,8	-9,9	2,8	-7,4	-10,7	
Nasdaq-Cpte	9,8	-1,8	-14,1	7,7	-7,5	-5,6	
Japón							
Nikkei 225	-11,1	-8,8	-18,2	11,6	-8,7	-21,7	
Topix	-12,2	-8,7	-17,8	13,1	-7,1	-21,9	

Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 13 de junio. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 13 de junio y el 31 de marzo.

Tras haber aumentado fuertemente en el primer trimestre del año, la volatilidad de los mercados financieros internacionales descendió de forma notable en el segundo a medida que la incertidumbre de los agentes de los mercados fue disminuyendo. Los indicadores de referencia de volatilidad de los mercados se redujeron desde un promedio del 26,1% en el primer trimestre hasta el 20,3% en el segundo en el caso del VIX⁵ y del 27,5% al 20,9% en el caso del VDAX⁶. También fue sustancial el descenso de la volatilidad de la bolsa japonesa en el segundo trimestre, si bien permanece en niveles superiores a los de otras plazas (24,5%).

⁵ Recoge la volatilidad implícita del S&P 500.

⁶ Recoge la volatilidad implícita del DAX.

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

%	1999-2003	2004-2007	2005	2006	2007	IV 07	I 08	II 08 ²
Euro Stoxx 50	25,08	13,17	10,73	13,63	14,94	14,15	28,39	18,12
Dow Jones	18,83	10,75	9,95	9,41	13,11	17,07	20,50	17,17
Nikkei	22,95	16,29	12,14	19,08	16,65	19,53	33,75	24,45
Ibex 35	23,09	12,44	9,86	12,45	15,32	14,51	29,56	19,60

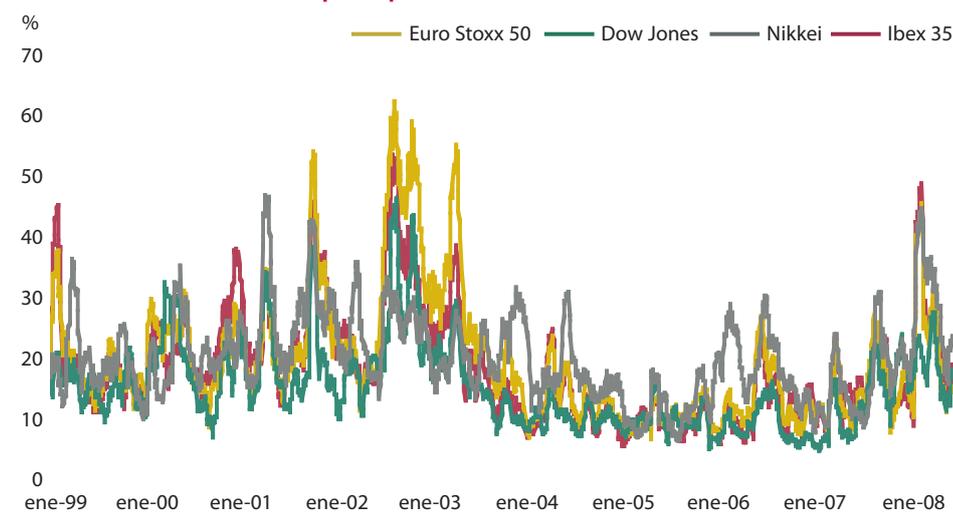
Fuente: Thomson Datastream.

1 Promedio de datos diarios.

2 El último dato disponible corresponde al 13 de junio.

Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles¹

GRÁFICO 5



Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 13 de junio.

El comportamiento de las bolsas de los países emergentes fue, en términos generales, algo peor al de las principales bolsas internacionales (véanse cuadros 6 y 8), si bien destaca la gran disparidad existente, tanto entre las diferentes áreas geográficas como dentro de cada una de ellas. En promedio, mientras que la rentabilidad en las principales bolsas internacionales en el segundo trimestre de 2008 aumentó un 2,9%, en las bolsas de los países emergentes se produjeron pérdidas del 1,2%.

En la bolsa de China predominaron nuevamente las ventas, lo que provocó unas pérdidas superiores al 17% en el trimestre, que ascienden al 45,5% en lo que va de 2008. Este comportamiento contrasta con la espectacular subida de la bolsa que se produjo en 2007 (próxima al 97%). La bolsa de India también mostró descensos en los precios en el segundo trimestre, aunque mucho menos intensos que en el primero. En el conjunto del año las pérdidas son cercanas al 28%.

Las bolsas latinoamericanas tuvieron un comportamiento más heterogéneo aunque, en términos generales, se puede decir que mostraron los mejores resultados en el conjunto de plazas emergentes. En el segundo trimestre de 2008 destacan las revalorizaciones en las bolsas de Brasil (10,2%), Chile (8,6%) y Venezuela (5,2%) y las pérdidas en la de Perú (-5,2%). En lo que va de año, los resultados de las bolsas de Latinoamérica oscilan entre las pérdidas de la bolsa de Perú, cercanas al 6%, y las ganancias en Brasil, superiores al 5% (véase cuadro 8).

En Europa del Este tampoco puede señalarse un comportamiento generalizado entre las distintas plazas, ya que coexistieron alzas notables de precios en las bolsas de Rusia (14,7%) o de Rumanía (6,5%) y descensos sustanciales en las de Polonia (-9,1%) o Bulgaria (-4,8%). Con todo, los resultados extremadamente negativos de estas bolsas en el primer trimestre hicieron que en el conjunto del año las pérdidas fueran superiores al 20% (al 30% en algún caso) para casi todas las bolsas de la zona con la única excepción de la bolsa de Rusia, que muestra una revalorización próxima al 3% en 2008.

Rentabilidad de otros índices bursátiles internacionales

CUADRO 8

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

Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 13 de junio. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 13 de junio y el 31 de marzo.

La rentabilidad adicional ofrecida por los dividendos se mantuvo en niveles relativamente elevados, especialmente en las bolsas europeas. La rentabilidad por dividendo de sus principales índices bursátiles era de un 3,9% en media con datos a 13 de junio. En Estados Unidos y Japón estas rentabilidades siguieron siendo más reducidas, de un 2,4% y un 1,7% respectivamente (véase cuadro 9).

Rentabilidad por dividendo de los principales índices bursátiles

CUADRO 9

%	2005	2006	2007	jun-07	sep-07	dic-07	mar-08	jun-08 ¹
S&P 500	1,94	1,91	2,20	2,04	2,11	2,20	2,42	2,38
Topix	0,95	1,11	1,46	1,20	1,37	1,46	1,79	1,66
Euro Stoxx 50	3,28	3,52	3,73	3,61	3,79	3,73	4,68	4,63
Euronext 100	3,23	3,32	3,81	3,52	3,73	3,81	4,75	4,39
FTSE 100	3,59	3,77	3,88	3,82	3,94	3,88	4,58	4,60
Dax 30	2,17	2,29	2,52	2,48	2,50	2,52	3,64	3,51
Cac 40	3,43	3,79	4,34	4,09	4,41	4,34	5,22	4,90
Mib 30	3,53	3,67	3,81	3,47	3,66	3,81	4,76	5,06
Ibex 35	3,08	3,02	3,08	2,99	3,16	3,08	3,75	3,81

Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos a 13 de junio.

La modesta recuperación de la renta variable norteamericana y japonesa en el segundo trimestre del año permitió aumentos de la ratio de precios sobre beneficios (PER) de dichos índices en dicho periodo, que se sitúan sustancialmente por encima de los niveles europeos (véase cuadro 10). El PER de las bolsas europeas también creció en el periodo de referencia, aunque menos que en otras bolsas, en línea con el comportamiento de sus precios, y se mantiene en niveles que oscilan entre el 10 (Euro Stoxx 50) y el 11,3 (Ibex 35).

PER de los principales índices bursátiles

CUADRO 10

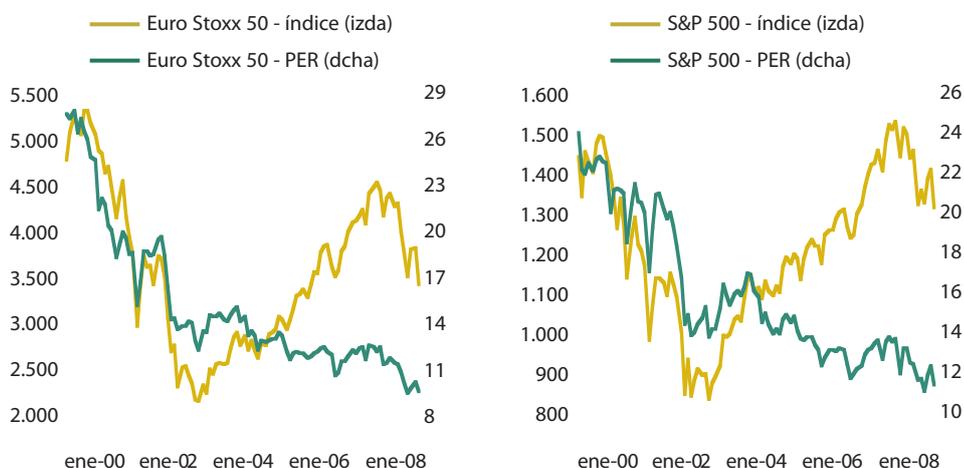
%	2005	2006	2007	jun-07	sep-07	dic-07	mar-08	jun-08 ¹
S&P 500	14,85	15,07	14,67	15,08	14,69	14,67	13,49	13,70
Topix	19,52	17,80	15,06	18,04	15,59	15,06	12,92	15,71
Euro Stoxx 50	12,03	12,15	11,56	12,35	11,55	11,56	9,68	9,96
Euronext 100	12,46	12,93	12,30	13,68	12,64	12,30	10,47	11,09
FTSE 100	12,45	12,41	12,07	12,65	11,95	12,07	10,62	10,72
Dax 30	12,62	12,78	12,33	13,25	12,35	12,33	10,22	10,66
Cac 40	12,14	12,68	11,80	13,22	12,08	11,80	10,06	10,54
Mib 30	13,38	13,07	11,50	12,87	12,09	11,50	9,52	10,13
Ibex 35	12,88	14,29	13,00	13,91	12,67	13,00	11,55	11,33

Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos a 13 de junio.

Índices bursátiles y PER: Euro Stoxx 50

GRÁFICO 6



Fuente: Thomson Datastream.

Los datos disponibles sobre contratación en las principales bolsas internacionales abarcan hasta el cuarto trimestre de 2007. La tendencia general continuó siendo un fuerte aumento de la contratación en términos interanuales, con crecimientos superiores al 30% en casi todas las plazas de referencia, si bien en términos trimestrales se apreciaron descensos notables prácticamente en todas las bolsas como consecuencia de las turbulencias asociadas a la crisis del mercado hipotecario. Destaca el descenso de la contratación en la bolsa de Londres (42% trimestral y 24% interanual).

Contratación de las principales bolsas internacionales

CUADRO 11

Importes en miles de millones de euros

Bolsa	2005	2006	2007	IV 06	I 07	II 07	III 07	IV 07
EEUU ¹	20.042	27.044	32.758	6.646	7.439	7.740	8.776	8.803
Nueva York	11.410	17.222	21.177	4.232	4.814	5.012	5.807	5.545
Tokio	3.603	4.617	4.713	1.049	1.272	1.169	1.192	1.081
Londres	4.583	5.991	7.545	1.626	2.035	2.128	2.142	1.240
Euronext	2.345	3.006	4.102	736	948	1.075	1.113	966
Deutsche Börse	1.546	2.165	3.144	545	801	791	827	725
Borsa Italiana	1.051	1.258	1.681	357	388	509	395	389
BME ²	859	1.154	1.668	354	419	442	372	435

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

Tras el descenso del primer trimestre del año, los tipos de interés a corto plazo de los mercados domésticos de pagarés de empresa retomaron una senda alcista, en línea con el comportamiento de otras referencias europeas, que tuvo origen en el cambio en las expectativas de la política monetaria del BCE. Las subidas se produjeron en todos los plazos, aunque de forma más intensa en el plazo a 12 meses. Los tipos de interés de los pagarés de empresa superaron ampliamente el 5%.

La prima de riesgo de la deuda corporativa continuó con una tendencia alcista. A corto plazo, el diferencial entre los tipos de interés de los pagarés de empresa y de los depósitos volvió a superar los 20 puntos básicos.

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 12

%	dic-05	dic-06	dic-07	jun-07	sep-07	dic-07	mar-08	jun-08
Pagarés de empresa²								
3 meses	2,58	3,78	4,97	4,25	4,87	4,97	4,74	5,11
6 meses	2,74	3,91	4,91	4,39	4,91	4,91	4,74	5,20
12 meses	2,93	4,00	4,85	4,61	4,91	4,85	4,73	5,37
Diferencial con depósitos interbancarios								
3 meses	12	11	14	12	17	14	17	24
6 meses	15	14	12	13	20	12	17	25
12 meses	16	9	9	13	20	9	15	23

Fuente: AIAF y AFI.

1 Promedio de datos diarios. Los datos de junio del 2008 corresponden al promedio entre el 13 de junio y el 13 de mayo.

2 Negociados en el mercado AIAF de renta fija privada.

A medio y largo plazo, los tipos de la renta fija privada crecieron de forma sustancial en el segundo trimestre de 2008, especialmente en los plazos a tres y cinco años, que aumentaron más de un punto porcentual respecto al trimestre anterior. El mayor incremento de los tipos de interés de plazo largo respecto a los de corto plazo en el periodo de referencia amplió la pendiente de la curva de tipos de deuda corporativa, desde los 10 puntos básicos hasta los 60 puntos básicos (diez años menos tres meses). Hay que recordar que esta curva a finales de 2007 mostraba un signo negativo.

El incremento de los tipos de la deuda española a largo plazo en el segundo trimestre del año fue superior al de la deuda alemana, lo que amplió el diferencial de tipos de interés entre ambas economías para el plazo de 10 años desde 23 puntos básicos en el primer trimestre hasta 30 puntos básicos en el segundo, significativamente por encima del diferencial medio de los últimos años⁷. Este comportamiento ha sido relativamente generalizado entre las economías europeas más importantes.

Los diferenciales medios entre la rentabilidad de la renta fija privada y la deuda pública a medio y largo plazo superaron de forma amplia los 110 puntos básicos en todos los plazos de referencia (véase cuadro 13), lo que supone un aumento cercano a 100 puntos básicos respecto a las primas observadas hace un año.

Rentabilidad de la deuda pública y la renta fija privada a medio y largo plazo ¹ CUADRO 13

%	dic-05	dic-06	dic-07	jun-07	sep-07	dic-07	mar-08	jun-08
Renta fija privada²								
3 años	3,15	4,04	4,59	4,75	4,35	4,59	4,21	5,49
5 años	3,48	4,14	4,65	4,84	4,42	4,65	4,41	5,68
10 años	3,89	4,26	4,94	5,02	4,68	4,94	4,82	5,73
Deuda pública								
3 años	2,91	3,74	4,07	4,51	4,09	4,07	3,50	4,37
5 años	3,06	3,77	4,14	4,56	4,20	4,14	3,62	4,35
10 años	3,36	3,81	4,27	4,63	4,37	4,27	3,87	4,57
Diferencial³								
3 años	25	30	52	25	26	52	71	112
5 años	42	37	51	28	22	51	79	134
10 años	54	45	67	39	31	67	94	115

Fuente: Thomson Datastream y AIAF.

¹ Promedio de datos diarios. Los datos de junio de 2008 corresponden al promedio entre el 13 de junio y el 13 de mayo.

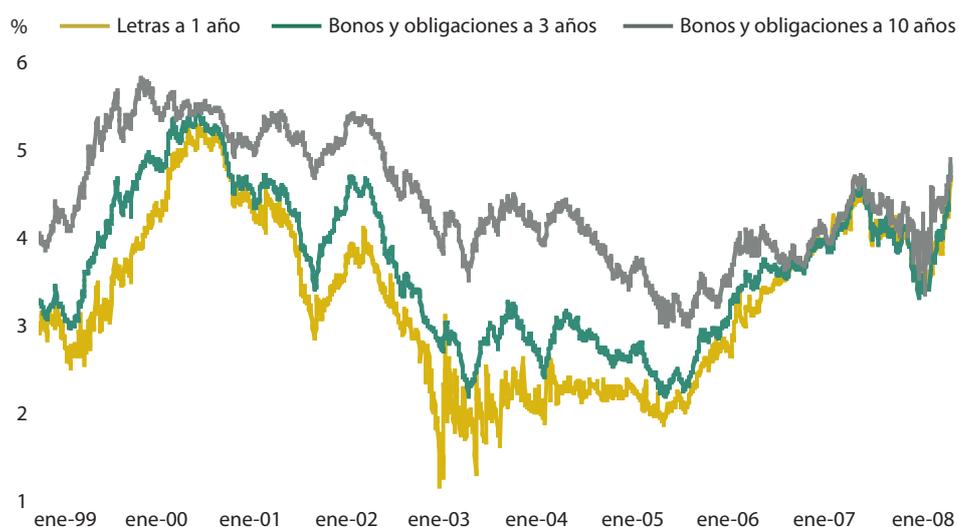
² Bonos y obligaciones en operaciones a vencimiento negociadas en el mercado AIAF.

³ En puntos básicos.

⁷ El diferencial medio entre la rentabilidad de la deuda española a diez años respecto a la alemana entre el 1 de enero de 2003 y el 31 de julio de 2007 fue de 0,01 puntos porcentuales.

Rentabilidades de la deuda pública española ¹

GRÁFICO 7



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 13 de junio.

Las calificaciones de riesgo crediticio de las emisiones registradas en la CNMV que cotizan en AIAF mantuvieron su estructura habitual, sin que se observasen cambios que pudieran tener origen en la crisis de confianza en el mercado interbancario. En todas las emisiones de bonos garantizados, el porcentaje con calificaciones AAA continuó siendo muy elevado, de más del 90% (véase cuadro 14). Los bonos y obligaciones simples siguieron teniendo principalmente calificaciones AA y A. Las calificaciones más bajas correspondieron como en trimestres anteriores a las participaciones preferentes, pues un 49% son BBB o tienen calificación inferior.

Calificaciones de riesgo crediticio de las emisiones registradas en la CNMV que cotizan en AIAF ¹

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)	23.889,6	344.906,8	152.633,0	15.905,0	1.178,1	81.094,9	41.043,2	21.877,1	682.527,7
Porcentaje	100,0	100,0	99,0	96,4	100,0	95,8	84,1	94,5	97,9
<i>Investment grade</i>									
AAA	93,6	94,4	89,2	96,4	83,9	4,5	3,6	0,0	72,1
AA	0,8	1,0	9,8	0,0	13,5	53,4	26,4	4,3	11,2
A	4,0	2,0	0,0	0,0	0,0	37,8	50,1	41,2	10,6
BBB	0,9	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	4,0	35,5	2,3
<i>Speculative grade</i>									
<BBB	0,8	1,0	0,0	0,0	2,6	0,0	0,0	13,4	0,9
Sin calificación crediticia									
Importe (millones de euros)	0,0	0,0	1.617,5	600,0	0,0	3.590,2	7.751,1	1.281,5	14.840,3
Porcentaje	0,0	0,0	1,0	3,6	0,0	4,2	15,9	5,5	2,1

Fuente: CNMV.

¹ Saldos vivos a 31 de mayo de 2008.

En el segundo trimestre de 2008 las emisiones de bonos de titulización mostraron un descenso apreciable en términos trimestrales e interanuales (véase cuadro 15) con un volumen cercano a los 21.800 millones de euros, frente a más de 28.000 en el primer trimestre de 2008 y más de 31.500 millones en el segundo trimestre de 2007. La distribución de entidades por tipo de calificación apenas varió durante el trimestre, destacando el leve aumento de la importancia de las emisiones con *rating* A y el descenso de la importancia de las emisiones con *rating* inferior a BBB.

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

CUADRO 15

% s/total, salvo otra indicación

	2006		2007		2008		
	IV	I	II	III	IV	I	II ²
Importe (millones de euros)	39.766	39.392	31.518	17.898	52.819	28.657	21.782
Porcentaje	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>Investment grade</i>							
AAA	94,2	96,7	94,6	92,9	93,7	93,7	93,7
AA	1,1	1,2	1,2	0,7	1,0	1,3	0,2
A	2,3	0,5	1,9	2,9	1,8	1,6	3,3
BBB	1,4	1,1	1,6	2,0	2,0	1,5	1,4
<i>Speculative grade</i>							
<BBB	1,0	0,5	0,8	1,4	1,5	1,9	1,3

Fuente: CNMV.

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

2 Datos hasta el 15 de junio.

4 Mercados de renta variable en España

4.1 Precios

El mercado bursátil español se mantuvo relativamente estable (experimentó una caída modesta) en el segundo trimestre de 2008. El Ibex 35 cedió un 2,0%, en línea con las pérdidas mostradas por otros índices europeos como el Euro Stoxx 50 (-1,8%), el Mib 30 (-0,6%) o el Cac 40 (-0,5%), pero en contraste con las ganancias de la bolsa alemana (3,5%) y de los mercados estadounidenses (véase cuadro 6). Con todo, el mejor comportamiento relativo de la bolsa española en el primer trimestre del año permite que el descenso acumulado en 2008 sea del 13,8%, el menor de todas las bolsas relevantes europeas salvo el FTSE 100 (que pierde un 10,1%).

El resto de los principales índices del mercado bursátil español mostraron pérdidas similares en el segundo trimestre del año, algo superiores al 2%, lo que deja caídas en el conjunto del año de entre el 13,2% en la bolsa de Valencia y el 16% en la de Barcelona. Las empresas de mediana y pequeña capitalización mostraron pérdidas más elevadas que los índices anteriores: del 7,5% en el trimestre en ambos casos (véase cuadro 16).

Los índices FTSE Latibex volvieron a protagonizar ganancias importantes en el segundo trimestre del año, tras los descensos de los primeros meses, como consecuencia de la buena evolución de las empresas ligadas a estos índices. En el periodo de referencia destacó la revalorización del FTSE Latibex Brasil, que fue del 26,8% (12,6% en lo que va de año y 64% en 2007).

La variabilidad de los precios de la renta variable nacional en el segundo trimestre de 2008 fue inferior a la del primer trimestre, si bien continuó siendo algo más elevada que la media registrada entre el año 2003 y el inicio de la crisis asociada a las hipotecas de alto riesgo norteamericanas⁸ (16,0%). La volatilidad implícita *at the Money* (ATM) del primer vencimiento de las opciones sobre el Ibex 35 fue del 22,2% en promedio en el segundo trimestre del año, frente al 31,2% del primero. La volatilidad registró un máximo superior al 50% el 17 de marzo, algo que no se producía desde finales de 2002 (véase gráfico 8). Tras ese repunte se produjo un descenso intenso en las semanas posteriores, y en los últimos días muestra valores cercanos al 25%.

Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español

CUADRO 16

% anual, salvo otra indicación	2006	2007	IV 07	I 08	2008 – jun ¹			
					Índice	% trim	% s/dic 07	% anual
Ibex 35	31,8	7,3	4,2	-12,6	12.999	-2,0	-14,4	-13,8
IGBM ²	34,5	5,6	2,6	-12,4	1.398	-2,8	-14,8	-15,8
Barcelona	29,3	5,2	3,3	-13,8	1.003	-2,6	-16,0	-14,5
Bilbao	34,1	1,9	1,5	-12,8	2.234	-2,5	-14,9	-17,8
Valencia	35,3	7,0	2,4	-12,3	1.178	-1,1	-13,2	-13,0
Ibex con dividendos	36,0	10,7	4,9	-12,0	22.352	4,3	-8,1	-0,8
Ibex Medium Cap ³	42,1	-10,4	-10,4	-9,8	14.707	-7,5	-16,5	-34,8
Ibex Small Cap ⁴	54,4	-5,4	-11,0	-13,6	11.668	-7,5	-20,1	-33,9
BCN-Mid 50 ⁵	51,0	-11,7	-13,0	-10,7	26.814	-7,9	-17,8	-35,4
FTSE Latibex All-share ⁶	23,8	57,8	9,5	-10,5	3.854	17,8	5,4	28,0
FTSE Latibex Top ⁷	18,2	33,7	2,0	-6,2	5.804	22,4	14,9	19,2
FTSE Latibex Brasil ⁸	24,3 *	64,0	7,3	-11,2	15.891	26,8	12,6	40,4

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y Sociedad de Bolsas.

1 Datos hasta el 13 de junio excepto en el Ibex con dividendos, que corresponde al 30 de abril. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 13 de junio (30 de abril en el Ibex con dividendos) y el 31 de marzo.

2 Índice General de la Bolsa de Madrid.

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

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

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

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

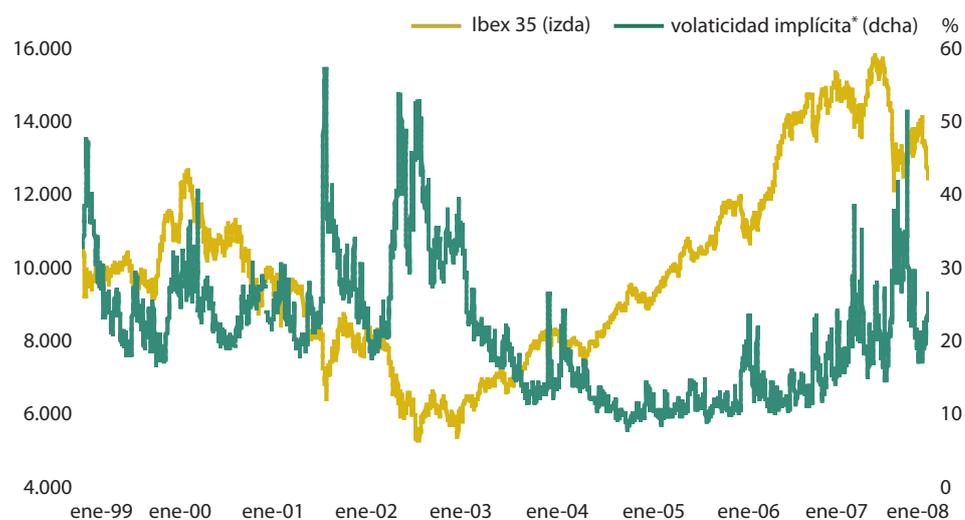
7 Índice de los principales valores del mercado Latibex.

8 Índice de los principales valores brasileños del mercado Latibex.

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

Evolución del Ibex 35 y de la volatilidad implícita

GRÁFICO 8



Fuente: Thomson Datastream y MEFF.

* Volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento. Datos hasta el 13 de junio de 2008.

8 Entre el 1 de enero de 2003 y el 31 de julio de 2007 el promedio de la volatilidad implícita fue del 16,0%.

Las pérdidas se produjeron en todos los sectores del mercado salvo el de petróleo y energía y en una parte significativa de los valores de mayor importancia en el IGBM (véase cuadro 17). Por lo que respecta al sector de petróleo y energía, los precios se mantuvieron prácticamente estables en el segundo trimestre del año, ya que la fuerte revalorización protagonizada por Repsol, que ganó un 24,0% y tuvo una repercusión positiva en el índice superior a 0,8 puntos porcentuales, fue prácticamente compensada por las pérdidas de Iberdrola, sociedad que tuvo la repercusión más negativa en el índice (restó 67 puntos porcentuales, véase cuadro 18).

Los descensos de precios más intensos se produjeron en el sector de servicios financieros e inmobiliarios (-4,1%), especialmente en el subsector de inmobiliarias y otros con una caída superior al 19%. El peso reducido de estas entidades en el índice hizo que las elevadas pérdidas de algunas inmobiliarias (incluso superiores al 40%) no tuvieran un impacto elevado en el índice general (véase cuadro 19). El subsector de banca también mostró pérdidas (-3,3%) y, aunque las entidades financieras más importantes en términos de capitalización mostraron un comportamiento mejor que el conjunto del sector, únicamente cuatro bancos fueron responsables de casi un punto porcentual de la caída del índice en el segundo trimestre de 2008.

Otros sectores que mostraron pérdidas en el trimestre fueron el de tecnología y telecomunicaciones, que experimentó una caída del 1,8% debido al descenso de Telefónica (-1,7%), y también otros sectores cíclicos (bienes de consumo y servicios de consumo), que reflejan la desaceleración del consumo interno. En particular, Inditex tuvo una repercusión negativa sustancial en el índice.

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

% anual, salvo otra indicación	ponderación ²	2007	IV 07	I 08	2008- jun ³		
					% trim	% s/dic 07	% anual
Servicios financieros e inmobiliarios							
Inmobiliarias y otros	40,22	-5,5	3,6	-13,8	-4,1	-17,3	-21,5
Banca	1,56	-40,6	-14,7	-12,2	-19,2	-29,0	-39,8
BBVA	35,81	-3,6	4,8	-13,8	-3,3	-16,7	-20,1
Santander	12,67	-8,1	1,9	-16,8	-1,8	-18,3	-25,2
Petróleo y energía	16,20	4,6	8,5	-14,7	-0,9	-15,5	-10,4
Iberdrola	20,68	13,0	0,0	-8,0	0,1	-7,9	-11,9
	9,77	25,6	1,0	-5,6	-6,8	-12,0	-17,9
Mat. básicos, industria y construcción							
Construcción	9,50	-3,2	-2,5	-11,3	-0,3	-11,6	-24,6
Tecnología y telecom.	5,12	-10,1	1,1	-13,9	-2,9	-16,4	-31,5
Telefónica	19,34	34,3	12,2	-17,7	-1,8	-19,2	6,3
Bienes de consumo	18,59	37,8	13,2	-18,1	-1,7	-19,4	8,1
Servicios de consumo	6,10	6,1	-8,0	-4,9	-4,3	-9,0	-19,0
	4,16	-8,0	-4,9	-8,9	-13,2	-20,9	-32,6

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 2008.

3 Datos hasta el 13 de junio. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 13 de junio y el 31 de marzo de 2008.

Las empresas del sector de materiales básicos, industria y construcción apenas cedieron un 0,3% en el trimestre a pesar del descenso de los precios de las

empresas de la construcción (-2,9%). De las cinco sociedades que presentaron mayores ganancias en el segundo trimestre de 2008, tres pertenecen a este sector de materiales básicos, industria y construcción, con revalorizaciones de entre el 17% y el 20%. También destaca Gamesa que, con un incremento menos significativo que las anteriores, tuvo un impacto relevante en el índice (0,16 puntos porcentuales), únicamente por detrás de Repsol.

Valores con mayor impacto en la variación del IGBM¹

CUADRO 18

Valor	Sector	2008- jun ²		
		% trim	% s/dic 07	% anual
Con impacto positivo				
Repsol	Petróleo y energía	0,83	0,39	0,02
Gamesa	Mat. básicos, industria y construcción	0,16	0,05	0,26
Con impacto negativo				
Iberdrola	Petróleo y energía	-0,67	-1,17	-1,63
Telefónica	Tecnología y telecomunicaciones	-0,31	-3,61	1,82
Banco Popular Español	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,28	-0,33	-0,78
Banco Sabadell	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,26	-0,35	-0,49
BBVA	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,23	-2,31	-2,88
Inditex	Bienes de consumo	-0,21	-0,42	-0,50
Banco Santander	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,15	-2,51	-1,42

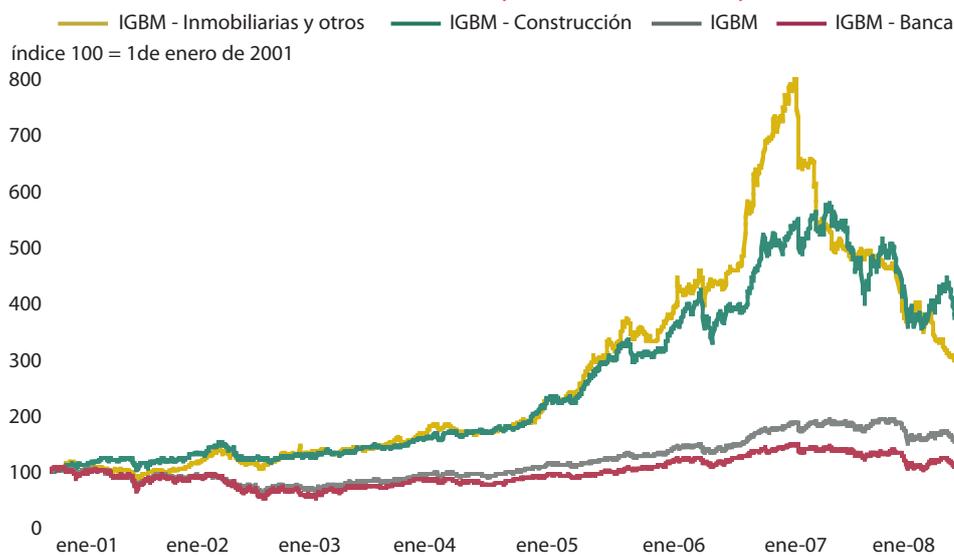
Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

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 13 de junio.

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

GRÁFICO 9



Fuente: Bolsa de Madrid.

1 Datos hasta el 13 de junio.

Valores del IGBM con mayor variación trimestral

CUADRO 19

Valor	Sector	2008- jun ¹		
		% trim	% s/dic 07	% anual
Ganan				
Codere	Servicios de consumo	27,21	-24,23	-
Repsol	Petróleo y energía	24,02	11,20	0,52
Arcelor Mittal	Mat. básicos, industria y construcción	20,87	18,13	31,55
Befesa Medio Ambiente	Mat. básicos, industria y construcción	18,96	23,71	-15,35
Nicolás Correa	Mat. básicos, industria y construcción	17,37	21,78	-1,91
Pierden				
Afirma	Servicios financieros e inmobiliarios	-64,88	-83,00	-92,34
Cleops	Mat. básicos, industria y construcción	-56,57	-50,83	-45,03
Renta Corporación	Servicios financieros e inmobiliarios	-54,26	-66,62	-83,11
Urbas Guardahermosa	Servicios financieros e inmobiliarios	-42,86	-54,84	-83,23
Itinere Infraestructuras	Servicios de consumo	-36,30	-34,85	-39,90

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

¹ Datos hasta el 13 de junio. La variación trimestral es entre el 13 de junio y el 31 de marzo de 2008.

Valores del IGBM con mayor variación trimestral

CUADRO 20

Valor	Sector	2008- jun ¹	
		% s/dic 07	% trim
Ganan			
Arcelor Mittal	Mat. básicos, industria y construcción	31,55	20,87
Grifols	Bienes de consumo	30,16	13,92
Red Eléctrica de España	Petróleo y energía	27,20	10,57
Gamesa	Mat. básicos, industria y construcción	27,03	16,75
Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles	Mat. básicos, industria y construcción	24,96	4,13
Pierden			
Afirma	Servicios financieros e inmobiliarios	-92,34	-64,88
Actuaciones actividades e inv. inmobiliarias	Servicios financieros e inmobiliarios	-92,32	-36,24
Urbas Guardahermosa	Servicios financieros e inmobiliarios	-83,23	-42,86
Renta Corporación	Servicios financieros e inmobiliarios	-83,11	-54,26
Inmobiliaria Colonial	Servicios financieros e inmobiliarios	-82,73	-29,55

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

¹ Datos hasta el 13 de junio. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 13 de junio y el 31 de marzo de 2008.

El cuadro 21 muestra un resumen de la rentabilidad de las empresas del IGBM. En él se puede apreciar una cierta mejoría en los datos del segundo trimestre respecto al primero, ya que el porcentaje de entidades con pérdidas descendió desde el 77% hasta casi el 69%, mientras que el porcentaje de entidades con rentabilidades superiores al 10% aumentó desde el 3% hasta el 9%.

Rangos de rentabilidad de las empresas del IGBM

CUADRO 21

% s/ total empresas del IGBM	II 07	III 07 ¹	IV 07	I 08	II 08 ¹
≥ 25%	4,9	1,6	0,0	0,0	0,7
Del 10% hasta el 25%	10,7	4,7	7,9	3,0	8,2
Del 0% hasta el 10%	21,3	18,8	19,7	20,0	22,4
≤ 0%	63,1	75,0	72,4	77,0	68,7
Pro-memoria: nº total de empresas					
	122	128	127	135	134

Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 13 de junio.

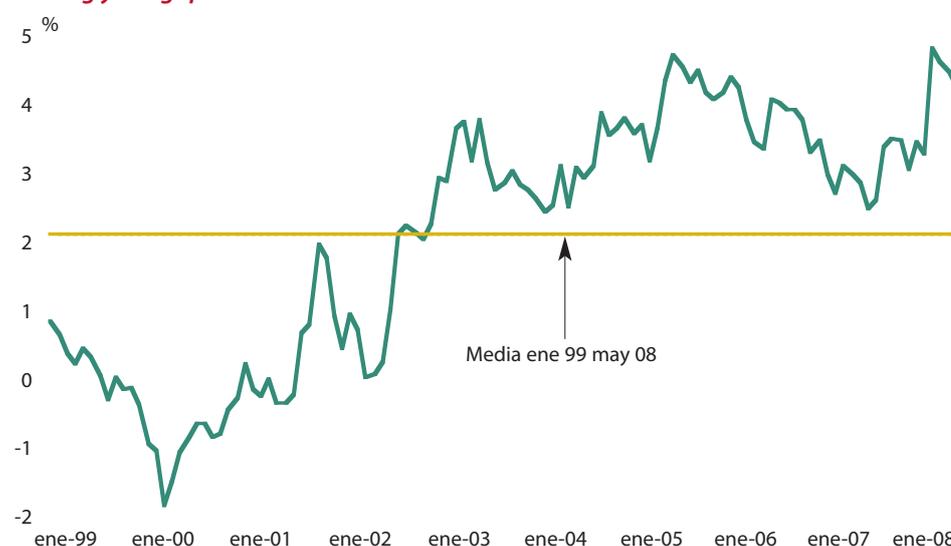
Como se observa en el cuadro 10, la ratio precio sobre beneficios del Ibex 35 descendió ligeramente en el segundo trimestre de 2008 hasta el 11,33 desde el 11,55 del primer trimestre, en línea con el descenso de sus precios en dicho

periodo. Aunque este comportamiento contrasta con el aumento de estas ratios en otras bolsas europeas, lo cierto es que el nivel del PER de la bolsa española es el más elevado del conjunto de bolsas europeas y el más cercano a los niveles de las bolsas norteamericanas.

El notable aumento de los tipos de interés a largo plazo de los mercados financieros domésticos compensó con creces el ligero descenso ya comentado del PER, dando lugar a una intensa moderación del exceso de rentabilidad bursátil sobre los tipos de interés a largo plazo (o *earning yield gap*) entre el primer y el segundo trimestre de 2008. El *earning yield gap* se situó en el 4,2% a finales de mayo desde el 4,5% del mes de marzo, aún significativamente por encima de la media histórica desde 1999, algo superior al 2%.

Earning yield gap¹ del Ibex 35

GRÁFICO 10



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

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

4.2 Actividad: contratación y liquidez

La contratación en el mercado bursátil español descendió de forma sustancial en el segundo trimestre de 2008 respecto a las cifras del primer trimestre y también respecto a las del año anterior (véase cuadro 22). La contratación media diaria desde abril hasta mediados de junio ascendió a 4.868 millones de euros, lo que supone un descenso del 21,2% respecto a la media diaria del primer trimestre (6.181 millones de euros) y del 31,7% respecto a la media diaria del segundo trimestre de 2007 (7.125 millones de euros).

El descenso de la contratación en el mercado continuo (con datos acumulados de doce meses) fue mayor que el experimentado por la capitalización hasta mayo de 2008. Por tanto, la ratio entre la contratación y la capitalización o rotación descendió hasta 185,8 desde 188 que mostraba a finales de 2007. No se producía un descenso en la ratio de rotación desde 2001 (véase gráfico 11).

Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 22

Importes en millones de euros	2005	2006	2007	II 07	III 07	IV 07	I 08	II 08 ¹
Total bolsas	854.145	1.154.294	1.667.219	441.725	372.131	434.823	383.254	258.023
Mercado continuo	847.664	1.146.390	1.658.019	439.664	370.417	432.081	380.935	256.454
Corros	5.899	5.318	1.154	209	98	274	44	23
de los que SICAV ²	4.864	3.980	362	57	32	15	6	2
MAB ³	-	1.814	6.985	1.605	1.369	2.240	1.966	1.376
Segundo Mercado	26	49	193	22	38	12	3	18
Latibex	557	723	868	226	209	216	306	153
Pro-memoria: contratación de no residentes (% s/ total bolsas)								
	57,1	58,2	61,6	61,7	63,4	62,3	nd	nd

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados hasta el 13 de junio.

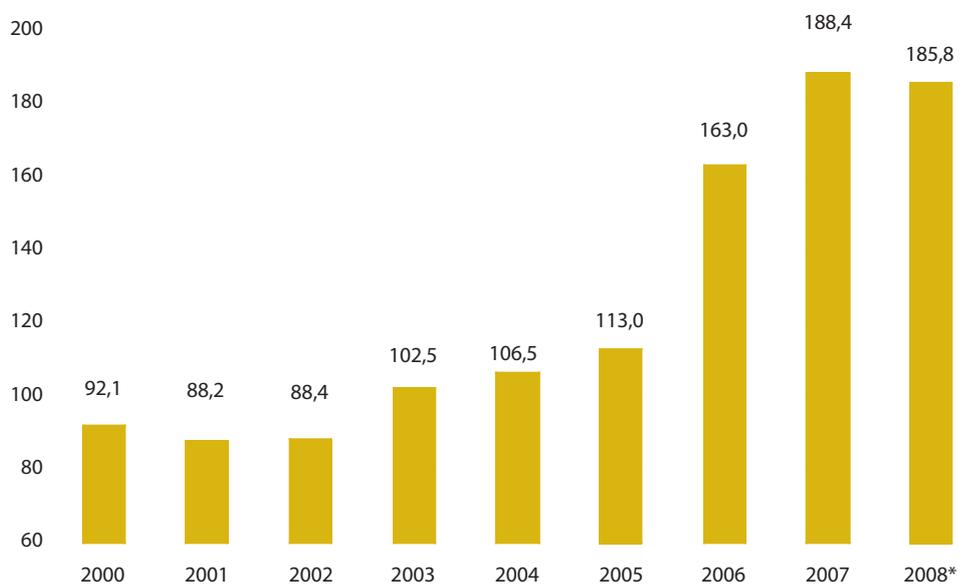
2 Sociedades de inversión de carácter financiero.

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

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

Rotación¹ del mercado bursátil español

GRÁFICO 11



Fuente: CNMV y Sociedad de Bolsas.

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

* Datos hasta mayo.

4.3 Resultados de las empresas cotizadas

La evolución de los resultados de las empresas cotizadas en el mercado continuo español en 2007 se puede calificar como favorable, ya que, en términos agregados, el beneficio antes de impuestos fue cercano a los 73.000 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 15% respecto a las cifras de 2006. Sin embargo, se observa una heterogeneidad considerable entre los diversos sectores, como consecuencia de los efectos de las turbulencias financieras y de la distinta sensibilidad de las empresas cotizadas a la desaceleración de la economía española.

Entre los sectores que presentaron un mayor crecimiento en los beneficios agregados de 2007 destaca el de transportes y telecomunicaciones, casi un 50%, debido al buen comportamiento de Telefónica. Destaca igualmente el sector bancos, cuyo beneficio antes de impuestos creció más de un 24%, aunque en este

caso el comportamiento fue relativamente positivo para casi todas las entidades que componen el sector. El beneficio antes de impuestos de los dos bancos de mayor tamaño⁹ (Santander y BBVA) creció un 22,7%. Las empresas aseguradoras también obtuvieron unos beneficios significativamente superiores a los de 2006 (67,1%).

Resultado antes de impuestos¹ de las empresas del IGBM

CUADRO 23

Miles de euros, salvo otra indicación

	2006	2007	% var. anual
Bancos	20.386.612	25.345.317	24,3
Santander	8.995.386	11.175.241	24,2
BBVA	7.030.336	8.494.568	20,8
Transportes y comunicaciones	7.986.253	11.974.536	49,9
Telefónica	6.763.829	10.684.153	58,0
Energía y agua	9.884.333	11.367.317	15,0
Endesa	3.990.000	3.889.000	-2,5
Iberdrola	2.386.176	3.098.806	29,9
Petróleo	6.758.144	6.863.324	1,6
Repsol YPF	5.568.000	5.693.000	2,2
Construcción	5.906.480	6.431.735	8,9
Sociedades de cartera	2.991.909	1.958.973	-34,5
Textil y papeleras	1.353.060	1.780.910	31,6
Seguros	1.041.732	1.741.172	67,1
Inmobiliarias	2.387.604	1.099.546	-53,9
Minería y metálicas básicas	1.015.468	756.724	-25,5
Cementos y Mat. Construcción	447.106	529.591	18,4
Alimentación	392.686	312.558	-20,4
Metal Mecánica	727.073	226.116	-68,9
Químicas	125.544	87.601	-30,2
Otros	1.919.869	2.426.100	26,4
Total IGBM	63.323.873	72.901.520	15,1

Fuente: CNMV y elaboración propia.

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

Las sociedades cotizadas pertenecientes a los sectores relacionados con la energía y agua y el petróleo tuvieron un comportamiento más heterogéneo, dado que algunas entidades mostraron un crecimiento significativo en su beneficio antes de impuestos (Iberdrola), mientras que otras registraron descensos moderados (Endesa o Cepsa).

El descenso más pronunciado en los resultados se produjo en las sociedades inmobiliarias, cuyos resultados conjuntos antes de impuestos quedaron en 1.099 millones de euros en 2007, un 54% menos que en el ejercicio precedente. En términos absolutos destaca el descenso del beneficio de Corporación Financiera Alba¹⁰, y también la entrada en pérdidas de varias entidades, las más significativas por este orden las de Astroc, AISA y Martin Fadesa.

⁹ El beneficio conjunto de estas dos sociedades concentró el 78% de los resultados agregados totales del sector.

¹⁰ Desde 918 millones de euros en 2006 hasta 525 millones en 2007.

II Informes y análisis

Evolución de la rentabilidad de las sociedades cotizadas en el periodo 2004 - 2007

Antonio Cano Muñoz (*)

(*) Antonio Cano Muñoz pertenece a la Dirección de Informes Financieros y Contables de la CNMV.

1 Introducción

La finalidad del presente artículo es analizar la evolución de la rentabilidad de las sociedades cotizadas en las bolsas españolas y de sus principales componentes en los ejercicios económicos comprendidos entre 2004 y 2007, a partir de la información financiera elaborada de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) adoptadas por la Unión Europea, que dichas sociedades están obligadas a remitir a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

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

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

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

La Circular 1/2005 de la CNMV inició la adaptación de los modelos de información pública periódica al nuevo marco contable propiciado por las NIIF en el ámbito consolidado de los emisores y desde entonces la información contable se remite al amparo de la nueva normativa.

El presente trabajo toma como muestra las cifras consolidadas de las entidades cotizadas que tienen que aplicar las NIIF a partir del ejercicio 2005, incluyendo las cifras comparativas de 2004 y evitando, así, que los datos pierdan homogeneidad si el análisis se extiende a ejercicios sometidos a una norma contable diferente.

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

2 Datos e Indicadores

El análisis pretende proporcionar una visión general de la evolución de la rentabilidad de las entidades cotizadas durante los ejercicios 2004 a 2007. Los datos contables proceden de la información pública que remiten las sociedades cotizadas, lo cual incluye a los emisores de acciones y de otros valores admitidos a negociación en bolsas de valores.

En concreto, la muestra se compone de los estados contables de las sociedades obligadas a remitir información pública periódica consolidada elaborada con NIIF. Se han excluido las entidades extranjeras, las entidades oficiales y las entidades que consolidan en una entidad dominante que pertenece al mismo sector. La muestra resultante cubre el 82,2% del total de entidades cotizadas a cierre del 2007 y representa el 97,3 del volumen total de activos de las empresas admitidas a negociación.

El análisis de rentabilidad se realiza tanto a nivel agregado como sectorial, distinguiendo entre los cinco sectores de actividad: energía, industria, construcción e inmobiliarias, servicios y entidades de crédito (ECAS). En el cuadro 1 aparece el número de empresas consideradas para cada sector de actividad:

Nº de entidades por sectores				CUADRO 1
	2004	2005	2006	2007
Energía	14	14	15	15
Industria	43	43	49	50
Construcción e inmobiliaria	27	27	28	28
Servicios	27	27	29	33
ECAS	22	22	22	22
Total agregado	133	133	143	148

Fuente: elaboración propia.

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

3 La rentabilidad del patrimonio neto

El ROE es uno de los indicadores más relevantes para la toma de decisiones de inversión. En el cuadro 2 se presenta la evolución, desde 2004 hasta 2007, del ROE para el conjunto de la muestra y para cada sector:

ROE

CUADRO 2

	2004	2005	2006	2007
Energía	15,15%	20,63%	18,58%	15,92%
Industria	16,50%	16,01%	20,56%	17,14%
Construcción e inmobiliaria	17,27%	19,42%	29,77%	18,32%
Servicios	19,96%	25,39%	27,57%	32,38%
ECAS	13,10%	17,23%	19,09%	19,11%
Total agregado	15,19%	19,40%	21,38%	19,65%

Fuente: elaboración propia.

Tal y como se aprecia, entre 2004 y 2006 se produjo un incremento sostenido de la rentabilidad del capital hasta superar el 21% en 2006. En 2007 se produce por primera vez, en el periodo analizado, un descenso en el crecimiento del ROE, si bien se mantiene en el 19,6%, nivel superior a la media de los últimos cuatro años.

Hasta 2006, la evolución favorable se debió al buen comportamiento de los resultados empresariales, pues se produjo en paralelo un incremento significativo del patrimonio neto de las sociedades cotizadas a partir de 2004, alcanzando incluso un incremento de dos dígitos en 2005 y 2006, motivado por la financiación con recursos propios de algunas de las operaciones de expansión societaria. El menor crecimiento del ROE en 2007 se debe a los peores resultados en el sector no financiero y al crecimiento del patrimonio neto agregado.

Por sectores, los hechos más destacados son los siguientes:

- **Energía:** Su evolución está afectada por las elevadas plusvalías registradas en el año 2005 por dos compañías eléctricas, resultado de sendas operaciones no recurrentes. El dato excepcional de 2005 determina la disminución del ROE de 2006. En 2007 continua la reducción, condicionada por la financiación con recursos propios de parte de la fuerte inversión realizada en el exterior y por los escasos resultados operativos obtenidos. En algunas empresas del sector petrolero se ralentiza el crecimiento del ROE en 2006 debido a la caída de los márgenes de refino respecto de los elevados márgenes de 2005 y, en 2007, por la depreciación del dólar estadounidense frente al euro, junto a la reducción de la producción de hidrocarburos.
- **Industria:** Cabe destacar el aumento del ROE de 4 puntos porcentuales entre 2005 y 2006 hasta llegar al 20% debido, sobre todo, a la favorable evolución de esta variable en las sociedades transformadoras de metales y en las metálicas básicas, por la evolución positiva del mercado del acero inoxidable. Ello compensa los resultados menos expansivos de las empresas químicas cotizadas. Sin embargo, en el segundo semestre de 2007 se produjo una cierta desaceleración en los resultados al aumentar los costes de las materias primas y la carga financiera.
- **Construcción e inmobiliaria:** El incremento sostenido de la demanda permitió la elevación de la rentabilidad en casi todo el periodo analizado. Sin embargo, el elevado endeudamiento incurrido en los últimos años para financiar la diversificación de las inversiones, su mayor coste y el agotamiento del ciclo alcista de la construcción, explican la pronunciada

desaceleración registrada en 2007 y provocan cierta incertidumbre sobre cual será el comportamiento de los resultados en los próximos ejercicios.

Por otra parte, los resultados de 2006 de las inmobiliarias se vieron influidos favorablemente por el cambio de tratamiento contable, permitido por las NIIF, consistente en la valoración de sus inversiones inmobiliarias por su valor razonable. Se trata de apuntes contables que no generan tesorería pero que afectan a los resultados registrados. La evolución de las cotizaciones de algunos valores y el cambio de signo del ciclo inmobiliario están ya suponiendo ajustes negativos en las valoraciones reconocidas contablemente.

- **Servicios:** Este sector es el único que ha evolucionado favorablemente en el segundo semestre de 2007 y ha conseguido unas rentabilidades sobre el patrimonio neto muy elevadas y crecientes en los ejercicios objeto de estudio, hasta alcanzar el 32,4% en 2007. A ello han contribuido la positiva evolución del subsector de la telefonía móvil y los buenos resultados de las sociedades adquiridas.
- **ECAS:** El crecimiento de la rentabilidad en este sector obedece al fuerte aumento de los resultados, por encima del 20% en 2005, 2006 y 2007. Ello se basa, en parte, en la constante mejora de la ratio de eficiencia de bancos y cajas, que en 2007 se ha situado en el 40% y en el 38%, respectivamente. Además, la subida del tipo de interés oficial del Banco Central Europeo en el periodo analizado ha propiciado aumentos del margen de intermediación.

Finalmente, la expansión de las inversiones internacionales, sobre todo de los principales bancos, y el crecimiento de la actividad crediticia de las entidades de crédito en España han favorecido al crecimiento del ROE. Sin embargo, se aprecia un cierto estancamiento, aunque en un nivel elevado, al mantenerse en el 19%.

4 Los principales componentes de la rentabilidad

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

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

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

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

4.1 La rentabilidad de las inversiones

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

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

ROI	2004	2005	2006	2007
Energía	7,67%	10,22%	9,57%	9,08%
Industria	9,22%	9,01%	11,62%	11,49%
Construcción e inmobiliaria	7,58%	8,33%	10,12%	7,78%
Servicios	9,12%	10,53%	10,80%	12,10%
ECAS	1,94%	2,83%	2,96%	3,77%
Total agregado	2,95%	3,95%	4,24%	4,84%

CUADRO 3

Fuente: elaboración propia.

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

- **Energía:** Tras alcanzar los dos dígitos en 2005, la rentabilidad de las inversiones tuvo una evolución descendente en 2006 y 2007. La causa, en este último ejercicio, se encuentra en la fuerte inversión corporativa efectuada por una compañía eléctrica y en la disminución del precio de venta de productos de exploración y producción en las empresas petroleras, por el impacto de la depreciación del dólar estadounidense frente al euro.
- **Industria:** Este sector ha tenido un comportamiento favorable en el periodo considerado, alcanzando un ROI del 11,5% en 2007. La expansión de la demanda ha permitido a las empresas del sector trasladar a los precios de venta el encarecimiento de las materias primas (como el níquel), mitigando su impacto adverso sobre los resultados, si bien en el segundo semestre de 2007 se aprecian signos de debilidad en la demanda ante la persistencia del aumento de precios.
- **Construcción e inmobiliaria:** El incremento de los resultados desde 2004, comentado en la anterior sección, ha permitido elevar el ROI, a pesar del aumento de la inversión propiciada por varias combinaciones de negocio en 2006, sobre todo en el subsector inmobiliario. Sin embargo, en 2007 se registra la primera ralentización en el crecimiento del indicador, debido no sólo al estancamiento comentado de los valores razonables de las inversiones inmobiliarias, sino también al mantenimiento de un elevado dinamismo inversor.
- **Servicios:** La rentabilidad de las inversiones se situó por encima del 10% a partir de 2005, pero sin superar la barrera del 12% hasta el segundo semestre de 2007, cuando las fuertes inversiones del subsector de las

comunicaciones ofrecieron mayores retornos. El periodo de maduración de las adquisiciones seguramente marcará la tendencia del ROI en los próximos periodos.

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

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

4.1.1 El margen de los ingresos

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

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

Margen de los ingresos	CUADRO 4			
	2004	2005	2006	2007
Energía	11,30%	12,40%	11,49%	12,37%
Industria	7,48%	6,63%	8,28%	8,83%
Construcción e inmobiliaria	10,62%	12,06%	21,24%	19,37%
Servicios	13,79%	14,19%	15,30%	17,70%
Total agregado	11,24%	11,96%	13,67%	14,64%

Fuente: elaboración propia.

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

- **Energía:** El margen de las ventas se ha mantenido en el periodo considerado por encima del 11%, favorecido por una contención de los costes de aprovisionamiento en el subsector energético a pesar del peor comportamiento en el subsector petrolífero, debido a la dificultad para repercutir las subidas de precio del barril de petróleo en los últimos dos años. En 2006 destacó el crecimiento de las ventas del subsector de agua y gas por la generación de electricidad con ciclos combinados.
- **Industria:** Es el sector que tradicionalmente cuenta con menores márgenes en términos relativos, aunque se han mantenido positivos y mostrado una

ligera tendencia al alza. El aumento de sus ventas al exterior, en particular al resto de la zona del euro, que han alcanzado el 55,2% del total al finalizar 2007, ha constituido un efecto dinamizador de los beneficios.

- **Construcción e inmobiliaria:** Este es el sector con los mayores márgenes en el periodo considerado, alcanzando una tasa anual de crecimiento acumulada del 22,2% en gran parte explicada, como el resto de los indicadores analizados, por la contabilización a valor razonable de los inmuebles. Dado que, además, las ventas de inversiones inmobiliarias deben registrarse contablemente en la cuenta de resultados por el resultado neto obtenido, el aumento de los precios ha repercutido favorablemente sobre el margen en 2006 y en los primeros meses de 2007. Sin embargo, se ha observado en la segunda mitad de 2007 una mayor contracción en los márgenes, lo que ha reducido el crecimiento del indicador. Por otra parte, la participación de algunas empresas de la construcción en el sector eléctrico ha permitido la inclusión de mayores beneficios contables a partir de 2005 y la diversificación de los riesgos inherentes al negocio constructor e inmobiliario.
- **Servicios:** Las empresas de este sector han experimentado una subida constante en el margen de sus negocios. La aportación a los resultados de las sociedades adquiridas en la zona del euro dentro del subsector de comunicaciones en 2006 y las plusvalías no recurrentes por la venta de alguna filial durante 2007 han contribuido a que se supere el 15% de margen en los periodos mencionados.

4.1.2 La rotación de las inversiones

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

En el cuadro 5 se presenta la evolución de este indicador en el periodo analizado. Como en el caso del margen de los ingresos, en este análisis no se han incluido a las ECAS por la distinta naturaleza de su cuenta de resultados y de la composición de su balance.

Rotación de las inversiones	CUADRO 5			
	2004	2005	2006	2007
Energía	0,68	0,82	0,83	0,73
Industria	1,23	1,36	1,40	1,30
Construcción e inmobiliaria	0,71	0,69	0,48	0,40
Servicios	0,66	0,74	0,71	0,68
Total agregado	0,73	0,82	0,75	0,64

Fuente: elaboración propia.

Como se observa en el cuadro 5, la rotación de las inversiones a partir de 2005 disminuyó en el conjunto de los sectores no financieros. A ello ha contribuido el fuerte crecimiento de las inversiones, destacando los crecimientos del 32% en 2006

y del 27% en 2007, motivados, en gran medida, por operaciones corporativas de expansión que han tenido lugar dentro de la Unión Europea. El análisis sectorial sugiere los siguientes comentarios:

- **Energía:** La ligera subida de los ingresos en 2007, de un 2,8%, se debe en parte al mencionado incremento del precio del petróleo y a la depreciación del dólar estadounidense frente al euro en un 9,2%, lo que se ha traducido en una menor rotación al cierre de dicho periodo, si se compara con los años 2005 y 2006. Además, cabe recordar el crecimiento de las rotaciones en 2005, por el aumento del 32% de las ventas en las compañías eléctricas, debido a la baja pluviosidad, el incremento de la demanda y la recuperación económica en Latinoamérica.
- **Industria:** En este sector se produjo un aumento continuado del indicador, hasta alcanzar una rotación del 1,4 a junio de 2007. Sin embargo, en la segunda mitad de 2007 la situación económica comenzó a influir negativamente en las ventas y la rotación descendió a 1,3. Los subsectores de industrias metálicas básicas y transformadoras de metales, a pesar del esfuerzo inversor de 2006, que registró un crecimiento por encima del 30%, han conseguido mantener las rotaciones debido al buen comportamiento de la demanda final de sus productos.
- **Construcción e inmobiliaria:** La estrategia de diversificación del riesgo de las constructoras mediante la inversión en nuevos negocios, sobre todo en energía eléctrica, y el aumento de la concentración del sector, han motivado que las inversiones se hayan multiplicado por tres desde 2005 a 2007, lo que ha provocado la ralentización de su rotación a través de la cifra de ingresos, cuyo crecimiento se había situado en el 23,4% en 2006 y en el 26,0% en 2007.
- **Servicios:** Debido a la estrategia de expansión de las empresas de telefonía, la recuperación de las inversiones a través de la cifra de ventas se resintió ligeramente en 2006 y en 2007. En el año 2007 la tasa de variación de las nuevas inversiones alcanzó un crecimiento del 17%, mientras que los ingresos subieron el 8,4%.

4.2 El apalancamiento financiero

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

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

Apalancamiento financiero

CUADRO 6

	2004	2005	2006	2007
Energía	1,62	1,53	1,40	1,20
Industria	1,15	1,18	1,10	0,83
Construcción e inmobiliaria	2,13	2,22	2,87	3,38
Servicios	2,28	2,27	2,68	2,75
ECAS	17,12	17,32	16,43	15,41
Total agregado	8,44	8,45	8,40	7,81

Fuente: elaboración propia.

Durante el periodo objeto de estudio, el apalancamiento se ha situado de manera estable en torno a 8 veces. En consecuencia, el incremento de la deuda en el citado periodo se ha visto compensado de manera proporcional por el aumento del patrimonio neto. No obstante, esta evolución está condicionada por el comportamiento del sector financiero. Si se prescinde de las entidades de crédito, el apalancamiento subió de forma moderada, pero constante, a partir de 2005, hasta alcanzar las 2 veces al cierre de 2007. Del análisis sectorial se obtienen los siguientes comentarios adicionales:

- **Energía:** El apalancamiento ha seguido una tendencia a la baja en el periodo considerado, con una tasa anual acumulada que disminuye el 9,5%. El efecto “palanca” en las empresas eléctricas supera la media del sector energético debido a su elevado esfuerzo inversor, financiado fundamentalmente con deuda, y más acusado por la realización de operaciones corporativas en 2007.
- **Industria:** El nivel de apalancamiento en la industria es el menor de los sectores considerados. La tendencia en el periodo analizado ha sido, además, hacia su reducción, situándose por debajo de la unidad al finalizar 2007. Los buenos resultados empresariales obtenidos, en especial en 2006, que se han traducido en ganancias acumuladas, junto a cierta desinversión en 2007, han permitido reducir la proporción de deuda sobre el patrimonio neto del sector.
- **Construcción e inmobiliaria:** Es el sector más apalancado dentro de los no financieros, destacando su aumento en 2006 y 2007, hasta alcanzar una deuda que supone 3,4 veces el patrimonio neto. La financiación de las fuertes inversiones realizadas desde el subsector de la construcción hacia el sector de la energía, y algunas operaciones de concentración internacional, explican en gran medida esta evolución. A su vez, algunos de los procesos de concentración empresarial de 2006 en el subsector inmobiliario han tenido un impacto directo en el aumento de la financiación ajena y, en consecuencia, en el apalancamiento.
- **Servicios:** En 2006 y 2007 se produjo un aumento del apalancamiento. Destaca el subsector de las sociedades concesionarias, que han tenido que elevar su financiación para realizar sus últimas adquisiciones corporativas. Además, el subsector de comunicaciones mantiene unos niveles de apalancamiento superiores a la media del sector, aunque si se consideran los indicadores habituales de cobertura de la deuda (deuda/EBITDA y EBIT/gastos financieros) obtiene datos más favorables.

- **ECAS:** Por la naturaleza de sus negocios es el sector tradicionalmente más apalancado. En los datos contables obtenidos se observa un menor apalancamiento si se comparan los pasivos de 2005, que ascendían al 95% del total del balance contable, con 2007, cuando suponían el 94%, ganando peso el patrimonio neto frente al resto del pasivo. La financiación de operaciones de adquisición de otras entidades de crédito con recursos propios y la subida de los tipos de interés han influido en el crecimiento del patrimonio neto y en la disminución del apalancamiento desde 2006, que ha llegado a alcanzar 15,4 veces en 2007.

4.3 El coste de la deuda

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

Coste de la deuda neto del efecto fiscal				CUADRO 7
	2004	2005	2006	2007
Energía	3,06%	3,42%	3,15%	3,40%
Industria	2,87%	3,10%	3,47%	4,00%
Construcción e inmobiliaria	3,02%	3,34%	3,27%	4,66%
Servicios	4,37%	3,99%	4,54%	4,73%
ECAS	1,29%	2,00%	1,98%	2,78%
Total agregado	1,50%	2,12%	2,20%	2,95%

Fuente: elaboración propia.

Diferencial: ROI - Coste de la deuda neto del efecto fiscal				CUADRO 8
	2004	2005	2006	2007
Energía	4,61%	6,80%	6,42%	5,68%
Industria	6,35%	5,91%	8,15%	7,49%
Construcción e inmobiliaria	4,55%	4,99%	6,85%	3,12%
Servicios	4,75%	6,54%	6,26%	7,38%
ECAS	0,65%	0,83%	0,98%	1,00%
Total agregado	1,45%	1,83%	2,04%	1,90%

Fuente: elaboración propia.

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

- **Energía:** El coste se situó por encima del 3% en el periodo 2004 a 2006, sin haber experimentado grandes oscilaciones. En 2007 se ha observado un incremento de la deuda del sector, explicada por la financiación de una adquisición corporativa relevante, lo que podría redundar en el futuro próximo en un ligero repunte adicional del coste de la deuda del sector.
- **Industria:** En este sector el coste de la deuda creció en 2005 y 2006 de manera más moderada que el ROI. Sin embargo, el comportamiento del ROI

en la segunda mitad de 2007 no ha sido tan positivo como para neutralizar la subida del coste de la deuda, que se ha situado al finalizar el año en el 4,0%. El aumento directo en los gastos financieros de las compañías industriales ha compensado parcialmente el efecto positivo sobre la rentabilidad de la expansión de la demanda.

- **Construcción e inmobiliaria:** El diferencial del ROI respecto del coste de la deuda neto del efecto fiscal, que aumentó en 2006 en 1,8 puntos porcentuales respecto de 2005, descendió en 2007 en 3,8 puntos porcentuales respecto de 2006, corroborando de nuevo los signos de agotamiento de la fase de crecimiento del sector y la entrada en una fase de menor dinamismo.
- **Servicios:** El importante incremento de la deuda en las empresas de comunicaciones en 2006, (en torno al 64%), debido a la financiación de varias adquisiciones, condicionó la evolución del coste de la deuda del sector servicios. No obstante, el diferencial entre el ROI y el coste de la deuda neto del efecto fiscal se ha mantenido por encima del 6% en 2006 y ha superado el 7% en 2007.
- **ECAS:** Las entidades de crédito han registrado una duplicación de los costes de su deuda en relación con sus pasivos, desde el 1,3% en 2004, hasta el 2,8% al término de 2007. El diferencial entre el ROI y dicho coste, sin embargo, ha subido de forma ligera pero continuada en el periodo objeto de estudio como consecuencia de la continuada expansión de la demanda de crédito.

5 Conclusiones

En el periodo que va desde 2004 hasta 2007, la rentabilidad de las sociedades cotizadas ha mostrado un comportamiento favorable, si bien en 2007 se produjo una desaceleración de su crecimiento. Todo ello en un contexto en el cual el encarecimiento del precio del petróleo desde 2004 y la subida de los tipos de interés desde 2005 no han permitido mejores resultados.

En particular, para el conjunto agregado de las sociedades cotizadas, el ROE aumentó desde 2004 hasta alcanzar en 2006 un 21,4%. Sin embargo, en 2007 se redujo ligeramente el indicador y se situó en un 19,7%. Los diferentes componentes del ROE (ROI, apalancamiento y el diferencial del ROI y el coste de la deuda) han mantenido un comportamiento positivo en todo el periodo objeto de análisis, excepto en el ejercicio 2007, donde el mayor incremento del coste de la deuda respecto del aumento del ROI ha supuesto un menor crecimiento del ROE.

Dentro de la evolución positiva de la rentabilidad, que ha afectado en el periodo analizado a todos los sectores, cabe matizar la trayectoria positiva del sector servicios, con una mejora paulatina de los distintos indicadores de rentabilidad analizados, y el descenso en el crecimiento del sector industrial durante la segunda mitad de 2007.

Por su parte, y en un sentido más negativo, cabe señalar que la rentabilidad de las compañías inmobiliarias cotizadas ha mostrado durante 2006 y, sobre todo, en 2007, signos claros de desaceleración e incluso estancamiento. De hecho, se ha comprobado recientemente cómo algunas sociedades inmobiliarias han encontrado dificultades financieras para afrontar los vencimientos de los créditos sindicados que tenían concedidos y se han visto forzadas a negociar nuevas condiciones con las entidades de crédito.

Apéndice

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

El resultado del periodo utilizado para el ROE es el obtenido por el grupo después de impuestos e incluye los resultados de las operaciones continuadas y las interrumpidas. El resultado del periodo utilizado para el ROI es el mismo que el anterior, pero antes de intereses netos del efecto fiscal.

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

El coste de la deuda (i) se calcula con los gastos financieros y el endeudamiento. Posteriormente, y para compararlo con el ROI, se considera su efecto fiscal.

El patrimonio neto utilizado incluye los intereses minoritarios y descuenta las acciones propias, tal y como establecen las NIIF adoptadas por la Unión Europea.

Las magnitudes de balance (patrimonio neto (PN), inversiones, endeudamiento (D)) que se integran en los indicadores se calculan por la semisuma de los saldos al inicio y al final de cada periodo, excepto en 2004, al no disponer de datos al principio de dicho periodo.

Para las sociedades de los sectores no financieros, las inversiones equivalen al total de los activos menos los pasivos corrientes que no tienen interés explícito, y el indicador de endeudamiento no incluye estos pasivos.

Para el sector de ECAS se han aplicado los siguientes criterios: las inversiones equivalen a los activos, el endeudamiento a los pasivos, los ingresos son los intereses y rendimientos asimilados y los rendimientos de instrumentos de capital y los gastos financieros son los intereses y cargas asimiladas que forman parte del margen de intermediación.

Análisis del segmento de empresas en expansión creado en el entorno del mercado alternativo bursátil operado por el Grupo Bolsas y Mercados Españoles

Rafael Sánchez de la Peña (*)

(*) Rafael Sánchez de la Peña es director de la Dirección Adjunta a Presidencia de la CNMV.

1 Introducción

En el primer trimestre del año 2008, el Grupo Bolsas y Mercados Españoles (BME) ha iniciado la puesta en marcha del tercer segmento de negociación al que debía dar cabida el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), aprobado inicialmente por el Acuerdo del Consejo de Ministros de 30 de diciembre de 2005. En concreto, se trata del segmento de negociación de valores emitidos por entidades de reducida capitalización, cuyo nombre comercial y el que se utilizará en adelante es el de empresas en expansión.

El presente artículo pretende, por un lado, contextualizar y explicar las razones para la creación de un mecanismo de cotización alternativo a los mercados oficiales destinado y pensado para las pequeñas y medianas empresas y, por otro lado, describir tanto la configuración prevista para el segmento de empresas en expansión desarrollado por el MAB como el modelo regulatorio y de supervisión aplicable al mismo.

El artículo está estructurado en ocho secciones. En la sección segunda se ofrece una breve explicación de lo que implica la salida de las empresas al mercado de valores y se repasan las diferentes razones que pueden avalar la aparición de plataformas de negociación. La sección tercera analiza el tamaño de las empresas admitidas en cada segmento del mercado oficial; en la cuarta se habla de los interrogantes que plantea el MAB. La configuración prevista para nuevos segmentos del MAB se explica en el epígrafe quinto y en el sexto se abordan ciertas consideraciones sobre la regulación y supervisión del MAB. La sección séptima recoge la situación actual de las empresas del MAB y en la última sección, la octava, se ofrecen algunas conclusiones.

2 Antecedentes europeos de mercados alternativos para PYMES

En muchos casos, los requisitos actuales de acceso y permanencia a un mercado oficial pueden tener un impacto que penalice en exceso el coste capital de la empresa de pequeño y mediano tamaño con relación a los beneficios que se obtienen por cotizar en ese mercado, que van desde una mayor visibilidad y prestigio para las empresas y una mayor diversificación de fuentes de financiación hasta el descubrimiento del precio de las acciones y del valor del negocio. En estas circunstancias, algunos grupos europeos de mercado han buscado mecanismos de cotización alternativos a los mercados oficiales pensando en las circunstancias de las pequeñas y medianas corporaciones de negocio, en las PYMES en definitiva.

El primero que lo hizo en Europa fue el grupo Bolsa de Londres, que ya en 1995 percibió la conveniencia de poner en marcha una plataforma de negociación diferenciada para las acciones de empresas pequeñas y medianas alternativa a su mercado oficial bursátil. Así nació el *Alternative Investment Market* (en adelante AIM), con requisitos de acceso y permanencia más flexibles y asumibles por esas empresas. Ese mismo año, cuarenta empresas que cotizaban en el mercado oficial londinense se dieron de baja y pasaron a negociar en el AIM.

El ejemplo de Londres no fue seguido por otras plazas financieras. Por ejemplo, los grupos *Deutsche Börse* y *Euronext* optaron durante varios años por los denominados Nuevos Mercados¹, destinados a descubrir los precios de intercambio de las acciones y a poner en valor a las numerosas empresas de variopinta tecnología que surgieron al amparo de la burbuja tecnológica en los últimos años de la década pasada.

Estos Nuevos Mercados (en adelante NMa) se nutrían de empresas de diversos tamaños, algunas grandes, pero la mayoría medianas y pequeñas. Podrían haber jugado el mismo papel que el AIM de Londres, pero no apostaron por esta estrategia sino por la de atraer a las empresas de tecnología más o menos sofisticada a las que se les atribuían unas perspectivas de crecimiento alto e ingresos rápidos.

La burbuja tecnológica de finales de la década pasada mostró claros síntomas de haberse reducido en el verano del 2000 y ahí comenzó el declive de los NMa, que habían tenido un aparente gran éxito inicial. Ninguno de ellos sobrevive en la actualidad: el *Neuer Markt* de la *Deutsche Börse*, nacido a comienzos de 1997, fue clausurado en junio de 2003 y el *Nouveau Marché de Euronext*, surgido poco tiempo después y similar al *Neuer Markt* en su orientación, aunque con una estrategia más conservadora, sobrevivió hasta 2005.

Desde la puesta en marcha del AIM en 1995 hasta el presente, los requisitos de acceso y mantenimiento de la cotización en los mercados oficiales no han hecho sino aumentar y ser aún más rigurosos y estrictos que en aquella fecha, debido a la progresión normativa realizada por el Plan de Acción de Servicios Financieros, que ha generado las justificaciones para disponer de plataformas alternativas diseñadas para pequeñas y medianas empresas en expansión.

Al AIM británico se ha unido en 2005 un nuevo sistema organizado de negociación para empresas pequeñas y medianas denominado *Alternext*, creado por el ahora grupo de mercados *NYSE-Euronext* al tiempo que se suprimía el *Nouveau Marché*. Más recientemente, en el primer trimestre de este año 2008, el grupo español BME remataba la normativa de funcionamiento operativo de un nuevo segmento de negociación especializado en acciones de pequeñas y medianas empresas en expansión.

¹ En España también hubo un segmento de negociación denominado nuevo mercado, pero a diferencia de los casos anteriores, nunca llegó a ser un NMa de verdad. Se trataba de un segmento especial dentro del mercado oficial con requisitos prácticamente idénticos y nunca fue una plataforma de negociación independiente de este, como en los dos casos anteriores, razón por la que no se incluye en los casos aquí descritos.

3 Las perspectivas del negocio del MAB dedicado a empresas en expansión

El mercado español oficial de acciones se halla en la actualidad representado por las empresas admitidas a las cuatro bolsas oficiales de valores. En el mercado bursátil español hay dos categorías de mercado y hay también dos modelos de negociación y todos ellos tienen la consideración de mercados oficiales (en terminología legal española) o regulados (en terminología legal europea):

- Existe el llamado *primer mercado*, supuestamente dirigido a las empresas de cierto tamaño, y existen en cada una de las cuatro bolsas los llamados *segundos mercados*, dirigidos a las empresas más pequeñas.
- El llamado *primer mercado* funciona con dos modelos de negociación: uno electrónico conocido como *SIBE²*, o *mercado continuo*, y uno de subastas de viva voz o *mercado de corros*.

En principio, cabría pensar que las compañías de mayor tamaño por volumen de activos netos, cifra de negocio, capital en circulación, difusión accionarial, capitalización, volumen de negociación, frecuencia, etc. serían las que accedieran al *mercado continuo*. Por el mismo razonamiento, serían las compañías medianas las que dentro del *primer mercado* negociasen en el mercado de corros. De este modo, las empresas más pequeñas se situarían en los *segundos mercados* bursátiles. No obstante, esta distribución no se corresponde con la realidad.

Para situarnos mejor, presentamos unos cuadros sobre el panorama de los mercados de acciones de las bolsas españolas y algunos estadígrafos sobre las empresas españolas para el año 2006, con anterioridad a las turbulencias financieras (que han afectado a la negociación y a la capitalización).

Como se observa en el cuadro 1, en el *mercado continuo* dentro del *primer mercado* hay una gran dispersión de tamaños, capitalización y volúmenes de contratación. De hecho, en este mercado negocian compañías de tamaño mediano e incluso pequeñas. Como ejemplo, en el cuadro 2 se recogen los datos de once entidades de tamaño muy reducido. Las empresas se identifican por letras.

² El sistema de negociación electrónico SIBE tiene a su vez dos modelos de fijación de precios: el SIBE-continuo, que fija precios en modo continuo a lo largo de la sesión, y el SIBE-fixing, que funciona de forma discreta como el mercado de corros. En el sistema SIBE-fixing se determinan dos precios por sesión y en el mercado de corros, uno.

Mercado continuo: peso de los sectores y empresas. 2006

CUADRO 1

millones de euros

En mercado continuo	Nº Cías.	Capitalización	Negociación	Ingresos
Extracción, energía y agua	10	153.330	270.751	125.551
Materiales básicos, industria y construcción	31	93.960	79.083	74.609
Bienes de consumo	29	53.108	58.730	31.236
Servicios de consumo	18	54.225	59.154	27.028
Telecomunicaciones y tecnología	6	84.684	205.779	55.156
Inmobiliarias	14	44.117	40.733	7.544
TOTAL SECTORES NO FINANCIEROS	108	483.424	714.231	321.124
Valor máximo en las 108 compañías		79.329	189.952	53.092
Valor promedio en las 108 compañías		4.476	6.613	2.973
Valor en la mediana en las 108 compañías		1.202	1.108	607
Mayor valor en el cuartil inferior en las 108 compañías		347	216	154
Nº de cías. situadas en el cuartil inferior		27	27	27
Valor mínimo en las 108 compañías		38	4	0,24
TOTAL SECTOR FINANCIERO	19	224.805	405.132	79.108
Total compañías con matriz española	127	708.228	1.119.363	400.232

Fuente: BME, CNMV y otras fuentes.

Datos de ciertas empresas del mercado continuo. 2006

CUADRO 2

miles de millones de euros

	Capitalización	Negociación	Ingresos Típicos	Activo total en el Balance
AAA	139	176	91	82
BBB	134	308	8	37
CCC	133	94	44	34
DDD	92	29	145	158
EEE	84	66	78	112
FFF	81	137	37	165
GGG	72	89	69	70
HHH	59	65	63	90
III	50	11	17	55
JJJ	50	5	27	66
KKK	38	41	28	56

Fuente: BME, CNMV y otras fuentes.

El cuadro 3 recoge la situación del mercado de corros en el año 2006, excluidas las SICAVs que aún quedaban en 2006 en este mercado.

Mercado de corros. 2006

CUADRO 3

millones de euros

Nº Empresas sin Sicavs	Negociación agregada	Capitalización agregada	Negociación media por empresa	Capitalización media por empresa
38	7.905	5.317	208	140

Fuente: BME, CNMV y otras fuentes.

En este mercado se podían encontrar en 2006 desde empresas de cierto tamaño hasta algunas sociedades holding y de cartera, algunas manufactureras y bastantes inmobiliarias de poco tamaño. Las compañías más pequeñas, quitando un par de excepciones, en principio no eran de menor tamaño que las más pequeñas del mercado continuo, si bien su negociación era, obviamente, claramente inferior a la de estas últimas. El cuadro 4 presenta datos de ciertas entidades admitidas a corros en 2006 con una negociación francamente escasa.

Datos de ciertas empresas del mercado de corros. 2006

CUADRO 4

millones de euros

Empresa	Capitalización	Negociación	Ingresos Típicos	Total Activos en Balance
AAA	400	0,03	3	52
BBB	270	6	188	156
CCC	102	13	3	106
DDD	66	2	496	1797
EEE	39	0,4	133	263
FFF	9	0,05	117	172
GGG	5	0,005	62	141
HHH	1	0,02	0,0007	6

Fuente: BME, CNMV y otras fuentes.

Los segundos mercados son mercados regulados u oficiales, a pesar de tener algún requisito más flexible que los primeros mercados bursátiles en cuanto a capital mínimo (sólo 25 MM de pesetas) y difusión (20% del capital a entregar a una sociedad de contrapartida). En consonancia, los requisitos de volumen y frecuencia de contratación subsiguiente son también más flexibles.

Sin embargo, al ser mercados oficiales o regulados, están sujetos a todas las directivas que incumben a estos (admisión, información privilegiada y manipulación de precios, transparencia, ofertas públicas de adquisición, mercados de instrumentos financieros, etc.). Es decir, están afectados a todas las directivas relacionadas con el Plan de Servicios Financieros de la Comisión Europea y también lo están, en el contexto interno español, a las obligaciones previstas en la normativa sobre estructura de órganos de gobierno de sociedades cotizadas y a los requisitos del código de buen gobierno corporativo.

Tantos requisitos para empresas de tamaño tan pequeño, con el coste que ello conlleva, explica, en buena medida, el poco éxito que estos segundos mercados han tenido. De hecho, estos mercados no han hecho sino menguar sistemáticamente a lo largo de los últimos diez años. En 1997 había 31 compañías en el segundo mercado distribuidas por bolsas de la siguiente forma: 17 en Barcelona, 8 en Bilbao, 3 en Madrid y 3 en Valencia. Sin embargo, en 2006 sólo quedaban 12 compañías, 8 en Barcelona, 2 en Madrid, 2 en Valencia y ninguna en Bilbao (a junio de 2007 ya sólo quedaban 11), cuyos datos agregados de negociación y capitalización se muestran en el cuadro 5.

Segundo mercado. 2006

CUADRO 5

	1997	2000	2004	2006
Nº de empresas a 31 de diciembre	31	26	17	12
Capitalización agregada en MM€	121	259	293	393
Capitalización media por empresa	4	10	17	33
Negociación agregada en MM€	17,9	18,3	21,3	49,3
Negociación media por empresa	0,6	0,7	1,3	4,1
Rotación expresada en plazo:				
Negociación anual / capitalización	7 años	14 años	14 años	8 años

Es aún difícil aventurar qué harán las empresas admitidas al segundo mercado y las más pequeñas admitidas en el primer mercado (sea en el continuo o en el de corros) con la puesta en marcha del segmento de empresas en expansión en el MAB: si optarán por este o por quedarse donde están. Sin duda, el MAB tiene una ventaja franca de costes sobre el mercado oficial.

Los responsables del MAB y los promotores del nuevo segmento de negociación de empresas de baja capitalización encargaron un estudio con el objeto de identificar el número potencial de empresas que, por tamaño y actividad, podrían ser candidatas a este futuro segmento. Dicho estudio identificó como mercado potencial objetivo a un colectivo de algo más de 5.300 empresas que fueron clasificadas en tres grupos, cuyos rasgos se recogen en el cuadro 6.

Mercado potencial del segmento de empresas en expansión del MAB. 2006 CUADRO 6

Grupo	Nº empresas	Volumen negocio €	Balace total €	Nº trabajadores	ROA%	% Recursos Propios/Ajenos
A	345	>10MM	<10MM	<50	6,3	43
B	3.152	>10MM <50MM	>10MM <43MM	>50 y<250	8,6	51
C	1.856	> 50 MM	>43MM	>250	7,8	39

Fuente: BME, CNMV y otras fuentes.

El estudio realizado exploró la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos) y comprobó su representatividad contra el Directorio Central de Empresas (DIRCE) del INE. Del total de 538.740 empresas en la base SABI, se buscaron aquellas que sin ser microempresas cumplieran los parámetros de una PYME según criterios de la CEE (los del cuadro 6 previo) a 1 de enero de 2005.

En cuanto a su distribución, correspondían a la comunidad de Cataluña el 24% de estas empresas, a la de Madrid el 23%, a la Valenciana el 10%, a la Vasca el 7% y a Andalucía y Canarias un 6% a cada una; el restante 24% correspondía a las demás comunidades. Por sectores, pertenecían al sector de industria y de manufactureras básicas, intermedias y avanzadas un 38%, al sector servicios (excluido comercio) un 36%, al sector comercio un 17% y el 9% restante a construcción, inmobiliarias y a energía y agua.

Para comparar el panorama sectorial del citado estudio con el mapa de empresas cotizadas, veamos la distribución sectorial de empresas no financieras españolas admitidas en el mercado continuo en el año 2006 (cuadro 7).

Mercado continuo. Distribución sectorial de empresas no financieras. 2006 CUADRO 7

En mercado continuo	Nº Cías.	Capitalización	Negociación	Ingresos
Extracción, energía y agua	9%	32%	38%	39%
Materiales básicos, industria sin construcción	19%	6%	4%	6%
Construcción (incluido materiales de construcción)	9%	13%	7%	17%
Bienes de consumo	27%	11%	8%	10%
Servicios de consumo	17%	11%	8%	8%
Telecomunicaciones y tecnología	6%	18%	29%	17%
Inmobiliarias	13%	9%	6%	2%
TOTAL SECTORES NO FINANCIEROS (mm€, excepto nº)	108	483.424	714.231	321.124

La representación del sector de materiales básicos, industria y construcción de bienes y de servicios de consumo (esta vez comercio incluido) en las bolsas españolas es menor que la correspondiente al colectivo de las 5.353 compañías identificadas por los consultores externos contratados por el MAB (véase cuadro 6). Esas diferencias son normales, pues en esos sectores se ubican multitud de pequeñas y medianas empresas españolas cuyo tamaño y circunstancias no les permiten acudir a bolsa.

Los restantes sectores (sectores secundarios de construcción, inmobiliarias y sectores primarios de energía, agua y minería) están teóricamente sobre-representados en bolsa; lo cual es también lógico, habida cuenta de que las compañías en estos sectores son de mayor entidad económico-financiera, lo que hace más plausible que accedan a bolsa en busca de la financiación necesaria para su desarrollo.

4 Los retos que puede plantear una plataforma de negociación de empresas de reducido tamaño

El segmento de empresas en expansión del MAB se centra en empresas de los sectores servicios y comercio y de transformación y manufacturas, de un tamaño inferior al que accede a los mercados oficiales. Ello sugiere de forma inmediata dos preguntas:

1. ¿Hasta qué punto es cierto que las empresas en expansión en el nuevo segmento del MAB son empresas de menor tamaño que las más pequeñas del primer mercado bursátil?; y
2. ¿No existen ya los segundos mercados en las bolsas de valores españolas, creados para acoger ese tipo de empresas de menor o de poco tamaño?

La segunda pregunta es fácil de contestar. Los segundos mercados bursátiles tienen poco futuro para empresas de poco tamaño, por lo oneroso de sus requisitos. En cuanto a la primera pregunta, ya hemos visto que en el primer mercado bursátil hay empresas medianas tirando a pequeñas, especialmente en el mercado de corros, pero también en el mercado continuo. Alrededor de unas 10 a 20 empresas del primer mercado (siendo rigurosos serían más) se encuentran dentro de los parámetros considerados para identificar las 5.353 empresas ya citadas. No obstante, esto no quiere decir que esas 10 a 20 empresas hayan pasado o vayan a pasar al futuro nuevo segmento del MAB. Estar admitido al primer mercado tiene un efecto reputacional positivo que el MAB tiene aún que adquirir.

Por tanto, hay que formular una tercera pregunta y analizar sus implicaciones ¿Qué puede ofrecer el segmento de empresas en expansión del MAB y que riesgo conlleva? Las posibles ventajas del MAB se recogen en la tabla 1.

Ventajas del MAB

TABLA 1

No es el primer mercado, pero puede obtenerse un **prestigio por visibilidad y transparencia** parecido de cara a clientes, proveedores y financiadores.

Facilita la salida de pequeños accionistas de empresas familiares tras sucesivos relevos generacionales cuando la tenencia del capital se ha fraccionado, sin el temor a los requisitos de opas que obliguen o induzcan a vender.

Menores costes por tarifas externas de Bolsa e Iberclear: por ejemplo, menores tarifas de Admisión, de Permanencia y de Registro Valores.

Menores requisitos administrativos, o requisitos más flexibles y menores costes, básicamente internos.

- No hay Folleto de Admisión y las condiciones de acceso son flexibles y asumibles.
 - No se aplica la norma de opas, ni en concentración de participación ni en concertación de actuaciones. Alternativamente, vía estatutos, se incluyen determinadas obligaciones para proteger a los minoritarios.
 - No hay folleto ni documento de registro anual.
 - No hay requisitos de frecuencia ni de volumen de negociación mínimos anuales.
 - No son de aplicación los esquemas de gobierno corporativo ni hay necesidad de contar con comités especiales dentro de los órganos de administración.
-

En cuanto a los riesgos, hay que decir que si se cumplen determinadas reglas de transparencia informativa y se toman ciertas cauciones a la hora de negociar, los riesgos no son distintos de los que ahora mismo conlleva invertir en alguno de los pequeños valores admitidos al mercado bursátil. Los riesgos posibles se muestran en la tabla 2.

Riesgos del MAB		TABLA 2
La escasa liquidez. Con un flotante libre (los valores no pertenecientes a quienes posean al menos un 5% del capital) mínimo de 2 mm€, ello supone una capitalización inicial de 40 mm€ por compañía y, con tan escasas cifras, la posibilidad de tener contrapartida dependerá de la eficacia de cada especialista, que no va tenerlo nada fácil.		Riesgo Real
La dificultad para cubrir ventas en descubierto y ejecutar operaciones intradía. Si se da la tentación de vender en corto para recomprar después o acaso se vende en descubierto, la escasez de valores para préstamo o en recompra hará que haya ventas vencidas por un tiempo quizás largo y, en cualquier caso, indeseado.		Riesgo Real
La disciplina de información al mercado es crucial. Estos mercados funcionan mucho por señales y los hechos relevantes son críticos, tanto o más que la información periódica. Esa disciplina va a depender en buena parte de la eficacia e influencia del llamado Asesor Registrado sobre la empresa. Esta es una nueva figura no testada de eficacia desconocida.		Riesgo Potencial

No obstante, todos o casi todos los riesgos anteriores existen también para las empresas pequeñas de los mercados oficiales, con el agravante de que el inversor puede considerar que en estos hay liquidez, por ser mercados oficiales.

De este modo, en el nuevo segmento del MAB los riesgos ofrecen al inversor una cierta ventaja relativa: son riesgos más previsibles; cuando menos lo es el de la falta de liquidez, porque esta etiqueta va a estar adherida inconscientemente desde un principio a los valores que negocien en este segmento.

5 Configuración prevista para el segmento de empresas en expansión del MAB

En la tabla 3 se presentan los requisitos establecidos para acceder y negociar en el MAB. Estos son más flexibles que los de acceso a los mercados oficiales y además la legislación sobre ofertas públicas de adquisición no es de aplicación a las empresas del MAB. Estas reglas se sustituyen por ciertas modificaciones estatutarias, entre las que destacan las presentadas en el punto 7 de dicha tabla.

Condiciones genéricas aplicables a las empresas elegibles para el MAB-segmento de empresas en expansión

TABLA 3

1. Grado de desarrollo del negocio	<ul style="list-style-type: none">- Desarrollado y en marcha o en crecimiento, con productos y servicios ya en mercado, o haber llevado a cabo actividades relevantes de comercialización y estar obteniendo ingresos significativos.- No se admite capital semilla ni en fase inicial de despegue.- En caso de antigüedad inferior a dos años, se exige detalle de estimaciones cuantitativo (dos ejercicios siguientes) y se exige a los accionistas y directivos no vender acciones en el año siguiente a la incorporación al mercado.
2. Tamaño de la empresa	<ul style="list-style-type: none">- Nada previsto expresamente, salvo por lo dicho en el punto anterior.
3. Entorno geográfico de actividad	<ul style="list-style-type: none">- No limitativo, cualquier país, pero se da preferencia a España y Latinoamérica.
4. Tipología mercantil de la empresa	<ul style="list-style-type: none">- En principio sociedades anónimas españolas y equivalentes extranjeras.
5. Tipología de organización estatutaria y corporativa	<ul style="list-style-type: none">- Empresa con capital en acciones representadas en anotación en cuenta.- No se permite restricción legal o estatutaria alguna que afecte a la transmisibilidad y negociación de las acciones.
6. Reporting financiero	<ul style="list-style-type: none">- Se admiten normas contables NIIF y PGC o estándar contable nacional para empresas de la UE.- Para empresas extracomunitarias se admiten normas NIIF o US GAAP.
7. Estatutos sociales modificados que incluyan requisitos MAB	<ul style="list-style-type: none">- Publicidad de todo tipo de pactos parasociales.- En caso de acuerdo de exclusión del MAB, existe obligación de recomprar las acciones en poder de los accionistas que no hayan votado a favor a un precio justificado según criterios similares a los de las ofertas públicas de adquisición, si bien la normativa sobre opas no es de aplicación al MAB.- Existe obligación, para todo accionista que reciba una oferta de compra con la que el comprador supere el 50%, de no vender si este no extiende la oferta a los restantes accionistas.

Condiciones particulares a cumplir por los emisores para ser admitidos al MAB

TABLA 4

1. Método de acceso al MAB-Difusión	<ul style="list-style-type: none">- Admisión directa por la Sociedad Rectora del MAB sin OPV, o con una OPV previa sometida a las reglas públicas de la LMV.- En todo caso, no se podrá acceder si el monto en poder de accionistas con menos del 5% del capital no supera en valor de mercado los 2 millones de euros.
2. Relaciones con inversores y autoridades basadas en la figura del Asesor Registrado	<ul style="list-style-type: none">- Todas las empresas deben tener y nombrar un Asesor Registrado (persona jurídica con experiencia en el asesoramiento financiero) que auxilie al emisor en sus relaciones con el mercado y los inversores y ayude a que este cumpla con los requisitos MAB una vez admitido. El asesor opina sobre la idoneidad del emisor en fase de admisión.- Las normas del MAB detallan las obligaciones del Asesor Registrado y sus responsabilidades en caso de incumplimiento de sus cometidos.
3. Contrato de Liquidez	<ul style="list-style-type: none">- Es un requisito necesario pero evitable. La Rectora del MAB podrá eximir a aquellas compañías que demuestren liquidez suficiente, si bien se estima que una mayoría (a la que se le exigirá o convencerá en su incorporación) dispondrá de este contrato en los términos previstos en circular ad hoc a diseñar al efecto por la Rectora del MAB en un futuro, cuando haya más experiencia.
4. Documentación informativa inicial	<ul style="list-style-type: none">- En defecto del folleto informativo de oferta de valores hay que presentar un documento informativo de incorporación al mercado, cuyo contenido mínimo aparece especificado en una norma específica del MAB.

Asimismo, no se requiere un folleto de admisión ni de oferta previa para acceder al MAB, excepto que las empresas opten por aumentar su difusión mediante una oferta pública de venta o suscripción de acciones; en este caso, esa oferta sí se sometería a las reglas generales previstas en la Ley del Mercado de Valores para esas ofertas.

Además, el MAB introduce dos requisitos especiales, como el de contar obligatoriamente con un Asesor Registrado y con un Especialista³ que ayude a dar

³ La necesidad de contar con un Especialista puede ser suprimida en determinados casos por la Sociedad Rectora del MAB.

liquidez al mercado. La figura del Asesor Registrado es totalmente novedosa en el mercado español y aún no está testada. No obstante, es muy parecida a la que tiene desde hace muchos años el *AIM* británico y que allí es reconocida como uno de los elementos que ha contribuido al éxito que ha tenido este mercado alternativo. No por casualidad una figura similar también existe como obligatoria en el mercado *Alternext* creado en 2005 por el grupo *NYSE-Euronext*.

El segmento de empresas en expansión del MAB tiene, por otra parte, reglas más flexibles que los mercados oficiales en materia de transparencia informativa, aunque garantiza una información mínima para los inversores (véase tabla 5).

Reglas de transparencia y de información a inversores a cumplir por las empresas admitidas

TABLA 5

1. Reglas generales

a. Información financiera intermedia: frecuencia y alcance	- Cuentas anuales resumidas no auditadas más relación de accionistas con posición superior al 10%, con frecuencia semestral. Plazo máximo de presentación: fecha semestre más 3 meses. * Véase también punto 2 b.
b. Información financiera al cierre anual: frecuencia y alcance	- Auditada; bajo NIIF o estándar contable nacional para empresas de la UE y bajo NIFF o US GAAP para empresas extracomunitarias. - Plazo máximo para presentación: fecha cierre más 4 meses.
c. Verificación de la calidad y el contenido de la información financiera	- Información anual auditada por auditor reconocido y autorizado conforme a las normas de auditoría de la CEE.
d. Circunstancias de los informes de auditoría anual	- En caso de limitaciones al alcance o falta de opinión del auditor, el emisor debe comunicar los motivos de esa circunstancia, las actuaciones conducentes a su subsanación y el plazo previsto para ello.
e. Sujeción y difusión de hechos relevantes	- Sí; en especial sobre condiciones de negocio, actividad, situación financiera y cambios estatutarios y organizativos.
(i) Catálogo prescrito e indicativo de hechos mínimos a revelar	- Se incluye un listado no exhaustivo e indicativo de hechos relevantes a difundir basado en las guías de CESR.
(ii) Reglas temporales de difusión	- La difusión de HR ha de hacerse con carácter inmediato a su ocurrencia o conocimiento.
f. Información sobre la estructura accionarial	- Debe informarse cuando se alcance, supere o descienda del 10% del capital y sucesivos múltiplos. En caso de operaciones realizadas por administradores y directivos, el porcentaje se sitúa en el 1%. - Además, semestralmente se requiere una relación de los accionistas con participación superior al 10%.

2. Reglas Particulares

a. Visibilidad de la información del emisor	- Alojamiento en la web del MAB más exigencia de que el emisor cotizado tenga su propia web.
b. Previsiones de negocios	- Sí; se exige en la documentación de incorporación por primera vez al segmento del MAB y, posteriormente, cuando se hubieran difundido previsiones de negocio. Entonces se requiere una actualización e información sobre el grado de cumplimiento, tanto en la información intermedia como en la anual.

Por su parte, las reglas de negociación, equivalentes a las ya conocidas del modelo SIBE-fixing, están suficientemente detalladas como para permitir un conocimiento relativamente preciso de la forma de negociar en este segmento de empresas de baja capitalización (véase tabla 6).

Reglas de negociación de las acciones admitidas

TABLA 6

1. Plataforma técnica de negociación prevista	- Modelo SIBE- Fixing.
2. Sistema de impulso del volumen y la frecuencia	- Ya comentado: exigencia de un proveedor de liquidez, salvo para aquellas compañías que demuestren liquidez suficiente.
3. Miembros negociadores habilitados	- Miembros autorizados a operar con carácter general conforme al Reglamento del MAB autorizado por Consejo de Ministros: en principio, todas las entidades financieras autorizadas a operar en mercados de valores españoles pueden ser miembros.
4. Condiciones para ejecutar órdenes y prevenir ventas en descubierto desnudas	- Se imponen dos cauciones relevantes cuyos detalles se determinarán en instrucción operativa: <ol style="list-style-type: none">1. Se impone un importe máximo a partir del cual se precisa doble confirmación expresa del operador para introducir la orden.2. Se impone un umbral a partir del cual el intermediario debe obtener la autorización del Mercado, que solicitará al intermediario constancia de la existencia y afectación de saldo suficiente de valores para liquidar la orden.
5. Proceso y condiciones de ofertas de adquisición	- Ya comentado antes: las reglas de la normativa sobre opas no son de aplicación, pero se impone la obligación de todo accionista que reciba un oferta de compra con la que el comprador traspase el 50% de no vender si este último no extiende la oferta a los restantes accionistas.
6. Compensación y Liquidación	- Iberclear, según sistema general establecido en el Reglamento del MAB.
7. Registro	- Iberclear y los servicios de registro de las Bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia: un servicio concreto, que se fijará según el ámbito de actuación de cada entidad, actuará en relación con todos los valores emitidos por dicha entidad.
8. Sesiones	- Subasta de apertura, subasta de cierre y periodo de operaciones especiales. En algunos casos la Comisión de Supervisión podrá decidir que también haya un periodo de mercado abierto.
9. Horarios	- Días hábiles: lunes a viernes con horarios que se fijen en instrucción operativa.
10. Precios	- El precio de referencia es el precio de cierre de la última sesión. <ul style="list-style-type: none">- El rango estático se determinará mediante instrucción operativa.- Precios de cierre: punto medio de la mejor posición de compra y venta. La determinación de los precios de cierre es acorde con la reciente modificación realizada en Latibex.- Variación mínima de precio: 0,10€, pudiendo ser menor si el valor unitario es < 2€.
11. Contratación de bloques	- Se establecen requisitos para aplicar órdenes de signo contrario o concluir operaciones: <ul style="list-style-type: none">- Límite de variación del 25% sobre el precio de referencia.- Importe efectivo de la operación > 50.000 €.
12. Operaciones especiales	- Horario: desde cierre de la sesión hasta las 20:00 hs. <ul style="list-style-type: none">- Requisitos generales:<ul style="list-style-type: none">- Límite de variación del precio de referencia: 5%.- Importe efectivo de la operación > 50.000 €.- Comunicación de operaciones antes de las 20:00 hs.- Operaciones especiales que requieren autorización del mercado:<ul style="list-style-type: none">- Importe > 50.000 €.- Transmisiones relacionadas con fusiones, escisiones o reorganizaciones societarias.- Ejecución de contratos de antecedentes y compraventas complejas.- Otras causas a juicio de la Comisión de Supervisión.

En la tabla 7 se recogen las reglas de suspensión, que son claras y lo suficientemente explícitas para ser entendidas sin dificultades por todos los intervinientes en el MAB y para garantizar que se tomen las medidas adecuadas de protección de los inversores cuando surjan disfunciones en la transparencia y requisitos informativos exigidos por el MAB para este nuevo segmento.

Reglas de suspensión de acciones

TABLA 7

1. Suspensión por incumplimiento de reglas generales	
a.Previsiones de incumplimiento temporal del régimen de información	<ul style="list-style-type: none">- Falta de remisión o remisión incompleta.- En caso de que el informe de auditoría tenga limitaciones al alcance o carezca de opinión y no se informe de las razones de tal circunstancia, de las actuaciones para subsanarlos y del plazo, o bien si no se cumplen los plazos de subsanación.- Falta de remisión de información adicional, o que esta sea insuficiente.- Remisión de información fuera de plazo.
b.Oferta de adquisición de acciones	<ul style="list-style-type: none">- No aplicable, ya comentado antes, sustituido por régimen en estatutos.
c.Otras circunstancias derivadas de la normativa de contratación general de valores	<ul style="list-style-type: none">- Perturbación normal del desarrollo de la negociación y del mercado.- Para evitar perjuicios a inversores e intervinientes del mercado.- Impedir la comisión de infracciones.- Garantizar el ordenado desarrollo de la negociación y actividades del mercado.- Falta de remisión de información periódica y anual.
2. Suspensión por incumplimiento de reglas particulares del MAB (abandono del Asesor Registrado o del Especialista, falta de difusión mínima según las reglas del MAB...)	<ul style="list-style-type: none">- Comisión de infracciones a normas de obligado cumplimiento.- Garantizar el ordenado desarrollo de la negociación y las actividades del mercado. En particular podrán considerarse incluidos en esta causa el cese o baja del Asesor Registrado o del Proveedor de Liquidez.

Reglas de exclusión

TABLA 8

1. Por carencia de frecuencia o volumen negociado	<ul style="list-style-type: none">- Nada previsto expresamente.
2. Por falta de difusión accionarial	<ul style="list-style-type: none">- Nada previsto expresamente.
3. Por incumplimiento reiterado de las reglas de transparencia y otras reglas de acceso	<ul style="list-style-type: none">- Exclusión de valores por incumplimiento grave y reiterado de las obligaciones exigibles al emisor, especialmente en lo que se refiere a la remisión y publicación de información y al mantenimiento del Asesor Registrado y del Proveedor de Liquidez.- Con carácter previo, dicho incumplimiento podría dar lugar a un apercibimiento escrito dirigido a la entidad emisora con objeto de obtener las medidas correctoras correspondientes.
4. Actuaciones en caso de exclusión	<ul style="list-style-type: none">- A falta de respaldo unánime de los accionistas, la emisora debe ofrecer a los accionistas que no hayan votado a favor la compra de sus acciones, de acuerdo con lo previsto en los estatutos.

Una medida introducida en el MAB-segmento de empresas en expansión para la protección de los inversores es la obligación del emisor, en caso de exclusión, de ofrecer la adquisición de los valores en poder de los accionistas que no respalden la salida del mercado de la empresa. Se puede apreciar también que no se han establecido requisitos de frecuencia y volumen mínimos de negociación ni de falta de difusión accionarial subsiguiente y, por tanto, los requisitos de permanencia son más flexibles que los de los mercados oficiales.

Por otro lado, las reglas de difusión de información pre y post-contratación que se han previsto están en línea con las normativa de la Directiva MiFID para los Sistemas Multilaterales de Negociación (véase tabla 9).

Reglas de difusión de información sobre negociación pre y post-contratación TABLA 9

1. Reglas de difusión pre-negociación	- Previsto en el Reglamento general del MAB, diariamente el mercado publicará, al menos, los hechos relevantes de las empresas admitidas.
2. Reglas de difusión post-negociación	- Previsto en el Reglamento general del MAB, diariamente el mercado publicará, al menos: <ul style="list-style-type: none">- Precios habidos en las operaciones contraídas en la sesión.- Precios de sesiones anteriores.- Volúmenes de contratación.

Si bien en la actualidad el MAB está tipificado como un sistema organizado de negociación (SON), la reforma de la Ley del Mercado de Valores aprobada en diciembre del pasado año 2007 prevé seis meses para que todos los SON existentes soliciten su transformación en un sistema multilateral de negociación, pues en la nueva LMV desaparece la categoría de sistema organizado de negociación. Ha de advertirse que solicitar la transformación en SMN antes de seis meses no conlleva que los SON se vayan a transformar efectivamente en sistemas multilaterales en esos seis meses, pero si esa transformación no fuera solicitada, decaerían las autorizaciones de Consejo de Ministros que en la actualidad amparan su funcionamiento. Como es previsible, el MAB solicitará esa transformación, por ello en su normativa ya ha previsto las antedichas reglas de pre y post-transparencia para anticipar de alguna forma su adaptación a las reglas que la MiFID impone en esa materia a los SMN.

Para las empresas, los costes de negociar en el MAB son sensiblemente más reducidos que en el primer mercado. La Rectora del MAB entiende que el mantenimiento de una empresa en este segmento supone aproximadamente un 50% del coste de permanencia en el mercado oficial y que el coste de acceso, alta o admisión es aún más reducido que el equivalente en el mercado oficial. Las tarifas se recogen en la tabla 10.

Tarifas TABLA 10

1. Alta	- Tarifa fija de 6.000€ más un variable de 0,5 por mil sobre importe nominal admitido a negociación y con ocasión de ampliaciones de capital.
2. Servicios de mantenimiento	- Tarifa fija anual de 6.000€ para los emisores y 12.000€ para los asesores registrados.
3. Baja	- 0,5 por mil sobre el valor de mercado, con un mínimo de 1.500 y un máximo de 6.000€.
4. Canon por operaciones	- Canon previsto en la Circular 2/2007 de general aplicación al MAB, estructurado en 6 tramos, el mínimo hasta 300€ en 1,10€ y el máximo a partir de 140.000 € en 13,40€.
5. Admisión de entidades financieras autorizadas para operar como participantes en el MAB	- Nada previsto expresamente para el MAB-segmento de empresas en expansión, en la medida en que las entidades autorizadas deben estar habilitadas para prestar servicios de inversión de negociación de valores.

6 Consideraciones en torno al modelo regulatorio y de supervisión aplicable a este nuevo segmento

Como en los otros dos segmentos ya operativos del MAB, la primera tarea que compete a la CNMV es verificar la suficiencia de las reglas de funcionamiento de cada nuevo segmento de negociación. El papel de la CNMV es cerciorarse de que las reglas de incorporación de emisores y valores, las reglas de transparencia una vez incorporados, las de negociación y suspensión, las de post-contratación y las de exclusión a ser utilizadas en el nuevo segmento son las necesarias para permitir una adecuada formación de precios, transparencia y protección de inversores en las circunstancias conocidas en las que va a operar este segmento de negociación.

El enfoque anterior no difiere de lo que se prevé para aspectos relativos a la regulación u ordenación de la operativa de un SMN en la LMV reformada en diciembre de 2007. Baste ver su nuevo artículo 120 sobre “Entidades Rectoras y reglamento de funcionamiento” relativo a los SMN, en donde se establece que cada uno de estos tenga un Reglamento y que este aborde una serie de aspectos de ordenación de su funcionamiento y su supervisión, que se detallan más abajo.

Si se comparan los aspectos que aborda ese artículo 120 de la LMV, encontraremos que hay una gran equivalencia en asuntos de “ordenación o regulación del funcionamiento” entre un SON como el actual MAB y un futuro SMN, aunque los aspectos de la “supervisión” de un SMN son más concretos que los de un SON (véase tabla 11).

Aspectos a abordar en los Reglamentos de los SMN

TABLA 11

¿Hay similitud entre la verificación de requisitos de la LMV y la del MAB-segundo empresas en expansión?

1) Aspectos generales	
a) Instrumentos financieros que podrán negociarse	Sí, en Reglamento del MAB.
b) Información pública que deberá estar disponible respecto a los valores admitidos a negociación, para que los inversores puedan fundamentar sus decisiones	Sí, en Circular diseñada ad hoc.
c) Tipos de miembros del SMN	Sí, en Reglamento del MAB.
d) Régimen de garantías	Sí, en Reglamento del MAB.
2) Negociación	
a) Acceso a la condición de miembro	Sí, en Reglamento del MAB.
b) Modalidades de transacciones	Sí, en Circular diseñada ad hoc.
c) Supuestos de interrupción, suspensión y exclusión de negociación de los valores negociados	Sí, en Circular diseñada ad hoc.
d) Contenido y reglas de difusión de información previa a la efectiva negociación de transacciones	Sí, en Circular diseñada ad hoc.
e) Contenido y reglas de difusión de información sobre las transacciones efectivamente negociadas	Sí, en Circular diseñada ad hoc.
3) Registro, compensación y liquidación de transacciones	
a) Existencia, en su caso, de entidades de contrapartida central u otros mecanismos de novación de las transacciones	N/A en sistemas operados por Grupo BME.
b) Métodos previstos o admisibles para la liquidación y, en su caso, compensación de las transacciones	Sí, en Reglamento del MAB y en Circular diseñada ad hoc.
4) Supervisión y disciplina de mercado	
a) Métodos de supervisión y control por la entidad rectora de la efectiva observancia del reglamento del Mercado, así como de los preceptos de esta Ley y demás normas que resulten aplicables, especialmente en lo que atañe a las normas sobre abuso de mercado	Novedad de la reforma de la LMV de diciembre de 2007. Estos aspectos no se hayan contemplados expresamente en los SON existentes.

b) Régimen disciplinario que la entidad rectora aplicará, con independencia de las sanciones administrativas que resulten aplicables de acuerdo con lo previsto en esta Ley, a aquellos de sus miembros que infrinjan el reglamento del Mercado	Novedad de la reforma de la LMV de diciembre de 2007. Estos aspectos no se hayan contemplados expresamente en los SON existentes.
c) Procedimiento que la entidad rectora utilizará para poner en conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores aquellas incidencias o conductas de sus miembros que puedan constituir infracción de esta Ley o de sus normas de desarrollo o incumplimiento de las reglas contenidas en el Reglamento del sistema multilateral de negociación	Sí, en el Reglamento del MAB y en algunas Circulares de sus segmentos hay referencias a la obligación de informar a la CNMV de ciertas disfunciones, si bien en la reforma de la LMV de diciembre de 2007 estos aspectos se hayan más concretados.

En aspectos como las reglas sobre el funcionamiento y la operativa hay un gran parecido entre los SON y los futuros SMN, pero no lo hay tanto en materia de supervisión.

En concreto, la nueva LMV aborda la supervisión de los SMN en los párrafos ya citados del artículo 120 y en el artículo 123 sobre “*Supervisión del cumplimiento de las normas de los sistemas multilaterales de negociación y de otras obligaciones legales*”. En este artículo 123 se determina que la responsabilidad de establecer mecanismos y procedimientos de supervisión eficaces recae en las entidades rectoras de los sistemas de negociación, de los SMN, que además son los responsables de detectar las desviaciones o infracciones a las reglas de funcionamiento de esos sistemas. Igualmente, las entidades rectoras están obligadas a informar a la CNMV de los incumplimientos significativos y las anomalías que puedan suponer abuso de mercado.

El peso de la supervisión directa o primaria de los SMN parece recaer fundamentalmente en su entidad rectora, situándose la CNMV en un segundo plano como autoridad supervisora con capacidad para sancionar los incumplimientos relevantes que puedan tipificarse como infracciones de conducta y de los que haya detectado e informado la entidad Rectora del SMN y, entre estos, necesaria y obligatoriamente los referidos a manipulación de precios y abuso de mercado.

Este modelo es semejante a lo que hasta la fecha se ha venido haciendo en la práctica, pero ciertamente lo previsto expresamente en los artículos 120 y 123 de la LMV da un rango legal definido a lo que hasta ahora eran prácticas consuetudinarias aceptadas.

7 La situación actual del MAB de empresas en expansión

A la fecha de escribir este artículo, la normativa de aplicación a este segmento del MAB no ha sido objetada por la CNMV y su Sociedad Rectora podría ponerlo en marcha en cualquier momento.

De hecho, la Sociedad Rectora del MAB ya ha procedido a registrar diferentes entidades, cuyo número se acerca a la quincena, como Asesores Registrados. Dado que toda empresa que acceda a este nuevo segmento del MAB ha de contar obligatoriamente con un Asesor Registrado y esta es una figura novedosa, el primer

paso, lógicamente, debe ser su autorización o convalidación por parte de la Rectora del MAB. La tipología inicial de estas entidades varía desde empresas de inversión (entidades financieras), firmas de auditoría (a través de departamentos o filiales dedicadas a “servicios de corporate” y consultoría), hasta empresas dedicadas en exclusiva a la consultoría y asesoría de empresas.

Terminada esta fase, es previsible que el nuevo segmento esté en condiciones de entrar en funcionamiento, aunque obviamente habrá que esperar a que surjan empresas que quieran negociar en él.

A este respecto cabe decir que la conversión del Mercado Alternativo Bursátil MAB, que en la actualidad sigue siendo un SON (sistema organizado de negociación), en un SMN (sistema multilateral de negociación) de los previstos en la LMV reformada en diciembre de 2007, no es impedimento para que el segmento inicie sus operaciones.

8 Conclusiones

Los requisitos de acceso y permanencia de los mercados oficiales están fundamentalmente orientados a las necesidades de los inversores en empresas de un tamaño claramente superior al de las PYMES y tales requisitos, sin duda adecuados para un mercado regulado u oficial, resultan complejos y onerosos para las empresas de pequeño y mediano tamaño, pudiendo penalizar en exceso su coste de capital.

La estrategia de los grandes grupos de mercado de ofrecer servicios de negociación debe llevar a intentar cubrir las carencias existentes en tales servicios, máxime si para esos grupos generalmente los costes marginales de establecimiento y operación de nuevas plataformas son bajos. Con un riesgo financiero reducido, el riesgo reputacional es el único que cabría afrontar si se ofrece un nuevo servicio para el cual no se genera demanda suficiente; aunque también se afrontaría un riesgo reputacional si no se cubriera el vacío que dejaría ese servicio.

La apertura a la competencia entre infraestructuras europeas, resultado del Plan de Servicios Financieros y de otras iniciativas comunitarias, ha hecho posible que los servicios de negociación para pequeñas y medianas empresas establecidos por otros mercados europeos puedan ser ofrecidos más fácilmente en el mercado español, donde hay numerosas empresas pequeñas y medianas para las cuales no existe una oferta de servicios semejantes.

El panorama actual de infraestructuras de mercado existentes en España dedicadas al intercambio de acciones no cuenta con una plataforma pensada para las circunstancias y necesidades de intercambio de capital y de descubrimiento de su precio y valor de una pequeña y mediana empresa, mientras que otros mercados europeos sí tienen ya desarrollado y en funcionamiento sistemas de negociación orientados a esas finalidades.

El MAB-segmento de empresas en expansión nace con unos requisitos comparables con los de otras plataformas europeas. Estos requisitos son flexibles, conllevan un menor coste de cumplimiento que no penaliza a las pequeñas empresas y ofrecen niveles de información y transparencia dirigidos a la protección de los inversores.

La normativa de este nuevo segmento del MAB es suficientemente completa y clara y está diseñada para su fácil comprensión por parte de los gestores de las empresas que decidan acudir a esta nueva plataforma. En todo caso el MAB-segmento de empresas en expansión prevé que las empresas que se incorporen reciban la ayuda de unos asesores, los Asesores Registrados, a fin de que puedan cumplir con las obligaciones que supone estar presentes en un sistema de negociación de acceso público y en donde los intereses de los inversores deben ser protegidos.

Cuando el MAB-segmento de empresas en expansión entre en funcionamiento, se habrá cubierto un vacío en la oferta de servicios de negociación y es de esperar que esta iniciativa nacional suscite el interés de las empresas españolas.

Educación financiera. De la información al conocimiento y la toma informada de decisiones financieras

María José Gómez Yubero (*)

(*) María José Gómez Yubero es directora del Departamento de Inversores de la CNMV.

1 Introducción

“La información nos permite predecir y tomar decisiones adecuadas, aunque con el margen de incertidumbre que provoca el comportamiento humano”.

J. A. Marina

En los albores del siglo XXI la educación financiera se ha convertido en uno de los desafíos más importantes para las autoridades económicas y financieras.

Ello se debe a la insuficiente cultura financiera de los consumidores y a la importancia que la toma de decisiones informadas y adecuadas por su parte tiene para mantener y mejorar su confianza en el sistema financiero y contribuir así a su estabilidad y al crecimiento económico.

Este artículo analiza la transformación de la información en conocimiento y contextualiza la promoción de la formación financiera de la población para lograr su plena efectividad. A su vez, se expone las líneas principales del Plan de Educación Financiera de la CNMV y el Banco de España, recientemente hecho público, que constituye la iniciativa más ambiciosa en este ámbito en nuestro país.

Para ello el artículo se estructura como sigue. En primer lugar se realiza un diagnóstico sobre el contexto económico, financiero y demográfico y sobre el nivel de cultura financiera de la población. A continuación se analizan los retos que deben afrontarse, teniendo en cuenta el nuevo entorno regulador, para conseguir la transformación de la información en conocimiento: la mejora en la información dirigida a los consumidores financieros y el impulso de la educación financiera. El último apartado describe los objetivos y contenidos del Plan de Educación Financiera así como la planificación prevista para su ejecución. Por último, se presenta una breve sección de conclusiones.

2 Diagnóstico sobre el contexto económico, financiero y demográfico

El marco en el que se desenvuelven las decisiones financieras de los agentes ha experimentado cambios relevantes en el pasado reciente que refuerzan la necesidad de mejorar la cultura financiera de la sociedad. A continuación se describen algunos rasgos característicos de este entorno cambiante.

2.1 Complejidad de los productos financieros y los mercados de capitales

Los avances tecnológicos, los nuevos canales de distribución electrónica y la integración de los mercados financieros han aumentado la gama de productos y servicios financieros al alcance de los consumidores. Sin embargo, para muchos ciudadanos los productos son inherentemente complejos y tanto sus riesgos como sus rendimientos futuros son difíciles de evaluar.

Productos como las acciones, la renta fija o los fondos de inversión tradicionales están, en líneas generales, bastante asumidos por los inversores. Aunque ello no implica que sus particularidades sean realmente conocidas, al menos sí existe una conciencia genérica de los riesgos asumidos. Frente a estos, los nuevos productos, como los instrumentos estructurados, los *hedge funds* o las hipotecas inversas, presentan serias dificultades de comprensión para el público, lo que puede traducirse en expectativas no ajustadas a la realidad del producto.

Para que la innovación financiera sea verdaderamente efectiva y útil para la sociedad en su conjunto, se deben tener en cuenta las necesidades de los consumidores. Por ello, cuanto mejor formados estén los demandantes de productos y servicios financieros, mejor calidad tendrá la oferta y mejor se adaptará a sus circunstancias, necesidades y expectativas.

2.2 Cambios demográficos

Los cambios demográficos experimentados en las últimas décadas plantean importantes retos económicos y sociales.

Tras la Segunda Guerra Mundial, muchos países de la OCDE experimentaron el *baby boom*, que duró hasta mediados de los años 60, fecha en la que se inició un descenso sostenido de la natalidad que se ha mantenido ininterrumpido hasta nuestros días. En España, el proceso comenzó a finales de los años 50 y se prolongó hasta finales de los 70. La generación del *baby boom* se jubilará en el periodo comprendido entre los años 2025 y 2040 lo que supone aumentar en un 60% el número de jubilados actuales.

La tasa de natalidad ha disminuido, especialmente en nuestro país, que presenta una de las más bajas del mundo (1,35 hijos de media por mujer en 2007, según el Instituto Nacional de Estadística). Según las proyecciones del INE, no es previsible que la tasa aumente por encima de 1,53 en los próximos 50 años.

La longevidad ha aumentado considerablemente durante los dos últimos siglos. En la actualidad, según datos del INE, la esperanza de vida de los españoles al nacer se sitúa en 77 y 84 años para hombres y mujeres, respectivamente. Se espera que en los próximos cuarenta años aumente hasta 81 años en los hombres y entre 86 y 87 años en las mujeres.

El aumento en la esperanza de vida, unido a las menores tasas de natalidad conduce al envejecimiento de la población mundial. Este fenómeno dará lugar a una inversión de la pirámide poblacional en un horizonte temporal de 15 a 20 años.

Aunque el ritmo de envejecimiento es distinto según los países, resulta común a todos el aumento de la tasa de dependencia (porcentaje de población de 65 años o más en relación con la población en edad de trabajar), que, en el caso español, se prevé que se duplique en los próximos cincuenta años.

2.3 Cambios en los sistemas de pensiones

Los cambios que se están produciendo en la pirámide de población tendrán importantes repercusiones en los sistemas de protección social y, en particular, en

los de pensiones, para garantizar su sostenibilidad a medio y largo plazo frente al envejecimiento. En general, las reformas de las pensiones implican una reducción general de las prestaciones y una disminución de los ingresos por jubilación en relación con los salarios.

En este contexto, resulta de especial importancia favorecer el ahorro y la planificación financiera de la población de cara a la jubilación. Aunque el reto que el envejecimiento de la población supone para los sistemas públicos de pensiones es una cuestión ampliamente difundida, puede afirmarse que no todos conocen las causas y las alternativas disponibles para hacerle frente.

Los agentes sólo pueden elegir adecuadamente entre distintas alternativas de ahorro para la jubilación, por lo general complejas, si conocen en profundidad los principios básicos del funcionamiento de sus propias finanzas. Por ello, como ya reconocía el Comité de Servicios Financieros de la Unión Europea en 2007, es preciso mejorar la cultura financiera de la población, en especial su conocimiento del funcionamiento del sistema de seguridad social y de pensiones y de los instrumentos de previsión existentes.

2.4 Comportamiento financiero de las familias

Los activos financieros de las familias españolas han pasado de una cifra de poco más de 211.000 millones de euros en 1985, a superar los 1,82 billones de euros en el año 2007, cifra que representa el 172% del PIB. A lo largo de los últimos veinte años, el ahorro de las familias españolas se ha concentrado en un 75%-80% en la adquisición de la propia vivienda, dedicando sólo entre un 20% y un 25% a la inversión en activos financieros.

También han cambiado las preferencias de las familias españolas en cuanto a la composición de sus activos financieros, aumentando su predilección por activos con riesgo. Así, en 1985, casi dos tercios del ahorro financiero familiar (concretamente, el 64,9%) se materializaba en depósitos bancarios y efectivo, y el tercio restante en inversión directa en valores mobiliarios (8% en renta fija y 12% en renta variable), seguros (1,2%), instituciones de inversión colectiva (0,4%), fondos de pensiones (0,3%), y en otros activos (12,6%).

En 2007, los depósitos bancarios y el efectivo representaron el 40% del activo financiero de las familias, según el Informe sobre el *Ahorro Financiero de las Familias* de INVERCO. Prácticamente el mismo porcentaje se destina ya a la inversión en acciones y fondos de inversión. Siguen los fondos de pensiones y seguros, con un 14% del valor. Los valores de renta fija apenas superan el 2% del total.

El análisis de la *Encuesta Financiera de las Familias* (EFF) del Banco de España (2002 – 2005) permite, en todo caso, concluir que la sofisticación y la diversificación de las carteras son escasas. A su vez, tanto el nivel de renta como el nivel educativo son factores importantes a la hora de definir el reparto y la preferencia por determinados tipos de activos. Según los datos de la última EFF, el 96,5% de las familias españolas poseen algún tipo de activo financiero, siendo las cuentas bancarias el producto más habitual. Los depósitos son el destino preferido del

ahorro en los segmentos de menor renta y riqueza, mientras que las acciones y los fondos de inversión ganan peso a medida que incrementa la riqueza familiar.

Si analizamos el número de diferentes activos mantenidos en las carteras como medida de su sofisticación, también encontramos que las familias con mayor renta media son las que mantienen carteras más variadas. La cantidad media de inversiones diferentes es de 3,7. Si eliminamos la inversión en depósitos, opción existente en prácticamente todas las familias, y la inversión en vivienda principal, solo quedan 2 activos de media, lo que pone de relieve carteras muy poco variadas.

En general, las familias españolas mantienen un perfil bastante parecido, elevadamente conservador, en todos los grupos de edad y niveles educativos y de renta. Tres cuartas partes de las familias se declaran totalmente adversas al riesgo.

3 Diagnóstico sobre el nivel de educación financiera

Los estudios realizados en un gran número de países coinciden en diagnosticar una deficiente formación de los ciudadanos en economía general y en finanzas personales. También coinciden en que existe una alta correlación entre la cultura financiera y el estatus socio-económico de los encuestados.

En todos los casos se ponen de manifiesto las dificultades que la mayor parte de los ciudadanos tienen para gestionar su situación financiera. Estos estudios concluyen que una gran parte de la población no es capaz de evaluar los riesgos que está asumiendo y tiene dificultades para comprender y asimilar la información a su alcance.

En el caso del Reino Unido se detecta, por ejemplo, que aun cuando el 43% de la población no desea asumir riesgos en sus inversiones, la mayoría mantiene activos que ni siquiera garantizan la recuperación del principal invertido. Además, sólo el 30% de los encuestados pudo realizar correctamente un cálculo con tipos de interés simple, y sólo el 44% demostró un conocimiento básico en materia de pensiones en 2004.

Un problema detectado es que muchos ciudadanos no planifican con la suficiente antelación. La consecuencia es que están más expuestos a endeudarse y a tener dificultades si cambian sus circunstancias personales, por ejemplo, en el caso de un fallecimiento, una ruptura de una relación o un período de paro. Esta situación también dificulta que puedan disfrutar de un nivel de vida satisfactorio durante la jubilación.

Las personas que formaron parte de un estudio llevado a cabo en Canadá declaraban que la selección de un plan de ahorro adecuado para su jubilación les resultaba más estresante que acudir al dentista. El 47% de los trabajadores de Estados Unidos que no tienen ahorros aún se manifiestan confiados en que dispondrán de dinero suficiente cuando se jubilen. Un 65% de los hogares holandeses no puede proporcionar ninguna estimación de la pensión que recibirán al jubilarse.

Resulta asimismo llamativo, y preocupante, que las generaciones jóvenes estén menos concienciadas y gestionen sus finanzas peor que sus padres, lo que evidencia la gravedad y progresivo empeoramiento de la situación.

Los estudios citados también coinciden en que los encuestados normalmente se sienten mejor capacitados en materia financiera de lo que realmente están. Es curioso cómo los individuos se preocupan, en general, por formarse y por formar a sus hijos para ganar dinero, pero no siempre ponen el mismo énfasis en la formación para saber gastarlo o, lo que es más importante, saber ahorrarlo.

Por lo tanto, como indica la OCDE, es necesario persuadir a los ciudadanos de que necesitan formarse en temas financieros. Por muchos esfuerzos que se hagan para poner al alcance de los consumidores actividades o materiales formativos, no servirán de nada si sus destinatarios no se muestran dispuestos a aprovecharlos. El paso previo fundamental es, por tanto, crear la conciencia de esa necesidad.

4 El nuevo entorno regulador

La intensa actividad reguladora que los mercados financieros han vivido en los últimos años se debe en gran medida al Plan de Acción de Servicios Financieros que la Comisión Europea puso en marcha a finales de los años 90, junto con un proceso de adopción e implantación de la normativa comunitaria (proceso Lamfalussy) que tiene por objeto favorecer la creación de un verdadero mercado único de servicios financieros en Europa, tanto en el ámbito de los mercados mayoristas como en el de los mercados al por menor.

El nuevo marco normativo ha evolucionado hacia un enfoque que trata de gestionar y mitigar los riesgos derivados de las malas prácticas con clientes, sobre todo la inadecuada distribución de productos financieros, las asimetrías en la información de que disponen los intermediarios financieros respecto de la que está al alcance de los inversores y los desequilibrios entre ambos.

Este enfoque orientado al riesgo otorga flexibilidad al régimen de actuación de las entidades a la vez que, de manera preventiva, dirige su esfuerzo a la exigencia de normas prudenciales, organizativas y de conducta, y a su control y supervisión, tanto en la fase de acceso a la actividad como en su desarrollo posterior, con especial atención a las prácticas de distribución de productos financieros.

Pero la nueva norma no sólo impone obligaciones a los intermediarios, sino que exige del inversor un papel mucho más activo. Así, para que las entidades puedan prestar un mejor servicio a sus clientes, estos deberán facilitar cierta información sobre sus conocimientos y experiencia en los mercados, y en ocasiones también sobre sus objetivos y situación financiera. De esta forma el intermediario podrá tener en cuenta el perfil del inversor, con el fin de ofrecerle los productos y servicios que mejor se ajusten a sus necesidades en cada momento.

En definitiva, el nuevo entorno normativo introduce un nuevo concepto de protección de los consumidores que se basa en la mejora de su capacidad para comprender y asimilar los riesgos inherentes a las inversiones que realiza. Para ello es preciso incidir tanto en su formación como en la calidad de la información que se le debe suministrar, en su capacidad de negociación con los intermediarios y, desde luego, es necesario facilitarles mecanismos rápidos y eficaces para canalizar y resolver sus quejas y reclamaciones. En definitiva, se trata de favorecer una toma de decisiones de inversión informada y con conocimiento de causa.

5 Mejoras en la información al alcance de los inversores

No cabe duda de que el suministro de información es una de las condiciones necesarias para que los inversores puedan tomar decisiones fundadas de inversión, pero no es la única. Además su complejidad y, en muchas ocasiones, las dificultades para localizar la información, acceder a ella y comprenderla, matizan su efectividad.

Veamos cuáles son algunos de estos problemas y las posibles vías para lograr que la información sea accesible para sus destinatarios finales y para que estos sean capaces de procesarla, comprenderla y, lo que es más importante, convertirla en conocimiento, mediante la instrucción y la formación adecuadas.

5.1 Abundancia y complejidad de la información al alcance de los inversores

En la actualidad, los mercados de capitales se caracterizan por ofrecer una información tan abundante, y en muchas ocasiones tan compleja, que llega a ser inabarcable e inasimilable para los inversores.

Estudios realizados en diferentes países coinciden en que la información financiera es difícil de encontrar y de entender para los consumidores financieros. En el caso del Reino Unido, según se desprende de una encuesta de la Financial Services Authority (FSA), la falta de dinero no es la razón argüida por las personas que no han comprado o no se han planteado comprar un producto financiero en los últimos años. En cambio citan la falta de conocimiento acerca de los productos financieros y su complejidad.

Esta encuesta también pone de manifiesto que los consumidores dedican muy poco tiempo a comparar y buscar la mejor opción para comprar un producto financiero. La razón para ello, según los consumidores, es que se sienten abrumados y confusos ante tanta cantidad de información a su alcance y no saben cómo acceder a la información comparativa.

Una encuesta realizada por la Asociación Estadounidense de Instituciones de Inversión Colectiva (*Investment Company Institute, ICI*) entre inversores en

fondos de inversión revela que la información que más les interesa es la relativa a comisiones y gastos y a las rentabilidades históricas y las comparadas con el índice de referencia del fondo. A pesar de ello, la mayoría no consulta los folletos de los fondos de inversión antes de realizar la compra ya que, según ellos, son difíciles de entender y demasiado largos.

Según este estudio del ICI, el 66% de los inversores americanos que han comprado fondos de inversión en los últimos 5 años no ha consultado ningún documento antes de realizar la inversión. Además, el 60% considera que la información disponible, folletos e informes económicos periódicos, son difíciles o muy difíciles de entender. El 66% opina que existe demasiada información y el 52% reconoce que lee poco o nada esta información.

En el caso europeo, el reconocido fracaso de los folletos regulados de los fondos de inversión, que por demasiado prolijos y técnicos no han resultado útiles ni eficaces, ha llevado a la Comisión Europea a replantearse el contenido y formato de estos documentos. Su objetivo es lograr un documento que recoja los datos verdaderamente relevantes para el inversor en un formato reducido y con un lenguaje claro y sencillo, a la vez que riguroso, que permita su comprensión por parte de sus destinatarios finales, los inversores, cuya cultura financiera y capacidad de comprensión dista mucho del mínimo deseable.

5.2 Heterogeneidad entre productos financieros sustitutivos

La existencia de diferentes tipos de regulación y requisitos de información entre productos comparables y sustitutivos, desde el punto de vista de las necesidades de los consumidores a los que se ofrecen, conlleva diferentes grados de protección y arbitrajes sectoriales que requieren acciones normativas encaminadas a garantizar que los requisitos de información sean coherentes, tanto en el punto de venta como de forma permanente. Es el caso de las diferentes regulaciones sectoriales referidas a productos bancarios, de seguros y de los mercados de valores.

En el caso de los productos de seguros y bancarios de ahorro e inversión, por ejemplo, la regulación e intervención administrativa en la fase de lanzamiento del producto es muy inferior a la exigida a los productos regulados por las normas de los mercados de valores, sobre todo los fondos de inversión.

La experiencia demuestra que demasiado énfasis en la regulación y control de los productos no sólo no mejora las condiciones de protección, sino que impide el desarrollo natural de nuevos productos y, por ende, la capacidad de expansión y crecimiento de las entidades, y limita la competencia y las posibilidades y oportunidades de inversión de los consumidores de tales productos.

La situación ideal requeriría una escasa intervención en los procesos de originación y unas normas exigentes en los procesos de comercialización. El enfoque de la MiFID es el que debería prevalecer en los tres sectores financieros, junto con una simplificación de los procesos y los requisitos de lanzamiento de los productos.

5.3 Papel de los analistas financieros y las agencias de rating

Los analistas financieros y las agencias de *rating* juegan un papel fundamental en la relación entre los emisores de valores y los inversores, institucionales y minoristas, y contribuyen de manera importante al desarrollo de los mercados de valores. Su labor beneficia tanto a los emisores y a los mercados, por la mejora en la transparencia, como a los inversores a los que ayuda a procesar y comprender la ingente cantidad de información disponible en el mercado. Su trabajo se ve, sin embargo, perjudicado por la existencia de conflictos de interés.

El papel de los analistas consiste básicamente en estudiar y analizar los datos e informaciones disponibles, tanto sobre las empresas como sobre la economía y los mercados, y realizar predicciones y recomendaciones. Sin embargo, los analistas normalmente trabajan en entidades financieras que realizan múltiples actividades, susceptibles de seguir intereses contrapuestos, como la intermediación de valores para minoristas junto con la actividad por cuenta propia y, a la vez, el aseguramiento y la colocación de emisiones. Por ello, a menudo se enfrentan a conflictos de interés que interfieren en la objetividad de su trabajo.

Una problemática similar surge con las agencias de *rating*. En este caso, realizan una evaluación de la fortaleza financiera de una entidad emisora (prestataria) y de la probabilidad de que atienda sus compromisos financieros incluso en situaciones extremas. Su trabajo va dirigido a los inversores, pero su remuneración proviene de las entidades emisoras. La labor profesional de las agencias puede verse contaminada por la inclinación natural a satisfacer al cliente que les paga.

Lo anterior justifica las iniciativas adoptadas en Europa y Estados Unidos con el fin principal de gestionar los conflictos de interés que surgen en torno al servicio de análisis financiero y evitar que tales conflictos perjudiquen seriamente la calidad de las recomendaciones que se difunden al mercado. Los episodios recientes en el marco de la crisis de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos también ponen de manifiesto la necesidad de reforzar la vigilancia del trabajo y la organización interna de las agencias de *rating*.

6 Impulso de la educación financiera

En el contexto hasta ahora descrito, la promoción del conocimiento y la formación financieros de los consumidores se está convirtiendo en un objetivo común de gobiernos, reguladores y supervisores.

La organización internacional pionera en reconocer su importancia y recomendar su impulso es la *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO). El documento de referencia de IOSCO sobre los objetivos y principios de la regulación de los mercados de valores, publicado en 1998 (y actualizado en 2003), reconoce que los supervisores financieros deben desempeñar un papel activo en materia de educación financiera. Asimismo, incluye la educación

financiera como uno de los ámbitos objeto de cooperación entre supervisores, tanto a nivel local, cuando la supervisión del sistema financiero está encomendada a diferentes organismos, como a nivel internacional.

No es de extrañar que haya sido IOSCO la primera organización en reconocer este importante papel de la educación financiera, dados sus objetivos y funciones. IOSCO es una organización dedicada a promover la cooperación entre supervisores para mejorar la regulación de los mercados a nivel doméstico e internacional con el fin de hacer efectivos los principios enunciados en el documento referido, los cuales, a su vez, se sustentan en tres objetivos generales y básicos, confluyentes y complementarios entre sí: protección del inversor, mercados eficientes y justos y estabilidad financiera.

Más específicamente, el *Standing Committee on Investment Management (SC-5)* desarrolló, en cumplimiento del mandato otorgado por el Comité Técnico en 1999, un estudio sobre el papel de la educación del inversor en la efectividad de la regulación de las Instituciones de Inversión Colectiva. El documento final, “ *A Discussion Paper on the Role of Investor Education in the Effective Regulation of CIS and CIS Operators* ”, fue publicado en marzo de 2001.

El documento analiza la contribución de la educación financiera a la protección de los consumidores y las diferentes técnicas usadas para su consecución. Además define unos principios básicos, identificados a partir de la experiencia de los miembros de IOSCO, que han resultado precursores de los que posteriormente han adoptado la OCDE y la Comisión Europea:

- La educación financiera no es un sustituto de la regulación ni de la supervisión, sino un complemento que contribuye a la consecución del objetivo de protección de los inversores.
- La educación financiera puede abordarse de diferentes formas, dependiendo del objetivo del supervisor, de los tipos de productos y servicios financieros a los que se refiere, de la experiencia y sofisticación de los inversores y, como no, de los recursos al alcance del supervisor.
- Los programas de educación deben adaptarse al nivel de experiencia y sofisticación financiera de los ciudadanos a los que se dirigen. La opción “ *one size fits all* ” no funciona y resta efectividad a los programas.
- La educación financiera debe quedar claramente diferenciada del asesoramiento sobre inversiones.
- Los supervisores deben, en todo momento, mantener su independencia respecto a las entidades financieras que supervisan. Cuando los programas de educación financiera cuenten con la colaboración del sector financiero, debe evitarse cualquier indicio o apariencia de recomendación o apoyo a productos o servicios emitidos o comercializados por entidades concretas.

La importancia de una buena educación financiera ha sido recientemente reconocida por organismos internacionales como la OCDE y el Fondo Monetario Internacional y las propias autoridades europeas, la Comisión Europea y el ECOFIN.

Todos coinciden en subrayar la importancia de mejorar la educación financiera, ya que su falta no sólo comporta efectos indeseados a nivel individual, sino que perjudica a la economía y a la sociedad en su conjunto. Otras recomendaciones son las siguientes:

- Los gobiernos, junto con todos los grupos de interés, deben promover, de manera imparcial y coordinada, la educación financiera.
- La educación financiera debe comenzar en la escuela, de modo que la población comience a formarse a la edad más temprana posible.
- La educación financiera debe quedar claramente diferenciada del asesoramiento y las acciones de tipo comercial. A tal fin, los códigos internos de actuación de las entidades financieras deben prever medidas que garanticen dicha distinción.
- Los programas de educación financiera deben enfocarse especialmente hacia aspectos esenciales de la planificación financiera, como conceptos básicos del ahorro, endeudamiento, seguros y pensiones.
- Los programas deben orientarse a la mejora en la capacitación financiera de la población, teniendo en cuenta las características y necesidades específicas de cada grupo.
- Los jubilados del futuro deben tomar conciencia de la necesidad de evaluar la adecuación financiera de los actuales sistemas públicos y privados de pensiones.
- Deben fomentarse campañas a nivel nacional, *web sites* específicas, sistemas gratuitos de información, apoyo y asesoramiento sobre materias relacionadas con productos de alto riesgo y prevención de fraudes financieros.
- Los planes de educación financiera deben incluir instrumentos generales de sensibilización respecto a la necesidad de mejorar la comprensión de los problemas y riesgos financieros.

Iniciativas de este tipo ya se han puesto en marcha en algunos países europeos, como Reino Unido y Francia. Otros países como Estados Unidos, Canadá, Australia o Japón también lideran iniciativas de formación financiera de la población.

Las conclusiones de los documentos e iniciativas anteriores, de indudable interés por cuanto se basan en estudios y experiencias que ya se encuentran en marcha, han sido tenidas en cuenta para el enfoque y diseño del Plan de Educación Financiera de la CNMV y el Banco de España.

7 El Plan de Educación Financiera de la CNMV y el Banco de España

La CNMV y el Banco de España han presentado recientemente un Plan de Educación Financiera (el Plan) para el periodo 2008-2012¹.

Esta iniciativa pretende contribuir a la consecución del objetivo de mejorar la educación financiera de la población, conscientes de que con ello se favorece un consumo financiero más responsable, basado en decisiones informadas y adecuadas a las circunstancias y necesidades de quien las toma, y a reforzar su confianza en el sistema financiero.

7.1 Alcance

El Plan tiene un amplio alcance, tanto temático como poblacional. A priori, no descarta ningún segmento de población y cubrirá progresivamente todos los productos y servicios financieros.

Partirá de la división de la población en distintos grupos, de la identificación de las necesidades de formación de cada grupo y de las políticas formativas y canales de comunicación más adecuados y eficaces en cada caso. Sus resultados serán objeto de seguimiento y evaluación.

7.2 Segmentación y canales

La segmentación de la población contempla dos grandes grupos: las personas vinculadas al sistema educativo, los estudiantes, y la población adulta. En este gran grupo se han identificado a su vez diferentes segmentos en función de su edad, actitud inversora, vulnerabilidad y necesidades específicas.

Las parejas que se enfrentan por primera vez a la paternidad, las personas vinculadas al mundo laboral, las dedicadas a las labores del hogar, los jubilados y otros grupos específicos como las personas con discapacidad, los inmigrantes o las personas desempleadas, constituyen, en principio, una distribución por grupos de población con necesidades formativas homogéneas que, en algunos casos, comparten además los canales de acceso.

También se han definido dos grandes tipos de canales de acceso a los diferentes segmentos de población: generales y específicos. Los primeros incluyen los medios de comunicación que se encuentran al alcance de todos los ciudadanos, sea cual sea su grado de conocimientos o su situación social y, en principio, resultan adecuados para la difusión de mensajes de carácter general. Entre los específicos, que permiten una atención adaptada a las necesidades de cada grupo, se encuentran el sistema educativo, los centros de trabajo, los colegios y asociaciones profesionales, los centros de mayores y las asociaciones específicas según el grupo de población, entre otros.

¹ El documento completo sobre el Plan se encuentra disponible en la página web de la CNMV, www.cnmw.es

7.3 Colaboración

Por su ámbito y características, el Plan ha de contar con la colaboración y el apoyo de las Administraciones Públicas competentes, en particular en materia educativa. También se prevé promover la implicación activa de los agentes sociales e instituciones que puedan cooperar en esta tarea, preservando en todo momento la debida independencia y objetividad de las políticas y programas que en cada momento se desarrollen.

7.4 Planificación

Aunque el Plan se ha diseñado para cubrir un período de cuatro años, la naturaleza de sus objetivos exigirá el mantenimiento de las actuaciones más allá de este período.

La planificación inicial abarca el periodo 2008 – 2012, periodo durante el que se desarrollará un conjunto de iniciativas en cuatro fases que comprenden la definición del proyecto y su puesta en marcha, su desarrollo y consolidación y su valoración y adaptación:

Primera fase. Diseño. Con la publicación del Plan y el compromiso público que conlleva se culmina la primera fase que comenzó formalmente con la creación del Grupo de Trabajo encargado de su diseño y ejecución.

Segunda fase. Desarrollo. Durante esta fase, la más importante, se pondrán en marcha las diferentes líneas de actuación que contempla el Plan, de acuerdo con un orden de prioridades previamente establecido.

- En la sociedad de la información y el conocimiento, Internet juega un papel primordial por ser un medio altamente potente, eficiente y eficaz para la difusión de información. Por ello, el Plan contempla, como primer hito, el lanzamiento de un portal de educación financiera que pretende ser referente en la materia.
- Las políticas y programas de formación específicos diseñados para cada segmento de población se llevaran a cabo elaborando los materiales precisos (en contenido y soportes) y promoviendo la colaboración con las Administraciones Públicas, las instituciones y los agentes sociales que puedan cooperar en esta tarea.

En concreto, durante esta fase está previsto el inicio de la colaboración con las autoridades educativas para la consecución del objetivo de incorporar en los planes de estudios las materias financieras.

Además, mediante los correspondientes acuerdos con las autoridades educativas, durante esta fase se pondrán en marcha iniciativas concretas y específicas que encajen en los planes de estudios vigentes. De este modo se hará llegar en un plazo más corto la educación financiera a los alumnos de primaria, secundaria y bachillerato. Esta experiencia permitirá, a partir de la experiencia práctica, definir con más acierto y precisión las materias y contenidos que en su día puedan formar parte de los planes de estudios de acuerdo con el objetivo principal del Plan.

En paralelo, se pondrá en marcha la elaboración de materiales pedagógicos adecuados a cada segmento de población adulta, así como material específicamente diseñado para ayudar a los formadores que en cada caso se identifiquen.

El acceso a los distintos segmentos se realizará a través de acuerdos con agentes, Administraciones e instituciones relevantes y que resulten más efectivas en cada caso. La puesta en marcha de esta línea de actuación seguirá también una priorización de segmentos definida de antemano.

Tercera fase. Evaluación. Esta fase supondrá un esfuerzo de consolidación mediante la mejora y actualización de los programas y contenidos formativos puestos en marcha.

También se realizará el análisis de las alternativas para el seguimiento y evaluación de la efectividad de las políticas aplicadas. Con el fin de optimizar los recursos empleados, es indispensable plantear mecanismos que permitan valorar el grado de cumplimiento de los objetivos. Con este fin se prevé la realización de estudios destinados a evaluar la idoneidad de los contenidos y de los canales de acceso empleados. Es decir, se analizará hasta qué punto las iniciativas satisfacen las necesidades formativas de cada grupo de población y si los canales han permitido alcanzar los objetivos de difusión.

Cuarta fase. Adaptación. Tras el oportuno análisis de efectividad de las iniciativas adoptadas, en esta cuarta y última fase del Plan se decidirá la adaptación, refuerzo o sustitución de las políticas y acciones emprendidas.

Este análisis permitirá asimismo actualizar los datos sobre el perfil y el comportamiento de los consumidores españoles en el ámbito de los servicios y productos financieros, lo que servirá de base para la planificación de iniciativas posteriores.

8 Conclusiones

Podemos afirmar que estamos llegando a la economía global basada en el conocimiento. Factores como la innovación, el desarrollo tecnológico y la globalización social, económica y financiera contribuyen al crecimiento económico y al bienestar social. Pero las incertidumbres derivadas de este proceso, como la transferencia de riesgos hacia los agentes más vulnerables, precisan medidas que mitiguen los efectos que podría provocar una inadecuada comprensión y asimilación de tales riesgos.

La regulación y la supervisión se orientan, por ello, a la exigencia de normas de conducta con vistas a gestionar y mitigar los efectos derivados de una inadecuada distribución de productos financieros, de las asimetrías en la información de que disponen los inversores y los intermediarios financieros y los desequilibrios entre ambos. Asimismo, se trata de mejorar la transparencia, mejorando la calidad de la información y sus mecanismos de difusión, transmisión y transformación.

La información no es útil si no se comprende y procesa de manera adecuada. Es decir, su efectividad depende de la capacidad de los inversores para comprenderla. Por ello, las medidas de mejora de la calidad de la información y de sus mecanismos de transmisión deben ir necesariamente acompañadas de políticas que favorezcan la formación financiera de sus destinatarios, los consumidores-inversores. El objetivo es lograr que esta información se transforme en conocimiento. Por ello, la promoción de la educación financiera se está convirtiendo en objetivo común de gobiernos, reguladores, supervisores, entidades financieras y de los propios consumidores.

El Plan de Educación Financiera promovido por la CNMV y el Banco de España pretende contribuir eficazmente a la consecución de estos objetivos.

9 Bibliografía

Banco de España (2007). *Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2005: Métodos, resultados y cambios entre 2002 y 2005*.

CNMV y Banco de España (2008). *Plan de Educación Financiera 2008-2012*.

Diplock, Jane (presidente del Comité Ejecutivo de IOSCO). *Discurso de apertura de la 33ª Conferencia Anual, IOSCO-SP003-08*.

European Commission (2007). *Communication on Financial Education*.

European Council (2008). "Council Conclusions on financial education". *2866th Economic and Financial Affairs Council meeting*.

European Union Financial Services Committee (2007). *The implications of ageing on financial markets*.

Evers & Jung Financial Services Research and Consulting (2007). *Survey of financial literacy schemes in the EU27, VT Markt/2006/26H - Final Report*.

FSA, Financial Services Authority (2006). *Levels of financial capability in the UK: Results of a baseline survey*.

Gómez Yubero, M. J. "Conocimiento, protección del inversor y solidez financiera". *Expansión 4 de agosto de 2007*.

Gómez Yubero, M. J. (2007). "La educación financiera y su contribución al reequilibrio entre inversores e instituciones financieras". *Curso 2007 sobre la protección de consumidores y usuarios en el marco jurídico actual, Universidad Autónoma de Madrid*. (pendiente de publicación).

González-Páramo, J. M. y N. Badenes Plá (2007). "Ahorro, riqueza y endeudamiento de las familias", *IV Estudio Anual, Fundación Acción Familiar «Familia y Economía»*.

ICI, Investment Company Institute (2006). *Understanding investor preferences for mutual fund information. Summary of research findings.*

INVERCO (2008). *Ahorro Financiero de las Familias.*

IOSCO (1998). *Objectives and Principles of Securities Regulation.*

IOSCO (2001). *Discussion paper on the role of investor education in the effective regulation of CIS and CIS operators.*

Marina, J. A. (2007). "La incertidumbre más allá de las Finanzas". *El Trimestral. Abante Asesores.*

Martínez Cuesta, E. (2007). "El análisis financiero y las normas de conducta: el recorrido regulatorio hasta la MiFID". *Boletín de la CNMV. Trimestre III.*

OCDE (2005). *Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness.*

OCDE (2005). *Improving Financial Literacy. Analysis of Issues and Policies.*

La implementación del Análisis de Impacto en el proceso regulatorio de la UE

Fátima Cerdán de la Cruz y M^a Victoria Villanueva Fresán (*)

(*) Fátima Cerdán de la Cruz pertenece a la Dirección de Asesoría Jurídica de la CNMV y M^a Victoria Villanueva Fresán, a la Dirección de Estudios y Estadísticas de la CNMV.

1 Introducción

Una de las iniciativas europeas que puede contribuir a la integración de los servicios financieros es el análisis de impacto (en adelante AI), cuya finalidad es ayudar en la toma de decisiones de los reguladores. Este análisis pretende identificar los posibles problemas existentes en un mercado, los efectos que la regulación o supervisión han tenido en el pasado y las diferentes opciones que pueden tener en el futuro. Para este último propósito, se intenta prever cuáles serían los posibles efectos secundarios imprevistos y los costes ocultos derivados de las propuestas regulatorias para, en última instancia, poder decidir la opción más eficiente evitando, en todo caso, la adopción de normas innecesarias.

Esta medida se encuadra dentro de la política de “legislar mejor” (*“better regulation”*), que surgió como desarrollo de uno de los mandatos otorgados por el Consejo Europeo de Lisboa de 2000, que fue confirmado posteriormente en los Consejos de Estocolmo, Laeken y Barcelona, con el objetivo de lograr que la Unión Europea fuese la economía del conocimiento más competitiva y dinámica del mundo antes del año 2010.

El informe final del Grupo Mandelkern sobre “legislar mejor”, de 13 de noviembre de 2001, diseñó un Plan de Acción en el que se recomendaba, tanto a los Estados Miembros como a la Comisión Europea, la adopción de una serie de medidas en materia normativa que ayudasen a alcanzar el objetivo mencionado. Entre dichas medidas cabe destacar, por ejemplo, la obligación de analizar las distintas opciones políticas posibles antes de decantarse por una de ellas y trasladarla a una norma; permitir una mayor participación del ciudadano mediante el desarrollo de una fase de consulta en el proceso de elaboración de las normas; simplificar la normativa; y, por supuesto, llevar a cabo AI en las normas más importantes y con mayor influencia.

Casi simultáneamente, la Comisión Europea publicó un *Libro Blanco sobre la Gobernanza Europea* en el que también se solicitaba la colaboración, no sólo de las instituciones europeas sino, además, la de los Estados Miembros, para llegar a procesos de decisión política con mayores niveles de integración, participación y responsabilidad que repercutiesen en una conexión más directa entre la administración y los ciudadanos.

En consecuencia, asumiendo estos mandatos, la Comisión ha adoptado diversas Comunicaciones a lo largo de estos años. Entre ellas, la *Comunicación de la Comisión de junio de 2002* sobre un *Plan de Acción* cuyo objetivo era “simplificar y mejorar el marco regulador” fue la primera que puso mayor énfasis en la conducta que debían seguir los Estados Miembros para cumplir con los principios propios de “legislar mejor”. En ella, se indica expresamente que “los Estados Miembros, tanto a nivel parlamentario como de gobierno, tienen una responsabilidad política al respecto”, derivada de la obligación de transponer a

sus ordenamientos jurídicos la normativa comunitaria (Directivas). Al mismo tiempo, esta Comunicación remarca que los Estados deben aplicar AI y realizar consultas en todas aquellas normas nacionales de transposición en las que, por ejemplo, se exceda de lo dispuesto en las Directivas o contengan disposiciones necesarias para adaptarlas a las especialidades de su mercado.

En el ámbito de los servicios financieros, la Comisión Europea incluyó la aplicación de los principios de “legislar mejor” en su Libro Blanco sobre la política a seguir en este sector para el período 2005-2010¹. Respecto al proceso normativo, considera fundamentales, para llegar a la adopción de normas adecuadas que aporten valor añadido en esta materia, dos condiciones: que haya consultas abiertas y que se realicen AI. De esta manera, la Comisión se compromete a acompañar toda nueva propuesta relacionada con los servicios financieros de un AI en el que debe examinarse cada cuestión y determinar la opción más conveniente, atendiendo no sólo a los costes y beneficios económicos, sociales y medioambientales, sino también al impacto en la estabilidad financiera, al correcto funcionamiento de los mercados y a la protección de los consumidores.

El AI se ha articulado sobre la base de un conjunto de pasos diseñados con el objetivo de facilitar la estructuración y elaboración de las políticas. Son varias las razones por las que un AI puede ayudar a mejorar el proceso de elaboración de políticas. Por una parte, proporciona un marco coherente que ayuda en la toma de decisiones durante todo el proceso normativo. Asimismo, el análisis de los fallos de mercado y normativos permite identificar de forma precisa los problemas y las amenazas que suponen a los objetivos normativos y, con ello, ayuda en la elección de una política eficiente y efectiva. Otra razón es el ahorro de tiempo que puede proporcionar a largo plazo, ya que disminuye el riesgo de fallos normativos. Adicionalmente, la mejora de la transparencia, debido a las consultas formales e informales con las partes interesadas, aumenta la responsabilidad del proceso normativo y también la credibilidad organizacional, ya que se asemeja a la metodología utilizada por la Comisión Europea y a las guías de mejor regulación propuestas por la OCDE².

El informe sobre AI debe ser proporcional a la significatividad, complejidad e incertidumbre del problema a resolver. Este principio de proporcionalidad, que se justifica por los habituales largos periodos necesarios para la elaboración de normas, justifica la existencia de dos tipos de informes, un AI preliminar (*screening IA*) y un AI completo (*full IA*), que se diferencian por su distinta profundidad o extensión. El informe preliminar es un informe breve, de elaboración relativamente rápida, que recoge la justificación o no de una iniciativa pública y la recomendación o no de elaborar un informe completo. La extensión de este último, por su parte, dependerá de la dificultad del problema a considerar y puede incluir, además del informe preliminar, un análisis cualitativo y cuantitativo de las distintas propuestas de política (análisis coste-beneficio) y uno o dos procesos de consulta a las partes interesadas (*stakeholders*). Este proceso de consulta hace que la política normativa sea más transparente y asegura que sus visiones sean entendidas y tenidas en cuenta.

¹ Comisión (2005): LIBRO BLANCO: Política de los servicios financieros de 2005-2010, diciembre.
² OECD (2005): “Guiding Principles for Regulatory Quality and Performance”, abril.

El objetivo de este artículo es describir el AI que se quiere introducir en el proceso normativo de los mercados de valores europeos. El artículo recoge, en el apartado segundo, una comparativa entre análisis de distintas jurisdicciones, subrayando las principales diferencias; en el tercer apartado, una descripción del proceso de elaboración de un AI y, finalmente, en el último apartado, algunas conclusiones.

2 La aplicación del AI en diversas jurisdicciones

Estados Unidos fue el primer país en realizar una valoración formal de los costes y beneficios de una propuesta normativa, en 1981. En las últimas dos décadas, el uso del AI como parte del procedimiento normativo ha ido generalizándose en múltiples países, en concreto, ha sido exitoso en Estados Unidos, el Reino Unido, Canadá, Australia y Nueva Zelanda, todos ellos con los mismos sistemas legales, el denominado derecho común (*common law*). Este es un sistema más flexible que el derecho napoleónico utilizado en los países europeos continentales, donde coincide que los esfuerzos por mejorar la responsabilidad regulatoria han sido más recientes.

2.1 AI en la Unión Europea

A raíz del informe final del grupo Mandelkern y del *Libro Blanco sobre la Gobernanza Europea*, como ya se ha señalado previamente, la Comisión Europea adoptó una serie de Comunicaciones en las que desarrollaban los mandatos recogidos en estos documentos. De hecho, durante el año 2002 fueron 4 las Comunicaciones emitidas por esta institución a este respecto: la primera explicaba lo que debía entenderse por “legislar mejor”; la tercera estaba dirigida a promover una cultura de diálogo y participación, en la cual se recogían los principios mínimos de consulta que debían respetar los servicios de la Comisión; la cuarta, desarrollada en el apartado anterior, recogía el Plan de Acción necesario para “simplificar y mejorar el marco regulador”, que, como se ha precisado, solicitaba, tanto a los Estados Miembros como a las instituciones de la Unión Europea, la adopción de medidas tendentes a mejorar sensiblemente la calidad del proceso normativo, incluyendo entre ellas el AI. En la segunda de las Comunicaciones publicadas se planteaba de forma sistemática un modelo de AI integrado que debía seguir la Comisión en sus iniciativas, fundamentalmente las legislativas. La metodología del AI integrado sustituyó las evaluaciones de un solo sector que la Comisión venía realizando por un tipo de análisis que incluía los impactos económicos, medioambientales y sociales. Este modelo fue revisado y perfeccionado en mayo de 2005. Además, desde marzo de 2006, la Comisión ha integrado en su AI la medición de los costes administrativos.

Durante el año 2003 el Parlamento Europeo, el Consejo y la Comisión adoptaron un *Acuerdo interinstitucional sobre “legislar mejor”*, en virtud del cual estas tres instituciones se comprometían a mejorar la calidad de la normativa. Entre las medidas adoptadas para ello se encontraba el AI. La intención era que la Comisión lo utilizase en sus principales proyectos legislativos, mientras que el

Parlamento Europeo y el Consejo sólo lo harían en el caso de una modificación sustancial del proyecto presentado por la Comisión, durante el procedimiento de co-decisión. Posteriormente, en el año 2005, estas tres instituciones acordaron una posición común con relación al AI aplicable, tanto respecto a las fundamentales iniciativas de la Comisión, como a las enmiendas sustanciales que solicitasen el Consejo y el Parlamento Europeo.

A raíz de la *Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo en 2005 sobre cómo Legislar mejor para potenciar el crecimiento y el empleo en la Unión Europea*, en la que recomienda a los Estados Miembros informar sobre las medidas concretas que adopten con relación a “legislar mejor”, estos realmente aumentaron sus esfuerzos para materializar en sus respectivos territorios estos principios.

La *Comunicación de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social y al Comité de las Regiones de 2006* revisó la estrategia sobre “legislar mejor” de la Unión Europea con mandatos concretos dirigidos, nuevamente, tanto a las instituciones europeas como a los Estados Miembros. Con relación a estos últimos, esta revisión incidió fundamentalmente en el desarrollo a nivel interno de los mecanismos de consulta; en el análisis del impacto económico, social y medioambiental; en la simplificación normativa; y en la aplicación del derecho comunitario. También durante ese año la Comisión publicó el primer informe de evolución sobre la estrategia para la simplificación del marco regulador.

A su vez, desarrollando uno de los puntos recogidos en esta Comunicación, y sin perjuicio de los trabajos anteriores, la Comisión adoptó un *Plan de Acción para la reducción de cargas administrativas*, habiéndose fijado en el Consejo Europeo de la primavera de 2007 el objetivo conjunto de reducirlas en un 25 %, con anterioridad al año 2012³. Mientras tanto, de conformidad con la línea marcada en esta Comunicación, los Estados Miembros están adoptando medidas similares a escala nacional y han expresado un compromiso claro con la reducción de las cargas administrativas en el mismo período.

Es tal la importancia que para la Comisión Europea tiene la política de “legislar mejor” que se ha dotado de un órgano supervisor, creando en noviembre de 2006, el *Impact Assessment Board (IAB)*, el cual depende directamente del Presidente de la Comisión y cuya misión consiste en revisar la actividad que, sobre esta materia, ha sido desarrollada por los distintos departamentos de la Comisión.

Finalmente, se debe mencionar que la Comisión Europea está trabajando de manera conjunta con Estados Unidos sobre AI con relación al comercio y a las inversiones, de manera que en un futuro se tengan en cuenta ciertas valoraciones coordinadas sobre esta materia a la hora de adoptar normativa.

³ Previamente, este objetivo se había fijado también en la Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, Consejo, Comité Económico y Social y Comité de las Regiones sobre simplificación normativa de 2005.

2.2 AI en el Reino Unido

Un modelo de informe de AI a destacar es el utilizado en el Reino Unido debido a, por una parte, la influencia que ha tenido en el análisis utilizado en la Comisión Europea, por lo menos en su primera etapa, y, por otra parte, su peso dentro de Europa.

En 1986, el Reino Unido introdujo el Análisis del Coste de Cumplimiento (*Compliance Cost Assessment, CCA*), que busca estimar los efectos de la regulación en los costes de las empresas. Dicho análisis tiene muy en cuenta el impacto esperado de las regulaciones propuestas en los negocios más pequeños, debido a que estos representan el 99,8% del total de negocios del Reino Unido.

No es hasta 1998 cuando dicho país incorpora un proceso detallado del análisis coste-beneficio (ACB). La metodología establecida por la FSA es la más desarrollada dentro de la Unión Europea, sobre todo en la estimación de costes de una regulación, ya que el análisis de los beneficios no es muy exhaustivo. Dicho ACB lo elaboran los reguladores de la FSA con la asesoría, en ciertos casos, de economistas pertenecientes al grupo independiente denominado *Economics of Financial Regulation* (EFR). Otro cometido de este grupo es revisar y aprobar el ACB realizado.

2.3 Principales características de distintos AI

Un buen número de países elaboran el AI en sucesivos pasos que suelen ser similares. En general, el proceso establece primero el problema a resolver y su relación con los objetivos de la regulación; después, se identifican y describen las distintas opciones planteadas, para realizar posteriormente un ACB de cada una de las opciones regulatorias; y, como último punto, se comparan las alternativas propuestas para elegir la mejor.

Una característica común es la realización de una consulta pública, con la posterior publicación de las respuestas recibidas. Los reguladores están de acuerdo en que la consulta mejora la transparencia y permite tener en cuenta la opinión de las partes interesadas. Pero el proceso de consulta pública a los agentes sobre los que va a recaer la regulación puede llevarse a cabo sólo sobre la propuesta seleccionada o, alternativamente, sobre todo el informe AI, teniendo en este caso los agentes mucha más información. Así, hay países que presentan el AI: (i) después de la consulta pública (Francia, Holanda, Australia); (ii) antes de la consulta pero sólo a las partes interesadas, no con una difusión general (Italia); o (iii) en ciertos casos, según sea su importancia (Portugal, Japón).

Una diferencia entre distintas jurisdicciones es la diferente base legal que tienen para la elaboración del AI. En concreto, puede estar respaldado por ley, decreto, reglamento gubernamental, etc., o, como es más frecuente, por normas de inferior rango como directivas, decisiones o resoluciones del gobierno, orientaciones ministeriales, etc. También hay países que no tienen una base legal detrás y realizan el AI de forma voluntaria.

Debido a que la elaboración de un ACB es costosa, es importante determinar cuándo debe realizarse. En Estados Unidos, dicho análisis se lleva a cabo para

aquellas regulaciones cuyo impacto económico se espera que sea superior a 100 millones de dólares anuales. Otras guías analizadas no son tan específicas, sino que mencionan que el análisis debe centrarse en las iniciativas de política más importantes o, dependiendo de la importancia, que el análisis debe ser más o menos riguroso. Debido a esto, existen países que realizan un análisis preliminar para todas las propuestas de política y un análisis completo (incluyendo un ACB) para las principales iniciativas.

Existen distintos tipos de AI aparte del ACB; este, aunque es el más completo, no siempre es factible. Otras opciones son el análisis coste-efectividad, la valoración de costes, la valoración de beneficios y el análisis de riesgos. Estados Unidos utiliza el análisis coste-efectividad en aquellos casos en los que la monetización de los beneficios no es posible o es muy difícil.

El siguiente cuadro recoge un resumen de las principales diferencias entre distintos reguladores financieros de la Unión Europea.

AI realizados por reguladores financieros CUADRO 1

	Reino Unido	Francia	Alemania	Holanda	Bélgica	Suecia	Irlanda
Obligación legal	SI	NO	SI	NO	NO	SI	NO
Guías de AI formales	SI	NO	SI	NO	NO	NO	NO
Análisis preliminar de AI	SI	SI	SI	SI	SI	NO	SI
Responsabilidad de especialistas	SI	NO	NO	NO	NO	SI	NO
Consulta pública	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI
Publicación del AI	SI	NO	NO	NO	NO	SI	SI
AI de la efectividad de la política (AI ex-post)	SI	NO	SI	NO	NO	SI	NO

Fuente: García Santos (2007).

3 Proceso de elaboración de un AI

Los Comités 3L3 del proceso Lamfalussy (CESR, CEBS y CEIOPS⁴) elaboraron en febrero de 2008 una guía definitiva sobre el AI. Esta describe, entre otras cosas, el proceso de elaboración de un informe de AI.

En términos generales, la elaboración de un AI debe centrarse en tres pilares principales, desagregándose en ocho pasos.

- 1 Explicación de las razones por las cuales un mercado no funciona bien y las posibilidades de mejora si se lleva a cabo una actuación regulatoria o supervisora. El informe preliminar (screening IA) descrito anteriormente debe considerar estos puntos para su elaboración. Este pilar corresponde a los cinco primeros pasos de la elaboración de un AI.

⁴ Los acrónimos CESR, CEBS y CEIOPS corresponden a *Committee of European Securities Regulators*, *Committee of European Banking Supervisors* y *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*, respectivamente. Se denominan Comités 3L3 aquellos que agrupan a los tres supervisores sectoriales y elaboran recomendaciones, en el llamado nivel 3 del proceso Lamfalussy.

- 2 Proceso de consulta pública de las distintas políticas regulatorias propuestas. Este pilar corresponde a los pasos sexto y séptimo.
- 3 Revisión, siempre que sea apropiado, de la efectividad de la política implantada. Este pilar corresponde al octavo y último paso.

El proceso de elaboración de un informe AI en el ámbito financiero debe asegurar cuatro principios: claridad, efectividad y orientación, proporcionalidad y transparencia. Por una parte, el informe debe describir en un lenguaje simple y no técnico el contexto de la política, los objetivos y las distintas opciones de política (principio de claridad). Por otra parte, se debe asegurar que todas las iniciativas regulatorias estén vinculadas al problema y a los efectos identificados (principio de efectividad y orientación), que sean apropiadas al problema o riesgo percibido (principio de proporcionalidad) y que sean abiertas, acogedoras y comunicadas a las partes interesadas (principio de transparencia).

A continuación se explican los ocho pasos del proceso de elaboración de un informe AI, así como el objetivo que persigue cada uno de ellos.

Paso 1. Identificación del problema del mercado

Un primer objetivo del informe AI es identificar si existe algún problema en el mercado que afecte a los objetivos de la regulación. Dichos problemas pueden ser de dos tipos: fallos de mercado y fallos normativos. En el caso de que los haya, debe analizarse si el propio mercado puede resolverlos o si hace falta una intervención pública y, en este último caso, qué tipo de intervención puede ser más eficiente.

Este primer análisis exige un conocimiento profundo del mercado relevante, productos (incluso los sustitutos) y agentes involucrados (*stakeholders*), como los consumidores, los jugadores del mercado, etc., realizando una breve descripción de las características e incentivos de cada grupo.

Un primer tipo de problema a detectar son los fallos de mercado. Un fallo de mercado se produce cuando existen ineficiencias en el mercado, es decir, cuando el libre mercado produce una asignación de los recursos no eficiente. Esto puede venir provocado por dos causas principales. Una primera causa es que los precios no se adecuan de forma correcta a los costes y beneficios que conlleva la asignación del bien. Una segunda causa es la existencia de una estructura de mercado inadecuada que provoca que los precios y cantidades no constituyan una solución óptima.

Cabe destacar cuatro posibles fallos de mercado:

- 1 **Externalidades.** Se producen cuando la actividad de los agentes económicos tiene efectos (tanto positivos como negativos) sobre terceros sin que quede reflejado en el precio. Es un fallo de mercado, ya que el precio no está reflejando todos los costes.

Un ejemplo típico de externalidad negativa en los servicios financieros es el riesgo sistémico en el sector bancario, donde la quiebra de un banco puede provocar contagio a otros bancos y pánico entre los clientes del sector.

- 2 **Información imperfecta y asimétrica.** La toma de decisiones de los individuos está influida por la información que poseen, que puede no ser completa (información imperfecta) debido al coste en que hay que incurrir para obtenerla. Las asimetrías de la información surgen cuando una de las partes de una transacción financiera explota la mayor y mejor información que posee. Es un fallo de mercado porque la falta de información provoca que los agentes hagan elecciones ineficientes, al no conocer las verdaderas características de los bienes y servicios intercambiados.

Este fallo es el más importante en los mercados financieros y el que justifica intervenciones públicas como la regulación para la protección de los inversores minoristas.

- 3 **Poder de mercado o falta de competencia.** Existe poder de mercado cuando los precios se fijan por encima de los costes que acarrear. Esto puede producirse cuando las empresas coluden, tienen una marca con buena reputación o existe algún tipo de barrera a la entrada. Es un fallo de mercado, ya que la estructura del mercado puede provocar una solución no óptima.

En particular, la exigencia de requisitos por parte de los reguladores, de honorabilidad e idoneidad (*fit and proper*), códigos de conducta o prudenciales, crea barreras a la entrada que reducen la presión competitiva.

- 4 **Bienes públicos.** Son bienes por cuyo consumo no existe rivalidad entre los participantes del mercado, ya que su coste es independiente del número de consumidores y resulta muy difícil excluir a los individuos de su consumo. En general, para este tipo de bienes los mecanismos del mercado no proveen un resultado eficiente, debido a la existencia de polizones (*free rider*), esto es, individuos que no hacen esfuerzo alguno ya que no pueden apropiarse de sus beneficios.

En el contexto de los mercados financieros, la estabilidad financiera es un ejemplo de bien público y es uno de los principales objetivos de los reguladores financieros.

Un segundo tipo de deficiencias son las asociadas a los fallos normativos. Conviene, en este contexto, distinguir entre cinco posibles situaciones distintas. En primer lugar, puede ocurrir que el problema no provenga de un fallo del mercado importante sino de la aplicación de una norma, dirigida incluso a regular una situación distinta. En segundo lugar, puede que la norma se haya dictado después de haber detectado un fallo del mercado y se haya obtenido con ella el resultado previsto pero causando, al mismo tiempo, efectos secundarios imprevistos y no deseados. En tercer lugar, existen casos en los que la aplicación práctica de la norma agrava el problema que pretende resolver. En cuarto lugar, puede que la norma adoptada no haya conseguido el resultado esperado, pero que este vaya a obtenerse en un futuro. Finalmente, también puede ocurrir que los legisladores nacionales hayan actuado en un ámbito para el cual carecían de competencias. Incluso puede apreciarse fallo normativo cuando se ha adoptado una norma sin existir un fallo de mercado, trasladando, evidentemente, al mercado unos costes innecesarios que no generan ningún tipo de contrapartida.

De esta manera, inicialmente es necesario determinar si el problema que se intenta resolver es consecuencia de un fallo del mercado, asumiendo que no está previsto en ninguna norma. A continuación es preciso definir el objetivo buscado con la actuación (por ejemplo, aumentar la confianza del mercado o la protección del inversor). Una vez definido el objetivo, es necesario averiguar si este ha sido ya regulado en alguna norma. De ser así, habrá que considerar si, además de existir un fallo del mercado, se aprecia un fallo normativo.

Si una vez identificado el fallo normativo o de supervisión el mercado no es capaz de corregirlo por sí mismo, la intervención normativa está justificada, siempre que la política o regulación recogida en la nueva norma suponga mayores beneficios que el coste que implica su elaboración e impacto en el sector.

De todas formas, el análisis debe comenzar delimitando el problema, para después determinar si es importante y encuadrarlo dentro de un tipo de los señalados.

Paso 2. Desarrollo de las principales opciones de política

Una vez decidido que la intervención regulatoria es necesaria, los reguladores deben identificar distintas alternativas, incluidas la de “no hacer nada” y la de “solución del mercado”.

Paso 3. Definición de los objetivos de la política

La existencia de fallos de mercado o regulatorios no es suficiente para justificar la intervención pública, también es necesario que dichos fallos conlleven una amenaza o riesgo para los objetivos de la regulación. Por este motivo es importante determinar el vínculo entre las opciones de política propuestas y los objetivos regulatorios.

Los objetivos a seguir por la política regulatoria pueden ser de varios tipos:

- Objetivos generales, que corresponden a los objetivos regulatorios de primer nivel. Por ejemplo, la estabilidad financiera, el apropiado funcionamiento de los mercados o la protección de los consumidores.
- Objetivos específicos, que son un subconjunto de los objetivos generales y consisten en las distintas soluciones de política. Por ejemplo, la adecuación del capital o los códigos de conducta.
- Objetivos operacionales, que son el resultado de nuevas regulaciones diseñadas para poner en práctica los objetivos específicos. Por ejemplo, normas sobre la publicación de los folletos o sobre los modelos de valoración del riesgo de mercado o de crédito.

Paso 4. Cálculo de los efectos positivos y negativos, así como de los efectos netos de cada opción (ACB)

En aquellas propuestas de medidas regulatorias en que se esperen unos efectos significativos en los consumidores y participantes del mercado (empresas y reguladores), y siempre que sea posible, se requiere un análisis cuantitativo de los

beneficios y costes: este es el objetivo del ACB. Este análisis busca determinar el incremento en los costes y beneficios comparado con una opción de referencia, por ejemplo, “no hacer nada”. Así, hay que tener en cuenta la variación provocada por la política propuesta, y no por cambios en las prácticas de negocio.

A nivel teórico, el análisis ACB es muy sencillo, pero a nivel práctico las dificultades que plantea son múltiples. Un primer aspecto es que pocas veces se puede presentar el análisis en términos cuantificables, lo que dificulta la comparabilidad entre propuestas. Un segundo aspecto que añade complejidad es la duración temporal tanto de los beneficios como de los costes; para calcularla se usa el valor actual neto (VAN), que consiste en traer al presente cualquier valor futuro. Un tercer aspecto es el tratamiento de la incertidumbre y del riesgo. Un cuarto aspecto es que el resultado final puede depender considerablemente de los supuestos y parámetros elegidos. Y, por último, se deben considerar los efectos distributivos de la regulación, ya que los agentes que soportan su coste pueden ser distintos a los que disfrutan de sus beneficios. Por esto, puede ser útil distinguir entre costes netos y transferencias.

Valorar los beneficios de una política es generalmente más difícil que valorar sus costes, pero su importancia es considerable, ya que si el regulador identifica de forma precisa dichos beneficios, la credibilidad del proceso regulatorio mejorará. Para valorar tanto los beneficios como los costes se puede utilizar lo que se conoce como coste de oportunidad, esto es, el valor de la mejor política no realizada.

Entre los costes que hay que considerar cabe destacar:

- Costes de los reguladores, que son costes directos, tanto monetarios como de tiempo, fáciles de calcular. En aquellos casos en los que el regulador está financiado por las empresas reguladas, este coste será en realidad soportado por estas y, en última instancia, por los consumidores. En principio, estos costes no difieren mucho entre distintas medidas.
- Costes de cumplimiento, que son costes directos adicionales en que incurren las personas y entidades reguladas para cumplir con la política regulatoria. Por ejemplo, los costes de establecer una nueva estructura organizacional, controles internos, programas informáticos o cursos de formación. Para calcular estos costes será importante consultar a los afectados que, por otra parte, tendrán tendencia a sobreestimarlos.
- Costes indirectos, que son los efectos negativos que tiene la política sobre el comportamiento de los productos y los participantes del mercado. En general son difíciles de medir, por eso muchas veces hay que analizarlos cualitativamente, pero pueden ser mayores a los costes directos.

Paso 5. Comparación de las distintas opciones

La comparación de los efectos positivos y negativos de cada propuesta permite identificar la preferida o las preferidas. Esto no significa que sea la elegida, ya que el informe AI es una ayuda para la toma de decisión de los reguladores, pero no es un sustituto.

Paso 6. Consulta del borrador de las propuestas

El proceso de consultas se considera clave en el AI, ya que se está teniendo en cuenta la opinión de las partes interesadas y además aumenta la transparencia del proceso regulatorio.

La secuencia de un informe AI puede variar dependiendo de que haya una o dos consultas públicas, lo que dependerá de la complejidad del problema que se está tratando. En el caso de que haya una única consulta, esta se realizará tras la elaboración del análisis cualitativo y cuantitativo, mientras que, en el caso de que haya dos consultas, la primera se llevará a cabo tras la realización del análisis cualitativo y la segunda tras el análisis cuantitativo. En este caso, la contribución de las consultas en una etapa previa puede ayudar a determinar si el problema es relevante y, en el caso de que lo sea, las posibles soluciones.

Paso 7. Publicación de las respuestas recibidas y contestación

El objetivo de este paso es explicar cuál ha sido la opción regulatoria elegida y cuál es su justificación, una vez conocidos los resultados de las consultas. Esta publicación debería recoger brevemente las razones y el proceso de consulta, las respuestas obtenidas y, en el caso de que la política elegida haya sido modificada como consecuencia de las respuestas recibidas, las razones del cambio.

Paso 8. Revisión de la efectividad de la política implementada

En aquellos casos en los que el impacto de la política sea incierto, el propio informe AI debería incluir una fecha para revisar la efectividad, pudiendo elaborarse un AI ex-post. En este caso, el principio de proporcionalidad también debe tenerse en cuenta. El objetivo de este paso es asegurarse de que la política fue implementada correctamente y consiguió los objetivos que buscaba.

La principal dificultad que tiene este análisis es comprobar la causalidad entre la política implementada y el cambio en el comportamiento de los agentes involucrados. Para ello hay que comparar el mercado que ha resultado tras la implantación de la regulación o supervisión con el mismo mercado bajo el supuesto de que no se hubiera implantado nada.

4 Conclusiones

En febrero de 2008 los Comités 3L3 publicaron la guía definitiva del AI. En ella se especifican con detalle las recomendaciones para la elaboración de dicho análisis dentro de la Unión Europea. El objetivo es introducir un análisis más exhaustivo dentro del proceso regulatorio en temas financieros para, en última instancia, tomar la decisión más eficiente y evitar la adopción de normas innecesarias.

La guía del AI busca estructurar el proceso regulatorio en ocho pasos. Esta estructura es similar a la de distintos AI introducidos en otros países. Así, primero identifica el problema que existe en el mercado, las principales opciones de política que pueden resolver dicho problema y su relación con los objetivos regulatorios. La idea de esta primera etapa es determinar si la intervención pública es aconsejable o si es preferible dejar al propio mercado que resuelva dicho problema. Tras concluir que una intervención es aconsejable se pasa a realizar el ACB para determinar el beneficio neto de cada una de las opciones propuestas. Con este análisis los reguladores deben comparar las opciones, identificando la preferida o preferidas. En este punto empieza el proceso de consulta pública y la posterior publicación de las respuestas recibidas y su contestación, para concluir en la opción de política definitiva. Un último paso a elaborar tras la implantación de la intervención elegida consiste en revisar su efectividad en el tiempo que lleve implantada.

Algunos países ya han introducido, en mayor o menor medida, el AI en sus respectivos procesos normativos, consecuencia del impulso proporcionado por la Unión Europea al considerarlo como una de las medidas necesarias para cumplir con los objetivos fijados en el Consejo de Lisboa de 2000. En el ámbito de los mercados de valores, países como el Reino Unido, Alemania o Italia ya han incluido la obligación de realizar un AI en los procedimientos de elaboración de sus normas, y se espera que en un breve plazo de tiempo muchos otros también lo exijan.

España también está comprometida con el proceso de mejora de la reglamentación y simplificación de la legislación. En consecuencia, ha asumido las conclusiones del Consejo Europeo de Bruselas de la primavera de 2007 y el Consejo de Ministros, de 4 de mayo de 2007, ha adoptado un Acuerdo sobre “*Impulso del Programa de Mejora de la Reglamentación y Reducción de Cargas Administrativas*”. Asimismo, el Ministerio de las Administraciones Públicas ha trabajado en la elaboración de un “*Plan de Acción para la reducción de las cargas administrativas*”. Es pertinente, en todo caso, que los procedimientos de elaboración de normas se adhieran a la práctica, cada vez más generalizada en nuestro entorno, de exigir análisis de impacto. Es más, tal y como se señala en el *Informe del Consejo de Estado sobre la inserción del derecho europeo en el ordenamiento español* (2008), resultaría conveniente que la Administración española realizase análisis de impacto durante el proceso de negociación de las normas comunitarias, con la intención de identificar las necesidades del sector nacional afectado.

5 Bibliografía

Cecot, C., Hahn, R., Renda, A. y Schrefler, L. (2007): “*An evaluation of the quality of impact assessment in the European Union with lessons for the U.S. and the EU*”, Working Paper, diciembre.

CESR (2008): “*Impact Assessment Guidelines for EU Lamfalussy Level 3 Committees*”, febrero.

Comisión Europea (2001): *“La Gobernanza Europea. Un Libro Blanco”* , julio.

Comisión Europea (2002): *Comunicación de la Comisión: Plan de acción “Simplificar y mejorar el marco regulador”* , junio.

Comisión Europea (2002): *Comunicación de la Comisión sobre la evaluación del impacto*, junio.

Comisión Europea (2005): *Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo: “Legislar mejor para potenciar el crecimiento y el empleo en la Unión Europea”*, marzo.

Comisión Europea (2005): *“LIBRO BLANCO: Política de los servicios financieros 2005-2010”*, diciembre.

Comisión Europea (2006): *Comunicación de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones: “Análisis estratégico del programa “legislar mejor” en la Unión Europea”*, noviembre 2006.

Consejo de Estado (2008): *“Informe del Consejo de Estado sobre la inserción del derecho europeo en el ordenamiento español”*, febrero.

FSA (2006): *“Better Regulation Action Plan”*.

García Santos, N. (2007): *“Análisis del impacto de la regulación financiera”*, ICE Información Comercial Española, nº 836, mayo-junio.

Grupo Mandelkern (2001): *“Informe final del Grupo Mandelkern sobre “legislar mejor”*”, noviembre.

Nera Economic Consulting (2004): *“The FSA’s methodology for Cost-Benefit Analysis”*, noviembre.

OCDE (2005): *“Guiding principles for regulatory quality and performance”*, abril.

Parlamento Europeo, Consejo y Comisión Europea (2003): *Acuerdo interinstitucional sobre “legislar mejor”*, diciembre.

Parlamento Europeo, Consejo y Comisión Europea (2005): *“Posición común sobre análisis de impacto”*.

Renda, A. (2006): *“Impact assessment in the EU. The state of the art and the art of the state”*, Centre for European Policy Studies, Bruselas.

Rodrigo, D. (2005): *“Regulatory impact analysis in OECD countries. Challenges for developing countries”*, OCDE, Bangladesh, junio.

Gobierno Corporativo y Derecho de Sociedades. Protección de los accionistas

Juan Munguira González (*)

(*) Juan Munguira González pertenece a la Dirección de Relaciones Internacionales de la CNMV.

1 Introducción

El movimiento de gobierno corporativo ha experimentado un gran desarrollo en los últimos años, especialmente en los mercados financieros más evolucionados. Todos los legisladores y supervisores financieros coinciden en afirmar que el gobierno corporativo constituye un elemento clave para mejorar la eficacia económica y fomentar la confianza de los inversores.

La regulación y los esfuerzos para perfeccionar el gobierno corporativo han registrado un nuevo impulso en los últimos años debido, entre otros factores, a algunos escándalos financieros recientes (Enron, Parmalat,), a los procesos de privatización llevados a cabo en algunos países y a la creciente internacionalización e interdependencia de los mercados y de las empresas. También las crisis financieras de 1997-1998 en Asia, Rusia y Brasil motivaron que se prestara especial atención a los problemas que planteaban las tensiones corporativas en las economías de mercado emergentes¹.

La intensa transformación del sector financiero, con la supresión de barreras al libre movimiento de capitales, la desregulación, la progresiva desaparición de compartimentos estancos entre banca, seguros y valores y la innovación tecnológica, conlleva la necesidad de incentivar buenas prácticas corporativas con el fin de fortalecer la confianza de los inversores y la estabilidad del sistema financiero. En concreto, la mejora de los sistemas financieros y el fomento de su solidez requieren un incremento de la transparencia informativa de las sociedades cotizadas y de todos los participantes en los mercados financieros.

Todo ello ha sensibilizado a las autoridades sobre la necesidad de revisar el modo en que se gobiernan las compañías que apelan al ahorro público. En los últimos años se puede apreciar una corriente gradual hacia un rol más activo de los reguladores en el desarrollo e implementación de los estándares existentes en esta materia. Es ilustrativo el caso del Reino Unido, donde se ha creado un supervisor específico en materias de gobierno corporativo y de auditoría, denominado *Financial Reporting Council*. En Australia e Italia, la supervisión de ambas materias relativas a las sociedades cotizadas corresponde al supervisor de valores, mientras que en España la publicación del nuevo Código Unificado de Buen Gobierno establece una referencia para la valoración de las prácticas de gobierno corporativo de las empresas cotizadas, que realiza anualmente la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El artículo se estructura como sigue: el epígrafe segundo analiza los desarrollos internacionales en el ámbito del gobierno corporativo; el epígrafe tercero comenta brevemente el desarrollo acaecido en España; el epígrafe cuarto analiza la implementación de ciertas medidas y principios de contabilidad y del derecho de sociedades relacionadas con el gobierno corporativo; y el epígrafe quinto desarrolla una valoración sobre el sistema de gobierno corporativo existente actualmente en España.

¹ Es significativo el caso de India, donde 13 millones de unidades familiares han invertido directamente en instrumentos de deuda o acciones de capital; de la misma manera, se estima que en China hay más de 60 millones de inversionistas en acciones ordinarias.

2 Desarrollos internacionales en el ámbito del gobierno corporativo

El movimiento internacional sobre gobierno corporativo tiene diferentes rasgos según el contexto cultural, económico y geográfico en el que se aplique. En el caso de Europa, se pueden distinguir básicamente dos ámbitos: el continental y el anglosajón.

El ámbito continental se caracteriza por una elevada concentración de la propiedad en manos de accionistas de control y por los consiguientes conflictos de interés entre estos y los accionistas minoritarios. Dentro del ámbito continental pueden diferenciarse, a su vez, dos sistemas, el monista y el dualista, en función de la configuración del sistema de gobierno de la compañía.

En el sistema monista (España, por ejemplo), el Consejo de Administración asume como núcleo de su misión la estrategia de la compañía y su ejecución, debiendo respetar en todo momento su objeto e interés social.

El sistema dualista (Alemania, principalmente) toma su nombre de la existencia de un doble sistema de gobierno de la empresa, ya que coexisten el Comité de Dirección y el Consejo de Vigilancia, que supervisa la actuación del primero. En consecuencia, muchas de las medidas englobadas en el movimiento de buen gobierno corporativo en los países donde predomina este sistema inciden especialmente en los Consejos de Supervisión y en los Comités de Auditoría Internos.

El sistema anglosajón se sustenta tanto en una asentada tradición como en la ausencia de grupos de accionistas de control (*free float* elevado). Como ejemplo, destaca el Reino Unido, donde ha existido históricamente una gran sensibilización sobre la materia, lo que ha motivado que se encuentre en la actualidad en un estadio de desarrollo muy elevado, especialmente en lo relativo al funcionamiento de las Juntas Generales de accionistas y al tratamiento del *free float*. La importancia que se otorga a estas materias se pone en evidencia en los distintos informes publicados, que reciben el nombre de su principal autor: informe Cadbury (1992), informe Greenbury (1995), informe Hampel (1998) e informe Higgs (2003). El hilo conductor de todos ellos lo constituye el incremento de la transparencia, la integridad y la responsabilidad de los administradores.

El uso de normas de admisión a cotización es normal en algunos de los países que utilizan este sistema, como es el caso de los Estados Unidos, mientras que en otros países como Reino Unido es más frecuente el uso de códigos que contienen recomendaciones. En EEUU la existencia de una estructura federal y de diferentes centros de contratación conlleva que sean las normas de admisión de cada mercado las que determinen la exigibilidad de ciertos requisitos relacionados con el buen gobierno corporativo.

Un hito importante en el fomento del buen gobierno empresarial en EEUU ha sido la Ley Sarbanes-Oxley (2002), que fue aprobada como reacción a los escándalos empresariales acaecidos. Los objetivos básicos de esta Ley se pueden sintetizar de la siguiente manera:

- Mejora del desempeño de la profesión de contabilidad, con la creación de la junta supervisora de contabilidad de las sociedades anónimas, sujeta a la supervisión de la SEC.
- Establecimiento de nuevas herramientas para incentivar el cumplimiento de la legislación sobre mercado de valores.
- Nuevos requisitos encaminados a mejorar la divulgación de la información financiera de forma que se incluyan las partidas fuera de balance, la rotación obligatoria de auditores cada cinco años y obligatoriedad de la existencia de un comité de auditoría en las compañías cotizadas encargado de la supervisión de la contabilidad, la auditoría y los servicios financieros.

Otro pilar importante sobre la materia es el Informe que la OCDE aprobó en el año 2004, revisando y adoptando los principios de gobierno corporativo que habían sido aprobados dentro de la organización en el año 1999. Los principios de gobierno corporativo de la OCDE se centran en los siguientes objetivos:

- a) Garantizar la base de un marco eficaz para el gobierno corporativo.
- b) Asegurar el cumplimiento de los derechos de los accionistas.
- c) Salvaguardar el tratamiento equitativo de los accionistas.
- d) Fomentar la transparencia.
- e) Desarrollar las responsabilidades del Consejo de Administración.

El activismo de la OCDE ha supuesto que muchos países en vías de desarrollo evolucionen desde sistemas de gobierno basados en relaciones personales hacia otros cimentados en reglas y principios. La seguridad jurídica (es decir, la aplicación de la ley) es el eje primordial sobre el que pivota el paso de sistemas de gobernabilidad corporativa basados en relaciones a otros basados en normas.

3 Los impulsos a las prácticas de gobierno corporativo en España

En España, el Consejo de Ministros ordenó en 1997 la creación de una Comisión para el estudio del gobierno de las sociedades, denominada “Comisión para el estudio de un Código ético de los Consejos de Administración”, que finalizó con la aprobación del denominado “Informe Olivencia” en el año 1998. El informe se centró en la estructura y funcionamiento de los Consejos de Administración, bajo el paraguas de la eficiencia y la racionalidad económica.

Por su parte, el denominado “Informe Aldama” (2003), cuya finalidad era el fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados y sociedades, concretó los siguientes objetivos:

- Fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados.
- Desarrollo de los deberes de lealtad de los administradores.
- Desarrollo del derecho a la información de los accionistas.
- Reestructuración del funcionamiento de la Junta General de Accionistas.

La evolución de la legislación ha continuado a lo largo del tiempo, con la aprobación, principalmente, de las siguientes cinco normas:

- Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, con la finalidad de mejorar la información financiera y contable de las compañías (independencia de los auditores, comités de auditoría, comunicación de información privilegiada, etc.).
- Ley 26/2003, de 17 de julio, con la finalidad de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas.
- Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social.
- Orden Ministerial 3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades.
- Circular 1/2004, sobre el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas.
- Ley 6/2007, de 12 de abril, que modifica el régimen de opas y de transparencia de emisores y el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, sobre información regulada, que regula los requisitos relativos al contenido, publicación y difusión de información regulada sobre los emisores de valores.

Asimismo, la publicación del nuevo Código Unificado de Buen Gobierno en el año 2006 supuso un aumento significativo en el nivel de exigencia sobre el gobierno de las sociedades cotizadas. A partir del año 2007 las sociedades han debido elegir una de las opciones establecidas: aceptar las Recomendaciones del nuevo Código o explicar adecuadamente la adopción de otros criterios². La existencia de principios, y no de normas de derecho positivo, ha acarreado que un sector doctrinal critique que esta reforma se sitúa en el marco metodológico de autorregulación.

² En España, muchas compañías, de manera voluntaria, han ido adoptando paulatinamente el Código durante el pasado ejercicio precedente.

Antes de finalizar esta breve descripción de la evolución del desarrollo del gobierno corporativo en España se debe remarcar que, ante los nuevos retos que plantean la globalización y la integración entre mercados, la legislación nacional debe fomentar, y así lo está haciendo, un marco estable adecuado que se encuentre debidamente incardinado dentro del contexto europeo.

Los organismos supervisores desempeñan un importante papel en la consecución de este objetivo, en la medida en que, sin perjuicio de una mayor o menor imperatividad de la regulación, los informes anuales y la denominada información “sensible” (operaciones vinculadas, conflictos de interés, funcionamiento de la Juntas, pactos parasociales...), tienen, entre sus destinatarios, a los supervisores de los mercados de valores. En este contexto se enmarca el estudio publicado por IOSCO (*Internal Organization of Securities Commissions*) en febrero del año 2005 sobre las medidas necesarias para reforzar la credibilidad de los mercados de capitales y evitar los fraudes financieros. En este Informe, además de otorgar particular importancia a la mejora en las prácticas del gobierno corporativo, se incide especialmente en la protección de los accionistas minoritarios y en el rol de los supervisores de valores.

4 Medidas legislativas dentro del Derecho de sociedades que pueden afectar al gobierno corporativo

En los últimos años, el entorno económico de las empresas europeas ha evolucionado rápidamente con la globalización de las economías y los grandes desarrollos tecnológicos, lo que conlleva la necesidad de que los legisladores comunitarios se adapten a la realidad de los tiempos que llegan.

Las medidas legislativas que desarrollan la transparencia y el ejercicio diligente de los derechos y obligaciones de los administradores de las compañías cotizadas tienen un efecto muy positivo sobre la reputación de la realidad empresarial de un país. Se transmite al mercado que las empresas tienen un adecuado funcionamiento de sus órganos de administración, que existen consejos diligentes y equilibrados y que pueden confiarles sus inversiones, ya que el interés de la compañía y de los accionistas estará siempre por encima del interés de los administradores.

Una serie de medidas legislativas recientes en España conceden una mayor dotación de poderes a los órganos rectores de las compañías mercantiles (principalmente a las sociedades cotizadas) y ello podría afectar a ciertos controles asentados en los movimientos de gobierno corporativo. Entre estas medidas se pueden resaltar las que se desarrollan en los siguientes epígrafes.

4.1 Medidas de simplificación relativas a la Tercera y a la Sexta Directiva, con relación a los informes de expertos independientes

Estas Directivas regulan las fusiones y escisiones de las sociedades anónimas en un mismo Estado Miembro. No establecen una armonización completa, por lo que

algunos preceptos varían entre los Estados Miembros, aunque se garantiza un nivel mínimo de protección en el ámbito territorial de toda la Unión Europea.

Los requisitos que favorecen la flexibilidad en las fusiones y escisiones deberían evitar causar perjuicios a los accionistas afectados. La petición de supresión del informe del proyecto por un experto independiente sólo debería ser aceptada si todos los accionistas afectados lo autorizan. Tampoco se deberían perjudicar los intereses de los acreedores y de los trabajadores de las empresas implicadas.

El Grupo de Expertos no gubernamentales en gobernanza empresarial y derecho de sociedades determinó que tales informes no eran necesarios siempre que así lo hubieran acordado los accionistas de las sociedades afectadas. El anteproyecto de Ley sobre modificaciones estructurales de sociedades mercantiles también apoya esta idea.

Con independencia de ello, lo cierto es que nuestro legislador debe valorar que la eliminación de estos requisitos -en principio gravosos-, no suponga una disminución de los requisitos de transparencia con los que se efectúan estas operaciones societarias.

4.2 Modificación relativa a la Segunda Directiva, donde se regulan entre otras materias la asistencia financiera y la autocartera

La Segunda Directiva del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, regula la constitución de la sociedad anónima y el mantenimiento y modificación del capital de las sociedades anónimas.

Dentro de esta Directiva se regulan, entre otras materias, la asistencia financiera y la autocartera.

- La asistencia financiera

En relación a la asistencia financiera, la Segunda Directiva establecía en el artículo 23, como principio general, la imposibilidad de una sociedad de adelantar fondos, de conceder préstamos y de dar garantías para la adquisición de acciones por un tercero. Era una prohibición casi absoluta, de la que sólo se exceptuaban:

- a) Las operaciones de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias en el marco de las operaciones corrientes de los bancos y demás establecimientos financieros.
- b) La asistencia financiera para la adquisición de acciones por o para el personal de la sociedad o de una sociedad afín a esta.

La prohibición de la asistencia financiera producía cierta inquietud, ya que se prohibía a las sociedades que prestasen ayuda financiera a un tercero para comprar acciones de la sociedad y, sin embargo, se les autorizaba a ellas mismas a adquirirlas (dentro del límite del 10% del capital social y con autorización de la Junta General).

Con independencia de estas excepciones, la preocupación del legislador comunitario consistía en preservar la integridad del capital. En este sentido, se

establecía que dichas transacciones y operaciones no podían provocar que el activo neto de la sociedad fuera inferior al importe del capital suscrito, aumentado con las reservas que la ley o los estatutos no permitieran distribuir.

En el derecho español, el artículo 81 de la Ley de Sociedades Anónimas regula la asistencia financiera para la adquisición de acciones propias, estableciendo tres conductas prohibidas, acompañadas de una cláusula general de cierre:

- La sociedad no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de acciones de su sociedad dominante por un tercero.
- Ello no se aplicará a los negocios dirigidos a facilitar al personal de la empresa la adquisición de sus acciones o de acciones de una sociedad del grupo.
- La prohibición no se aplicará a las operaciones efectuadas por sus bancos u otras entidades de crédito, en el ámbito de las operaciones ordinarias propias de su objeto social, que se sufraguen con cargo a bienes libres de la sociedad. Deberá prevalecer en el pasivo del balance una reserva equivalente al importe de los créditos anotados en el activo.

La modificación de la segunda Directiva, aprobada el 6 de septiembre del año 2006, modera las condiciones exigibles, siempre que se cumplan un serie de requisitos, que consisten sintéticamente en: (1) que la asistencia financiera se preste en condiciones de mercado justas, (2) que se informe y se apruebe por la Junta General de accionistas, y (3) que no afecte al patrimonio vinculado.

La mención a las condiciones de mercado justas tiene como finalidad evitar que se pueda producir una liquidación encubierta, total o parcial, del patrimonio social a favor del beneficiario de la asistencia financiera. Por su parte, la referencia a la aprobación previa de la Junta General parece que se refiere a una aprobación caso por caso. En consecuencia, no parece que pueda admitirse una autorización general para realizar estas operaciones, ni una autorización estatutaria expresa.

Por lo tanto, la modificación de la Directiva flexibiliza en cierta manera su implementación, otorgando potencialmente un nuevo instrumento a los administradores de las compañías cotizadas. Será opción de los legisladores nacionales continuar con la prohibición total de estas operaciones, con las excepciones relativas a las operaciones ordinarias de los bancos y a la financiación del personal de la empresa, o aprovechar los elementos de flexibilización de la Directiva³.

- La autocartera

Históricamente ha existido una gran diversidad legislativa acerca de la capacidad jurídica de las sociedades para realizar este tipo de operaciones. El derecho tradicional inglés las limitaba, ya que priorizaba tanto la protección de los accionistas minoritarios, como la de los acreedores. En los sistemas continentales, donde se

³ En el derecho español hasta que se reforme la legislación para implementar la nueva Directiva, el negocio de financiación será nulo de pleno derecho (si la propia sociedad que transmite sus propias acciones es la que otorga asistencia financiera al comprador).

prima la seguridad jurídica del tráfico y la agilidad y celeridad de las operaciones, existe un reconocimiento más amplio hacia la capacidad de las sociedades.

Progresivamente, se han ido abandonando estas posturas relativas a la falta de capacidad de las personas jurídicas. Los Estados han ido admitiendo que las empresas puedan adquirir acciones propias dentro de unos determinados límites prefijados.

La situación existente con anterioridad a la modificación de la Segunda Directiva en lo relacionado con la autocartera, tenía las siguientes características:

- Autorización de la Junta general de Accionistas, con las excepciones mencionadas anteriormente.
- Período de autorización de 18 meses.
- Límite máximo de un 10%; en España un 5% para las sociedades cotizadas.
- No reducción de los activos netos por debajo de ciertas limitaciones.

La nueva situación, posterior a la modificación de la Directiva, se basa en los siguientes pilares:

- Autorización de la Junta General de Accionistas.
- Período de autorización para ser usada de 5 años.
- No reducción de los activos netos por debajo de ciertas limitaciones.
- Supresión del 10% como límite máximo y posibilidad de establecer límites superiores.

La regulación comunitaria ha establecido, asimismo, que, como consecuencia de la adquisición, el patrimonio neto o activo neto social no debe ser inferior a la suma del capital más las reservas indisponibles. Lo que se pretende, en suma, es que la sociedad, al adquirir sus propias acciones, no lleve a cabo una liquidación encubierta, poniendo en peligro la integridad del capital o disminuyendo la garantía de sus acreedores.

En el derecho español, en el que todavía no se ha implementado la modificación de la segunda Directiva, se consideraba que el límite cuantitativo del 10% era muy elevado cuando se trataba de grandes sociedades anónimas cotizadas. La falta de posesión directa de acciones por parte de los administradores, así como la estrechez del mercado bursátil español, han determinado que el legislador considere que el límite del 10% pueda ser excesivo.

En el ámbito comunitario, la modificación efectuada en la Segunda Directiva flexibiliza el régimen de adquisición derivativa de acciones, al permitir cierta diversidad legislativa. En consecuencia, los Estados van a poder prohibir o permitir estas operaciones, siempre bajo el respeto a las condiciones impuestas por la Directiva, así como ampliarlas sin llegar a sustituirlas o modificarlas, al constituir un mínimo inderogable.

Una flexibilización excesiva de la regulación podría otorgar mayor poder de discrecionalidad a los administradores, cuya utilización indebida, con independencia de las reacciones del ordenamiento jurídico ante una operación societaria inadecuada, podría favorecer su permanencia en la cúpula de las sociedades, desalentando a las minorías y a posibles terceros.

Asimismo, su uso inadecuado podría permitir a las sociedades modificar su estructura interna y la estructura de propiedad en defensa de sus intereses. Por ello, podría resultar conveniente que el legislador español, cuando implemente las modificaciones proyectadas en la segunda directiva, establezca el límite máximo de autocartera en el 10%, es decir, en el mínimo que permite la norma comunitaria.

Por último, también en relación con las modificaciones de la segunda Directiva, pudiera reflexionarse tanto sobre el papel garantista que cumple el capital social como sobre el papel que desempeña como colchón de nuestro sistema jurídico societario. En todo caso, parece conveniente que los requisitos de capital sean uniformes en todo el sistema financiero, contraponiéndolos a otra pauta de referencia, la liquidez, elemento esencial en el adecuado equilibrio de las actividades mercantiles.

4.3 Implantación de nuevos principios de contabilidad en la Unión Europea

La implantación de las Normas Internacionales de Contabilidad y de Información Financiera (NIC/NIIIF) pretende favorecer la comparabilidad de la información financiera suministrada por las empresas, fomentando la competencia entre los diversos mercados de capitales mediante la aplicación del concepto de valor razonable para la valoración de los activos. No obstante, este criterio de valoración puede suponer un nuevo instrumento de discrecionalidad, por lo que estas normas, además de aumentar la exigencia para el trabajo de los auditores y los supervisores de los mercados, deben preservar la exactitud e integridad de la información financiera suministrada.

En España el legislador ha reforzado las obligaciones de información de los emisores, introduciendo modificaciones en el marco regulatorio sobre información financiera regulada, con la finalidad de facilitar el análisis económico y financiero de las sociedades cotizadas, asentar el principio de transparencia informativa y facilitar las decisiones de inversión de los participantes en los mercados de valores.

En este sentido se enmarcan las principales modificaciones del marco regulatorio contable efectuadas en el año 2008 y la obligación de que en los informes de gestión del año 2007 se incluyan aspectos directamente relacionados con el adecuado funcionamiento interno de las sociedades cotizadas, tales como:

- La estructura de capital.
- La restricción a la libre transmisibilidad de valores.
- Las participaciones significativas.

- Los pactos parasociales.
- Las restricciones al derecho de voto.
- Las normas sobre nombramiento de consejeros y modificación d estatutos.
- Los poderes de los miembros del Consejo.
- Los acuerdos de la sociedad que entren en vigor, sean modificados o concluyan con motivo de un cambio de control de la sociedad.
- La indemnización de la gerencia cuando sea despedida o dimita a consecuencia de una opa.

Por su parte, el artículo 49 del Código de Comercio establece que se deberá incluir en el informe de gestión del año 2008, en una sección separada, el informe de gobierno corporativo. Todas estas medidas legislativas pretenden asentar el principio de transparencia informativa, elemento esencial de las compañías cotizadas.

5 Una valoración sobre el sistema de gobierno corporativo existente actualmente en España

En España gozamos de unas condiciones estructurales que resultan particularmente aptas para que se desarrolle el gobierno corporativo. Existe un marco legal flexible junto con un “suelo imperativo” que marca a los órganos de la sociedad y, en particular, a las personas que formen parte de los mismos, un conjunto de competencias, derechos, deberes y responsabilidades debidamente explicitados.

En los últimos años la evolución muestra un importante incremento de la transparencia informativa por parte de las compañías cotizadas. Ello se debe a un conjunto de medidas legales que han facilitado el ejercicio transfronterizo de los derechos de voto, generalizado el uso de la participación electrónica en las Juntas Generales y fortalecido el ejercicio de ciertos aspectos del derecho de información de los accionistas (derecho a incluir nuevos puntos en el orden del día, ejercicio de derechos a distancia, derecho a solicitar el asesoramiento necesario para el cumplimiento de sus funciones, derecho a hacer preguntas y derecho a recibir las actas de los consejos, de las comisiones delegadas y de las comisiones de supervisión y control).

Un elemento muy positivo ha sido el efectivo desarrollo y la implantación generalizada de las distintas tipologías de comisiones dentro de los Consejos de Administración. La Comisión de auditoría, al ser obligatoria, está presente en el 100% de las compañías, la de nombramientos y retribuciones en un 80% aproximadamente, mientras que la comisión ejecutiva existe en cerca del 50% de las compañías cotizadas. Asimismo, se ha clarificado el procedimiento de nombramiento y cese de los consejeros y se ha previsto la existencia de una

información pública sobre la evaluación del Consejo, en aspectos relacionados con el funcionamiento de las comisiones, la calidad y eficiencia y el desempeño de las funciones del presidente y del primer ejecutivo. Otra característica de la gobernanza empresarial española consiste en el fortalecimiento de la publicidad registral. En este sentido, hay que recordar que los Reglamentos de las Juntas Generales y de los Consejos de Administración deben comunicarse a la CNMV y posteriormente ser inscritos en el Registro Mercantil.

En España existe una alta concentración de la propiedad en las sociedades cotizadas; la participación accionarial media del mayor accionista es aproximadamente del 35,5% del capital social y la de los cinco mayores accionistas, del 52,4%. Esta circunstancia explica que la arquitectura del gobierno corporativo se haya centrado en la prevención de abusos por parte de los ejecutivos gestores y, por extensión, en el riesgo de transferencia de poder de los gestores hacia los accionistas de control.

Los conflictos entre accionistas mayoritarios y minoritarios no tienen la misma naturaleza que los que contraponen propiedad y gestión. Es en estos últimos donde concurre un riesgo de agencia. Los ejecutivos no deberían concentrar todo el poder de dirección de la empresa ni acaparar los órganos de administración de la misma; el poder de decisión debería estar compartido y debidamente distribuido. Es por ello que la definición de cuáles deben las características y el papel de los consejeros denominados “independientes” cobra especial relevancia en España.

Otro factor diferenciador en España, es el relativo al régimen de tenencia directa con doble escalón; es decir, el registro en Iberclear como central depositaria de valores, junto a los registros auxiliares de sus entidades participantes.

La Directiva 2004/39 del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril del año 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, establece en el artículo 34 que los Estados Miembros exigirán que las empresas de inversión de otros Estados Miembros tengan derecho a acceder a los sistemas de contrapartida central, compensación y liquidación existentes en su territorio. Esta “apertura” potencial del sistema registral de todos los países de la Unión Europea ha llevado a un sector de la doctrina española a defender la traslación de los principios hipotecarios, especialmente los de inscripción, tracto sucesivo, legitimación y buena fe registral a las operaciones que se efectúen dentro del ámbito de aplicación de la jurisdicción española; lo fundamentan en que la seguridad jurídica de nuestro sistema es cuasi-absoluta.

La creciente presencia de consejeros independientes en los consejos de las sociedades cotizadas, que actualmente alcanza aproximadamente el 32% del total, así como la inexistencia de límites de edad para los consejeros y la importante concentración de poder en los presidentes de los Consejos de Administración, constituyen otras características de la realidad española. El legislador español ha considerado que la experiencia es un valor esencial en la gestión y dirección de las compañías, con especial incidencia en las cuestiones relacionadas con la contabilidad, la auditoría o la gestión de riesgos de las mismas.

Un elemento que ha suscitado controversia en los distintos países europeos es el relativo a la remuneración de los consejeros. En España se ha producido un incremento de un

20% aproximadamente en el año 2007 en las empresas del IBEX con relación al año precedente. Otra característica que debe ser destacada es la relativa al lento, pero continuo, aumento de la presencia de las mujeres en los Consejos de Administración, aproximadamente un 6% en el año 2007, con relación a las empresas del IBEX.. Esta tendencia es mayor en las empresas con menor capitalización bursátil.

Existe un conjunto de circunstancias que deberían ser tenidas en cuenta por el legislador español en el caso de plantearse un desarrollo legislativo sobre “gobierno corporativo” en nuestra jurisdicción. Entre las mismas se puede meditar sobre la existencia de un moderado deber de información de las Instituciones de Inversión Colectiva en relación con el ejercicio de los derechos políticos de los valores de su cartera. Una participación más activa de este tipo de Instituciones en las Juntas Generales de las sociedades cotizadas facilitaría el papel determinante de las mismas. Parece oportuno reflexionar sobre la conveniencia de fomentar la actividad accionarial de los inversores institucionales a través del desarrollo de un adecuado régimen de responsabilidad. Un paso en este objetivo pudiera ser la proyección de las medidas de transparencia sobre la representación de los accionistas.

Un elemento que merece ser considerado es el relativo a la existencia de duplicidades normativas sobre ciertas materias relativas a las compañías cotizadas, lo que genera unos costes de información elevados para compañías sin grandes ratios de capitalización. En este sentido, la Comisión Europea ha señalado recientemente que la simplificación de la regulación es deseable, tanto desde la racionalidad económica como desde la perspectiva de la integración del mercado de servicios financieros. En particular, las compañías están solicitando medidas simplificadoras en relación con la publicidad societaria. Argumentan que las nuevas tecnologías pueden abaratar el sistema de publicidad basado en la inscripción registral y posterior publicación en un Boletín Oficial. Concluyen que deberían estudiarse vías para abaratar los costes si no se aborda la supresión de las duplicidades normativas existentes.

Asimismo, podría reflexionarse sobre la admisibilidad en ciertos supuestos de los seguros de responsabilidad civil de los administradores de una sociedad anónima cotizada. Podría valorarse si la celebración de un contrato de seguro puede generar una disminución de la diligencia exigible al cumplimiento de sus deberes, provocando incluso una exoneración y/o limitación de la responsabilidad de los administradores. Sin perjuicio de ello, lo cierto es que si bien este tipo de pólizas de seguros es admitido en la generalidad de los ordenamientos jurídicos gozando, incluso, en los países anglosajones de un reconocimiento legal expreso, no debe olvidarse que los costes de aseguramiento los sufragará la propia sociedad y que sólo son asegurables los comportamientos culposos, con la previsible desincentivación para iniciar procedimientos judiciales por dolo.

Otra posible carencia de nuestro Ordenamiento se encuentra en la escasa regulación de la figura de los intermediarios. Existe cierta confusión en torno a la figura del intermediario-gestor-fiduciario-cuasi-propietario-poseedor real de los valores, cuya aclaración beneficiaría a la seguridad jurídica. La afectación de valores a los derechos de los titulares de la cuenta, y la debida separación de los activos entre los clientes y los intermediarios, deben ser elementos esenciales de nuestro sistema jurídico.

En el derecho español, y en el sistema europeo tradicional, se establece un nexo indisoluble entre el emisor de los valores y el inversor-propietario que los compra. El registro de valores debe siempre asegurar la identificación del último inversor propietario, que es quien ostenta todos los derechos derivados de la propiedad de los valores. El sistema anglosajón, por su parte, difiere de este tratamiento e institucionaliza una relación contractual entre el inversor y el intermediario que le gestiona sus intereses, compartiendo los derechos derivados de la propiedad. Parece pertinente que exista siempre una regulación que asegure el control de la titularidad de los bienes y su sometimiento completo al Ordenamiento jurídico.

Un área cuyo desarrollo podría considerarse es el relativo a la promoción de la empresa como agente responsable de la sociedad. En este momento, todo lo relativo a la responsabilidad social de las empresas está sujeto a criterios de voluntariedad, existiendo tres herramientas de trabajo básicas: las memorias de sostenibilidad, los sistemas de medición y certificación y la autorregulación sectorial.

El Informe de la Subcomisión del Congreso de los Diputados para potenciar y promover la responsabilidad social de las empresas señala que las Administraciones Públicas deben facilitar que las compañías puedan poner en valor su compromiso con los criterios de responsabilidad social. Actualmente ya existen 42 empresas españolas que elaboran memorias de sostenibilidad, siguiendo la referencia del *Global Reporting Initiative*. Sin embargo, faltan indicadores comunes para poderlos medir, controlar y comunicar.

Adicionalmente, parece aconsejable que se fueran incorporando paulatinamente en la actuación de las sociedades cotizadas cuestiones como el respeto a las normas de higiene y seguridad en el trabajo, la existencia de políticas empresariales respetuosas con el medio ambiente, la conciliación de la vida personal y familiar y la progresiva implementación de la diversidad de género.

Por último, se podría reflexionar también sobre la necesidad de desarrollar una política de severidad normativa con las infracciones del deber de lealtad. En este sentido, los costes asociados a los riesgos de error están indebidamente atenuados y se podría abordar la carencia de mecanismos de supervisión suficientes para combatir la existencia de incentivos potentes para la extracción de beneficios privados.

6 Conclusiones

El marco institucional español relativo al fomento de las buenas prácticas de gobierno corporativo ocupa una posición destacada dentro de la Unión Europea. En España, de la misma manera que en otros países de nuestro entorno, coexisten dos niveles de regulación: el derecho positivo, con su consiguiente imperatividad, y las recomendaciones, sujetas al Principio “cumplir o explicar”.

La transparencia informativa debe constituir el principio fundamental de ambos niveles, debiendo extenderse a la aplicación efectiva no sólo de los deberes

legales, sino también de los demás principios éticos, orgánicos y estructurales que dotan de unidad y/o interpretación unitaria y sistemática a esta materia. La implementación de este principio parece fundamental tanto para el control externo de las compañías como para la evaluación de la calidad de gestión de las mismas. “La luz y los taquígrafos son los mejores vigilantes del fraude”.

La CNMV ha desempeñado un papel relevante en la implementación de los principios y buenas prácticas, no solo a través de su labor “supervisora”, sino también a través de su papel activo en la elaboración del Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas.

Sin perjuicio de ello, existen aspectos de la regulación cuyo posible desarrollo deberá ser estudiado por nuestras autoridades con el fin de equilibrar la transparencia y la protección de los inversores-accionistas-partícipes con la agilidad y dinamismo de los mercados de valores y la capacidad de autoorganización de las compañías mercantiles.

Las nuevas Directivas comunitarias que afectan, directa o indirectamente, al gobierno corporativo son, en general, Directivas de mínimos que conceden libertad a los legisladores nacionales para regular las actividades dentro de sus confines territoriales. Ello eleva el plus de exigibilidad en relación con la necesidad de una legislación nacional equilibrada entre la libertad empresarial y la protección de los accionistas.

Por último, hay que señalar que la elaboración de un plan de formación y expansión del gobierno corporativo en diferentes organizaciones, instituciones y organismos públicos de la sociedad civil, tales como universidades, escuelas de negocios y cámaras de comercio, puede desempeñar un papel relevante en la generalización del conocimiento sobre esta materia.

7 Bibliografía

Pedro Alemán Laín (2003). *Función del valor nominal en las acciones. Una aproximación desde el Derecho Norteamericano*. Editorial Aranzadi.

Ricardo Bayona Jiménez (2002). *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*. Editorial Aranzadi.

Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas (2006).

Rafael Mateu de Ros Cerezo (2007). *El Código Unificado de Gobierno Corporativo*. Editorial Aranzadi.

Cándido Paz-Ares (2007). *Responsabilidad de los administradores y gobierno Corporativo*. Colegio de registradores de la propiedad y mercantiles de España.

Antonio Roncero Sánchez (2005). *El seguro de responsabilidad civil de administradores de una Sociedad Anónima*. Editorial Aranzadi.

III Novedades regulatorias

La nueva normativa sobre depositarios: análisis de la ORDEN EHA/596/2008

Juan Carlos González Pintor (*)

(*) Juan Carlos González Pintor pertenece a la dirección de Supervisión de la CNMV.

1 Introducción¹

La concreción del régimen jurídico de los depositarios de instituciones de inversión colectiva (DIIC) ha estado plasmada desde el año 1992 en una Orden Ministerial que, por tanto, constituía el desarrollo de las previsiones que sobre el depositario de IIC (DIIC) contenía el Reglamento de la Ley de IIC de 1984.

Esta Orden Ministerial precisaba, y por ende reforzaba, las funciones y tareas de los depositarios, en particular la de supervisión de la actuación de las entidades gestoras.

Ahora bien, la promulgación en 2003 de una nueva Ley de IIC, y el subsiguiente Reglamento de 2005, de desarrollo de esta Ley, han hecho imprescindible la actualización del régimen jurídico de los DIIC. A este respecto, es de destacar que los cambios introducidos por las nuevas normas son de tal calado que resulta necesaria la regulación en mayor detalle de las funciones propias de los depositarios.

De este modo, la ampliación de la capacidad operativa de las IIC y la posibilidad de que las gestoras realicen nuevas funciones, como la comercialización de IIC, requieren que la función de vigilancia y supervisión tenga en cuenta de manera apropiada todas las nuevas posibilidades.

Asimismo, el peso creciente en las carteras de las IIC de inversiones en otras IIC o derivados OTC que son activos que, por sus características, no son técnicamente custodiables en el sentido más estricto del término, precisan de una determinación respecto a la articulación de la función de custodia en estos supuestos.

Adicionalmente, la introducción de nuevas figuras de inversión colectiva, como las IIC de Inversión Libre (IICIL) y las IIC de IIC de Inversión Libre (IICIICIL), requieren de una adaptación de las funciones generales de los depositarios a las especificidades de las mismas. En este sentido, en el caso de las IICIL, resulta fundamental clarificar la relación del depositario con la de otra figura típica de estas instituciones, el *prime broker*, pues este realiza funciones que se solapan con las del depositario. Respecto a las IICIICIL, su particular proceso de construcción de carteras requiere de una reformulación de la función de supervisión y vigilancia de los depositarios.

Por último, y no menos importante, es de destacar el propósito de la nueva norma de sistematizar los aspectos procedimentales de la actuación de los depositarios. No en vano, la mayor complejidad, ámbito y número de las tareas de los depositarios en comparación con el régimen anterior requieren de la estructuración y sistematización de sus funciones, lo cual se consigue principalmente mediante la implantación de un manual de procedimientos internos.

¹ Introducción preparada por Jorge Antonio Vergara Escribano, al que agradezco expresamente su colaboración.

En este artículo se realiza un análisis de la Orden EHA/596/2008, atendiendo a las diferentes funciones encomendadas a los depositarios, comparando su contenido con la anterior norma ahora derogada. Para ello, en el apartado segundo se recogen los objetivos y, de forma resumida, las principales novedades. En el tercer apartado se analiza la función de supervisión y vigilancia sobre la actividad desarrollada por la SGIIC, mientras que en el cuarto se recoge el análisis de las labores de custodia y administración, finalizando en el apartado quinto con un análisis de las tareas del depositario en la suscripción y reembolso de participaciones y acciones de IIC. Para finalizar, en el apartado sexto se hace una breve mención a la regulación del estado de posición que no recoge modificación alguna respecto de la regulación anterior, concluyendo con el apartado séptimo donde se recoge una valoración sobre el contenido de la nueva norma.

2 Objetivos y novedades de la norma

La Orden EHA/596/2008 tiene dos objetivos declarados:

- a) Actualizar el régimen jurídico del depositario de instituciones de inversión colectiva recogiendo las disposiciones contenidas en la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante la LIIC) y su Reglamento de desarrollo contenido en el Real Decreto 1309/2005 (en adelante el RIIC).
- b) Desarrollar el contenido de los estados de posición a los que hace referencia el RIIC en su artículo 4.3.

Respecto al primero y más relevante de los objetivos anteriores, la norma refuerza sensiblemente la función de los DIIC y concreta con mayor precisión la forma en que se ha de desarrollar esta tarea.

Entre las novedades de la Orden que contribuyen a reforzar y detallar la labor del DIIC podemos destacar las siguientes:

- Reconocimiento explícito de la posibilidad de delegar las funciones de vigilancia y supervisión.
- Obligación del depositario de contar con un manual de procedimientos internos donde se recojan el ámbito, los métodos utilizados y la periodicidad de sus revisiones.
- Necesidad de disponer de un sistema de control que permita verificar los procedimientos de valoración de la gestora.
- Para verificar el cálculo del valor liquidativo se admite la posibilidad de utilizar criterios de comparación contra índices y umbrales de tolerancia previamente establecidos.

- Reconocimiento explícito de la obligación de verificar que los activos objeto de inversión se adecuan a la vocación inversora definida en el folleto.
- Los depositarios deben recibir los estados reservados al menos quince días antes de su envío a la CNMV, a fin de poder realizar las comprobaciones oportunas.
- Definición y calificación de las anomalías detectadas en función de su relevancia.
- Introducción de la supervisión de la comercialización en los casos en que la gestora actúe como comercializadora de IIC.
- Obligación del depositario de abrir las cuentas con las que las IIC vayan a operar y, en el caso de las SICAV², imposibilidad de que la gestora o los administradores dispongan directamente de los saldos.

Según establece la disposición derogatoria única de la Orden, esta viene a sustituir la regulación contenida en dos normas:

- a) En su totalidad, la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 30 de julio de 1992 sobre precisión de las funciones y obligaciones de los depositarios, estados de posición y participaciones significativas en IIC. La nueva norma recoge la regulación sobre los depositarios y estados de posición, sin hacer referencia alguna a las participaciones significativas, reguladas actualmente en el artículo 29 del RIIC, que unificó el régimen de información de fondos y sociedades de inversión en este ámbito.
- b) De forma parcial, deroga el Capítulo VI de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 24 de septiembre de 1993, sobre fondos y sociedades de inversión inmobiliaria, en el cual se recogían las normas específicas sobre los depositarios de esta clase de IIC.

Por lo tanto, se agrupa en una sola norma toda la regulación de rango inferior al RIIC relativa a los depositarios y además se incluyen las particularidades relativas a las IIC inmobiliarias y a las nuevas modalidades de IIC, las IICIL e IICHICIL.

En relación a la regulación de los estados de posición de las IIC, la Orden no plantea novedad alguna, ya que transcribe lo recogido en la antigua.

La nueva Orden ha entrado en vigor a los tres meses de su publicación en el BOE, es decir el 7 de junio de 2008.

² Sociedades de inversión de capital variable.

3 Función de supervisión y vigilancia

3.1 Régimen general

3.1.1 Contenido de las tareas de supervisión y vigilancia

La Orden Ministerial de 30 de julio de 1992 recogía específicamente tres tareas que en este ámbito debían cumplir los depositarios, tareas que en la nueva normativa se mantienen pero como novedades en cuanto a su alcance y modo de ejecución, ya que se establece que los depositarios deben:

- a) Comprobar que las operaciones de compra y venta de valores para la cartera de las IIC han sido realizadas en régimen de mercado. En este caso, se ha eliminado la mención a la atención relativa a las operaciones bursátiles especiales recogidas en el antiguo RIIC y se han incluido de forma expresa los activos objeto de las operaciones: “bienes, derechos, valores o instrumentos”.

También se ha eliminado la mención a las operaciones de la SICAV con los administradores y gestores, que se incluyen en el régimen general de las operaciones vinculadas recogidas en el RIIC.

- b) Comprobar que las operaciones cumplen los requisitos, coeficientes, criterios y limitaciones que establece la normativa, además de verificar que se han invertido de acuerdo con la vocación inversora definida en el folleto. Las novedades son la inclusión de los términos “requisitos y limitaciones”, la referencia a la verificación de la adecuación de las inversiones realizadas a la vocación inversora de la IIC definida en el folleto y la revisión de la aptitud de los activos en los que se invierte, por referencia al artículo 36 del RIIC, fijando la periodicidad de estas comprobaciones con carácter mensual.
- c) Relativas a la corrección del cálculo del valor liquidativo.

1. El depositario debe supervisar los procedimientos, criterios y fórmulas utilizados para el cálculo del valor liquidativo de las participaciones y acciones. Como novedad, la Orden EHA/596/2008 se refiere tanto a los fondos de inversión como a las SICAV, mientras que la antigua norma y la LIIC sólo hacían referencia a las participaciones.

Se establece con mayor nivel de detalle cómo el depositario ha de llevar a cabo esta tarea. Así, debe contar con un sistema de control que le permita verificar los procedimientos de valoración de la gestora o de los administradores, figurando el detalle de dicho sistema de control en su manual de procedimientos internos.

La gestora está obligada a comunicar al depositario cualquier cambio que se produzca en los procedimientos de valoración.

También se determina la periodicidad de los controles que ha de llevar a cabo el depositario que tendrá como mínimo carácter anual, o siempre que se produzcan modificaciones normativas que afecten al cálculo del valor liquidativo o modificación en las políticas de inversión de la IIC. Dicha periodicidad debe constar también en el manual de procedimientos internos.

2. El depositario no sólo ha de contrastar los procedimientos, sino que ha de verificar también el cálculo del valor liquidativo.

Se introduce como novedad, respecto a la antigua Orden, la posibilidad de utilizar “criterios de comparación contra índices de referencia y umbrales de tolerancia, previamente establecidos”, sistema que, de hecho, es el utilizado por varios depositarios. Esta verificación tendrá una periodicidad al menos mensual, debiendo estar recogida en el manual de procedimientos interno del depositario.

En el caso de los activos no negociados en cualquier tipo de mercado o sistema de negociación, y en el de los activos ilíquidos o cuya cotización de mercado no sea representativa, el depositario deberá verificar que los parámetros utilizados en su valoración son los adecuados y reflejan los movimientos y situación de los mercados.

3.1.2 Otros aspectos relacionados con las tareas de supervisión y vigilancia

Con carácter general, la nueva norma concreta en mayor medida que la anterior la periodicidad y forma de llevar a cabo las tareas de supervisión y vigilancia.

El artículo Primero.2 de la Orden Ministerial de 30 de julio de 1992 establecía que para desarrollar las actuaciones de supervisión y vigilancia “el Depositario deberá recabar mensualmente de la sociedad gestora o de los administradores de la SIMCAV información suficiente que le permita desempeñar correctamente” dichas funciones. Esta mención desaparece de la nueva Orden, ya que queda recogida, casi literalmente, en el artículo 93.1 del RIIC.

También ha desaparecido la mención que se hacía en el artículo Primero.3 de la anterior Orden a la obligación de los depositarios de “llevar a cabo las comprobaciones oportunas para contrastar la suficiencia de la información, documentación y publicidad remitida a la CNMV”. Este precepto, con alguna modificación, por incorporación de la palabra “exactitud”, ha quedado recogido en el artículo 93.2 del RIIC. La Orden EHA/596/2008 desarrolla esta obligación:

- a) En el caso de los estados reservados, la información se ha de proporcionar al depositario al menos quince días antes de su envío a la CNMV para que pueda ser “objeto de las comprobaciones oportunas sobre la conciliación de las posiciones de la institución de inversión colectiva”.
- b) En el caso del folleto informativo y la información pública periódica, el depositario deberá verificar con carácter previo a su envío a la CNMV la exactitud, calidad y suficiencia de la misma. Al contrario que en el caso

anterior, no se establece un plazo mínimo para que la información le sea remitida, afectando la verificación de los documentos a todo su contenido.

Para finalizar, y como ya se ha comentado anteriormente, la Orden, en su artículo 9, introduce la obligación del depositario de contar con un “manual de procedimientos internos en el que se detallará el ámbito de las revisiones, los métodos utilizados y la periodicidad con la que se llevará a cabo la función de control y vigilancia de los coeficientes, límites, políticas de inversión y criterios para el cálculo del valor liquidativo”, así como el resto de funciones que tenga encomendadas por la normativa.

La tenencia de este manual de procedimientos internos deberá cumplir dos requisitos:

- a) ser aprobado por el órgano de administración del depositario y
- b) estar siempre convenientemente actualizado.

3.1.3 Calificación y comunicación de las anomalías detectadas

En el artículo Primero de la Orden Ministerial de 30 de julio de 1992 se recogía la obligación del depositario de comunicar a la CNMV aquellas situaciones en las que detectase la insuficiencia o inexactitud de la información remitida por las sociedades gestoras o los administradores, o en las que estuviese en desacuerdo con el contenido de dicha información, así como la obligación de comunicar, en este caso por escrito, cualquier anomalía detectada en la gestión o administración de las IIC.

Esta obligación de comunicación se mantiene en el artículo 62.1 de la LIIC, relativo a la responsabilidad de los depositarios, al establecer que “el depositario está obligado a comunicar a la CNMV cualquier anomalía que detecte en la gestión de las instituciones cuyos activos tiene en custodia”. No obstante, es en el artículo 93.3 del RIIC donde se concreta esta obligación en tres aspectos:

- a) Obligatoriedad de remitir a la CNMV un informe semestral sobre el cumplimiento de la función de vigilancia y supervisión, relativo a la exactitud, calidad y suficiencia de la información recibida de las SGIIC y de los administradores de las SICAV y de la información que se deba remitir a la CNMV. Este informe no estaba contemplado en la antigua Orden.
- b) Contenido del informe: el informe debe contener todos los incumplimientos normativos o anomalías detectados por el depositario en la gestión o administración de las IIC.
- c) Calificación de las anomalías detectadas: se establece un tratamiento diferente según se consideren o no de especial relevancia.

En el primero de los casos, según el artículo 93.4 del RIIC “...el depositario deberá informar sin tardanza por escrito a la CNMV de cualquier anomalía que detecte en la gestión o administración de las IIC y que revista una especial relevancia”. Esta información deberá constar también en el informe semestral.

Por su parte, las anomalías que no revistan una especial relevancia no habrán de ser objeto de comunicación escrita a la CNMV de forma inmediata, sino que bastará su inclusión en el informe semestral, si bien se deberán incorporar al mismo las observaciones que la gestora o los administradores hubieran realizado. Para ello, el depositario habrá puesto previamente en su conocimiento la anomalía detectada.

Hasta la publicación de la nueva Orden no existía una definición de lo que había de entenderse como anomalía de especial relevancia. En esta norma se establecen dos posibles situaciones, que no suponen una lista cerrada, contenidas en el artículo 2.4. Así, son de especial relevancia:

- a) Aquellas anomalías que pudieran tener un impacto apreciable sobre el valor liquidativo.
- b) Aquellos actos u omisiones calificados como infracciones graves o muy graves por el Régimen sancionador de la LIIC.

3.1.4 Supervisión de la comercialización

Con la promulgación de la Ley 35/2003 de instituciones de inversión colectiva se introduce una nueva tarea de supervisión y vigilancia para el depositario, relativa a la actuación de la gestora. Así, el artículo 6o letra h establece que el depositario debe “Velar por el respeto a la legalidad en la actuación de la sociedad gestora cuando actúe como comercializadora de fondos de inversión”.

La nueva norma viene a desarrollar este precepto al recoger, en el artículo 2.5, que “los depositarios verificarán que los procedimientos de comercialización establecidos por la sociedad gestora en documentos, tales como los manuales de comercialización, se adecuan a las previsiones que establezca la normativa que les sea de aplicación, en los casos en los que la sociedad gestora actúa como comercializadora directamente”. La tarea de supervisión del depositario se circunscribe, única y exclusivamente, a la revisión de los procedimientos de comercialización recogidos en los manuales.

3.1.5 Delegación de funciones

Una de las principales novedades de la Orden se recoge en su artículo 2.6, en el que se reconoce la posibilidad de delegación de la función de supervisión y vigilancia en terceras entidades. Esta eventualidad no aparecía contemplada anteriormente. Por lo que se refiere a la LIIC y al RIIC no hay una regulación tan clara y exhaustiva como en el caso de la delegación de funciones de la gestora. Única y exclusivamente se hacen las siguientes menciones:

- a) En el artículo 6o letra i de la Ley, al hablar de las funciones de depósito o administración de valores, se establece la responsabilidad del depositario en los casos en que no desarrollen directamente las mismas.
- b) En el artículo 68.6 del Reglamento, al establecer las prohibiciones de delegación por parte de la gestora, se señala que “tampoco resultará posible

delegar tales funciones en la misma entidad en que el depositario haya delegado la custodia de los activos de la IIC”.

- c) En los apartados 5 y 8 del artículo 5 del RIIC, al regular la máxima comisión de depósito aplicable a las IIC, se recoge que “dicha comisión constituirá la retribución al depositario por la realización de todas las funciones que le asigna la normativa, sin que los fondos puedan soportar costes adicionales cuando el depositario haya delegado en terceros la realización de alguna de tales funciones”.

La nueva Orden relaciona una serie de requisitos que han de cumplir los acuerdos de delegación de las funciones del depositario para garantizar la efectiva supervisión y vigilancia de la actuación de la gestora:

- a) El contrato de delegación debe contemplar el compromiso de la entidad delegada para permitir y facilitar la labor de supervisión de la CNMV en sus dependencias, y garantizar el cumplimiento de las obligaciones de información a la CNMV.
- b) Se exige competencia y capacidad a la entidad en la que se delegue.
- c) Para verificar los requisitos del punto anterior se prevé el establecimiento por parte del depositario de procedimientos adecuados de control sobre la actividad delegada. En todo momento el depositario podrá dar instrucciones a la entidad delegada. Asimismo, podrá revocar la delegación con carácter inmediato, pero dicha revocación se limita a aquellos casos en que no se desarrollen adecuadamente las funciones delegadas.
- d) Se establecen dos casos de prohibición: la delegación en la propia gestora o en la entidad en que la gestora hubiera delegado previamente la función de cumplimiento normativo.

Por supuesto, el depositario mantiene la plena responsabilidad respecto a las funciones delegadas.

3.2 Especialidades

3.2.1 Instituciones de inversión colectiva de carácter inmobiliario

En el caso de las IIC de carácter inmobiliario, y de forma adicional a las tareas de supervisión y vigilancia que ha de desarrollar el depositario para todas las IIC, se establece, en el artículo 2.2, que deben:

- a) Verificar que se cumplen los criterios y coeficientes propios de este tipo de IIC.
- b) Comprobar que se cumplen las obligaciones de tasación contenidas en el RIIC, en lo que se refiere a las entidades que pueden realizarlas, los criterios de valoración y el momento y la periodicidad con que se deben llevar a cabo.

- c) Constatar que en el cálculo del valor liquidativo mensual se incluyen los nuevos valores de tasación de los inmuebles que haya correspondido tasar en ese periodo.

3.2.2 Instituciones de inversión colectiva de inversión libre

Respecto a este tipo de IIC, son de aplicación al depositario las normas generales contenidas en el artículo 2 de la nueva Orden, pero teniendo en cuenta los rasgos específicos de estas IIC.

En el artículo 3, y en atención al carácter diferenciado de estas IIC, se incluyen tres referencias particulares que afectan a la labor del Depositario:

- a) La obligación que tiene la gestora o los administradores de las SICAV de poner en conocimiento del depositario, y con carácter previo, los contratos que vayan a celebrar con “un intermediario financiero que le proporcione financiación, liquide sus operaciones y le preste otros servicios financieros, haciéndose cargo de los activos de la institución de inversión colectiva ”.
- b) A los efectos de comprobar la solvencia del intermediario financiero de una forma adecuada, este “deberá contar con calificación crediticia favorable de una agencia especializada en calificación de riesgos de reconocido prestigio. En concreto, dicha calificación consistirá en que, en el largo plazo, la entidad tenga como mínimo una fuerte capacidad para atender al pago de sus obligaciones y, en el corto plazo, una satisfactoria capacidad para atender al pago de sus obligaciones”. En el caso de la agencia Standard & Poor’s, sería una calificación A para el largo plazo y A-2 para el corto.
- c) Por último, en el caso de las verificaciones que realice el depositario sobre el cálculo del valor liquidativo, su periodicidad ha de fijarse en función de las fechas en que se haya establecido que se calculará el valor liquidativo de la IIC.

3.2.3 Instituciones de inversión colectiva de IIC de inversión libre

Al igual que en el caso anterior le serán de aplicación al depositario las normas contenidas en el artículo 2 de la nueva Orden, pero teniendo en cuenta las especificidades normativas de estas IIC.

Las particularidades recogidas en el artículo 4 son:

- a) El depositario debe establecer “un sistema de control de los procedimientos de selección de las inversiones” establecidos por la gestora o por los administradores de la sociedad y verificar que cumplen los requisitos normativos que le sean de aplicación.
- b) Se les imponen a la sociedad gestora y a los administradores de la sociedad dos obligaciones:

1. Facilitar al depositario cuanta información y justificación documental les solicite.
2. Facilitar que el depositario pueda dirigirse a las entidades pertinentes, si así lo estima oportuno.
- c) Por último, en el caso de las verificaciones que realice el depositario sobre el cálculo del valor liquidativo, su periodicidad ha de fijarse en función de las fechas en que se haya establecido que se calculará el valor liquidativo de la IIC.

4 Funciones de custodia y administración de valores y efectivo

4.1 Función de custodia

4.1.1 Régimen general

Es en el artículo 5 de la Orden EHA/596/2008 donde se regula la función de custodia, estableciendo el apartado 1 la responsabilidad del depositario por su actuación. La novedad radica en la distinta configuración del ámbito objetivo, ya que se ha sustituido la expresión “...todos los valores mobiliarios integrantes del patrimonio del fondo” por “...todos los valores mobiliarios y demás activos financieros que integren el patrimonio de la IIC”.

La función de custodia, según el artículo 5.2, podrá ser desarrollada por el depositario de forma directa o a través de otra entidad que participe en los sistemas de compensación, liquidación y registro de los mercados en los que opere. En todo caso, la responsabilidad es siempre del depositario. Además, este deberá establecer, en el momento de efectuar la designación, las medidas de control y supervisión que garanticen que no se dispone de los activos sin su consentimiento y autorización.

La delimitación de esta función, recogida en el artículo 5.3 de la nueva Orden, se establece de una forma más detallada que en la Orden de 30 de julio de 1992. Mientras que en esta únicamente se hacía referencia a los valores representados mediante anotaciones en cuenta, ahora se especifica para cada tipo de activo lo que ha de entenderse por función de custodia. Así:

- a) En el caso de los activos representados mediante títulos, consiste en su custodia física.
- b) Para los representados mediante anotación en cuenta, consiste en el mantenimiento de los registros, ya sea llevado directamente o a través de otros miembros del sistema.
- c) Tratándose de instituciones de inversión colectiva, habría que diferenciar dos posibles situaciones:

1. Que las participaciones o acciones estén registradas a nombre del depositario o de un subcustodio, que ha de ser designado por aquel, en cuyo caso la función de custodia quedaría cumplida con dicho registro.
2. Si son registradas directamente a nombre de la IIC inversora, la función del depositario consistirá en establecer los “mecanismos que garanticen su intervención y control de los procesos de contratación que promueva la institución de inversión colectiva” .

Para ambos casos, en la misma letra c del artículo 5.2 se recoge que la intervención del depositario “deberá garantizar que la propiedad, el pleno dominio y la libre disposición de los activos corresponden, en todo momento, a la institución de inversión colectiva” .

- d) En el caso de instrumentos financieros derivados no negociados en un mercado o sistema de negociación, “la función de custodia del depositario se limitará a la comprobación y control de los procesos de contratación y a garantizar que la disposición de los flujos derivados de dichos contratos no se realiza sin su consentimiento y autorización”.
- e) Por lo que se refiere a los bienes inmuebles y derechos sobre los mismos, “el depositario deberá establecer los mecanismos necesarios para garantizar que, en ningún caso, se disponga, sin su consentimiento y autorización, del efectivo que se derive de la enajenación o rescisión de los correspondientes contratos”.

4.1.2 Custodia de valores y activos extranjeros

Merece una mención especial, y así queda reflejado de forma expresa en el artículo 5.4 de la Orden, la utilización de cuentas globales en la custodia de los valores y activos extranjeros, la cual no aparecía recogida anteriormente.

Para su utilización se deberán cumplir los siguientes requisitos:

- a) Deberá emitirse un informe sobre la calidad crediticia de la entidad en la que se abra la cuenta, así como sobre los riesgos legales y operacionales que implica.
- b) Deberá existir una separación total entre la cuenta propia de la entidad y la de terceros, recogiendo su denominación el carácter de cuenta de terceros.
- c) El depositario, internamente, deberá individualizar contablemente la posición de cada cliente.

4.1.3 Instituciones de inversión colectiva de inversión libre

Con la finalidad de garantizar el cumplimiento de la función de custodia del depositario, el artículo 7.1 de la Orden EHA/596/2008 establece la obligación de hacer constar en los contratos que se suscriban con los intermediarios los siguientes aspectos:

- a) el deber del intermediario financiero de proporcionar cuanta información necesite el depositario, mencionando el propio precepto

información periódica sobre las posiciones y valoración de la cartera cedida, auditorías externas y datos contables.

- b) el deber del intermediario de distinguir, en la información que proporcione a los depositarios, entre los activos que hayan sido objeto de garantía financiera y los que no.
- c) el deber del intermediario de informar a los depositarios sobre la liquidación de las operaciones realizadas.
- d) el sometimiento de las garantías financieras que se otorguen a lo previsto en la normativa que les sea de aplicación.
- e) los procedimientos de control, supervisión y conciliación, así como los pactos necesarios para garantizar la propiedad, libre disponibilidad y pleno ejercicio de los derechos de las instituciones de inversión colectiva sobre los activos que no hayan sido objeto de garantía financiera. En relación con los activos que sí hayan sido objeto de esta garantía, el depositario debe vigilar el control que hace la sociedad gestora de las garantías y de su restitución.

Por su parte, el apartado 2 del mismo artículo establece la exención de responsabilidad del depositario por aquellos activos sobre los que no pueda ejercer la custodia por haber sido cedidos en garantía y estar custodiados por el intermediario financiero. En estos casos, en el folleto explicativo se hará mención de esta exclusión de responsabilidad.

Por último, se establece en este mismo apartado una obligación que no afecta al depositario, sino a la gestora, y que consiste en el deber de verificar la solvencia y profesionalidad de estos intermediarios financieros, exigiéndoles también una “calificación crediticia favorable de una agencia especializada en calificación de riesgos de reconocido prestigio.

4.2 Función de administración

4.2.1 Régimen general

La Orden Ministerial de 30 de julio de 1992 hacía escasa referencia al concepto de administración de valores y efectivo. En su artículo Cuarto.¹ establecía como función del depositario, por remisión al artículo 56 letra g del antiguo RIIC, la liquidación de las operaciones de compra y venta de valores, y el cobro de los intereses y dividendos devengados por los mismos, por cuenta de las IIC.

En el artículo 6 de la nueva Orden se recoge, con mayor extensión y concreción, esta función. Dicha idea se pone de manifiesto en el cambio de la denominación del propio articulado, ya que frente al título anterior del artículo 4, “Sobre las funciones del depositario acerca de la compra y venta de instrumentos financieros”, el artículo 6 de la nueva norma hace referencia a la “Función de administración de valores y efectivo de instituciones de inversión colectiva”. Se regula algo más que la exclusiva liquidación, ya que se

impone al depositario la tarea activa de conservar, mediante su actuación, el valor y los derechos de los activos de la IIC para las que ejerce esta función.

La función de administración de valores y efectivo se establece por dos vías al especificarse, por un lado, ciertas actividades que la conforman, en los apartados 1, 3 y 4 del referido artículo 6, y establecerse, por otro lado, en el apartado 2, límites a las actuaciones que la gestora o administradores pueden llevar a cabo.

Para el desarrollo de las tareas de administración, el depositario contará con la colaboración de la sociedad gestora o de los administradores de la sociedad.

Tras fijar que las tareas se deben llevar a cabo sobre todos los activos que formen parte del patrimonio de las IIC (“valores negociables y demás activos”, mientras que en la Orden de 30 de julio de 1992 se hacía referencia a cualquier clase de valores y efectivo), el contenido genérico de la función de administración se establece en lo siguiente:

- a) “Realizar el cobro de los correspondientes rendimientos en las épocas de sus vencimientos o pagos”.
- b) “Practicar cuantos actos sean necesarios para que los valores o activos custodiados conserven el valor y los derechos que les correspondan”.

Asimismo, se recoge la obligación del depositario de llevar a cabo la liquidación de las operaciones, e incluso participar en la ejecución de las mismas, cuando lo requiera la naturaleza de los activos o las normas de los mercados en los que se contrate. En todo caso, su intervención ha de seguir siempre las instrucciones recibidas de la gestora o de los administradores de las sociedades de inversión, verificando que la liquidación de las operaciones se realiza en los plazos establecidos en los correspondientes mercados en los que se opere.

En el caso concreto de activos no negociados en mercados regulados o sistemas de organizados de negociación, esta función consistirá en cumplimentar las instrucciones de liquidación remitidas por la gestora o los administradores de la sociedad, para lo que estos pondrán a disposición del depositario los certificados de posición emitidos por las contrapartes.

Adicionalmente, en el artículo 6.2 se limita la actuación de la gestora al definir como tareas exclusivas del depositario:

- a) La apertura de cuentas, lo cual supone una novedad, ya que anteriormente no estaba contemplado.
- b) La disposición directa de los saldos. De forma más lógica se ha introducido esta tarea dentro del artículo relativo a la función de administración, mientras que anteriormente se recogía en el dedicado a la participación del depositario en el reembolso de participaciones. Debido a ello, a las SICAV les es de plena aplicación y, por tanto, sus administradores o, en su caso, los apoderados de la gestora no podrán figurar como titulares en sus cuentas corrientes, ni disponer de ellas.

5 Funciones relativas a la suscripción y el reembolso

5.1 Participación del depositario

En la redacción de la LIIC no se establece de forma homogénea la participación del depositario en los procesos de suscripción y reembolso, ya que, para el primero de ellos, en el artículo 6o letra d se establece que debe “velar por la regularidad de las suscripciones de participaciones y verificar que el neto de la operación se abona en la cuenta de los fondos”. Sin embargo, en el caso de los reembolsos, según el artículo 6o letra e su función se circunscribe a “satisfacer, por cuenta de los fondos, los reembolsos de participaciones, cuyo importe neto adeudará en la cuenta del fondo”.

La única referencia que contempla el RIIC es la que hace el artículo 48.5, donde se recoge que “el pago del reembolso se hará por el depositario en el plazo máximo de tres días hábiles desde la fecha del valor liquidativo aplicable a la solicitud”.

La actuación del depositario en estas operaciones será, siempre, a requerimiento de la gestora. Así, la nueva Orden recoge en su artículo 8.1 que “el depositario intervendrá en las suscripciones y reembolsos conforme a las instrucciones de la sociedad gestora” y lo confirma en el artículo 8.3: “El reembolso será efectuado por el depositario previa orden remitida, expresamente, por la sociedad gestora”, mención ya recogida en la Orden Ministerial de 30 de julio de 1992.

5.2 Medios de pago y efectividad

El artículo 7.4 de la LIIC establece para los fondos de inversión: “Con carácter general, las suscripciones y reembolsos de fondos de inversión deberán realizarse en efectivo. No obstante, excepcionalmente cuando así se prevea reglamentariamente y en el reglamento de gestión, las suscripciones y reembolsos podrán efectuarse mediante entrega de bienes, valores o derechos aptos para la inversión, adecuados a la vocación inversora del fondo”.

La mención a que estas operaciones han de realizarse, con carácter general, en efectivo, ha de ser entendida en un sentido amplio, ya que posteriormente, en su artículo 4o.3, se aclara, aunque sólo en relación a las suscripciones, que “las suscripciones o adquisiciones de participaciones o acciones deberán efectuarse obligatoriamente mediante cheque nominativo librado a favor de la IIC, transferencia bancaria a favor de la misma o mediante entrega de efectivo directamente por la persona interesada al depositario, para su posterior abono en la cuenta del fondo o de la sociedad”.

En el RIIC no se hace mención alguna a la forma en que se deben llevar a cabo las suscripciones y reembolsos, salvo en algún caso particular como es el de las IICIL que, en su artículo 43.d, señala que “las suscripciones y reembolsos de los fondos de inversión o, en su caso, las adquisiciones y ventas de las acciones de las sociedades de inversión podrán efectuarse, siempre que el folleto lo establezca, mediante entrega de activos e instrumentos financieros aptos para la inversión, adecuados a la vocación inversora de la IIC”; igualmente, en el caso de los fondos de carácter inmobiliario, en el artículo 63 del RIIC se apunta la posibilidad de aportar inmuebles para la constitución o ampliación del patrimonio de la IIC.

Por lo que se refiere a los medios de pago, la Orden EHA/596/2008 mantiene los mismos que ya recogía la anterior norma, tanto para las suscripciones como para los reembolsos:

- a) Cheque nominativo a favor del fondo o del partícipe.
- b) Transferencia bancaria a favor del fondo o a una cuenta del titular de las participaciones.
- c) Efectivo entregado directamente al depositario o al partícipe.

En lo relativo a cuándo ha de tener efecto la suscripción, se mantiene lo previsto en la antigua Orden para el caso de suscripciones de participaciones de fondos mediante cheque y transferencia, es decir, la fecha de abono. Para el caso de las aportaciones en efectivo, en el artículo 8.2 de la nueva Orden se recoge que: “...no se considerará hecho el ingreso en la cuenta del fondo hasta la fecha valor del abono”.

Como particularidad, en el caso de aportaciones de bienes inmuebles a IIC de carácter inmobiliario, la misma norma establece: “...la solicitud no se considerará efectuada hasta la fecha de inscripción del inmueble a nombre del fondo de inversión inmobiliaria en el Registro de la Propiedad”. Por el contrario, no se hace referencia alguna a cuándo debe considerarse efectiva la suscripción en el caso de entrega de activos e instrumentos financieros aptos para la inversión de las IICIL.

Como en la anterior Orden, se mantiene en la nueva, de forma literal, la necesidad de que la gestora disponga de documentación acreditativa que la autorice a realizar el reembolso a un tercero distinto del partícipe, que pueda actuar en su nombre y recibir el importe reembolsado.

Por último, el artículo 8.4 recoge la aplicabilidad del régimen de suscripciones y reembolsos de participaciones de fondos de inversión a la adquisición y venta de acciones de SICAV, cuando estas no coticen en bolsas de valores y mercados o sistemas de negociación organizados.

6 El estado de posición

La nueva norma no aporta novedad alguna a la regulación ya existente, ya que su artículo 10 reproduce la normativa contenida en la Orden Ministerial de 30 de julio de 1992 sobre el estado de posición.

Así, en el apartado 1 de dicho artículo se especifica el contenido mínimo que debe figurar en el estado de posición y en el apartado 2 se renueva la habilitación a la CNMV para que “desarrolle el contenido del estado de posición y establezca el modelo correspondiente”, manteniendo el mismo mandato que en la norma anterior, que no llegó a hacerse efectivo.

7 Conclusiones

La nueva Orden ha venido a satisfacer la necesidad de adecuar el régimen de los DIIC a la nueva Ley de IIC y al Reglamento que la desarrolla, manteniendo la estructura básica de las tareas de este tipo de entidades, sin olvidar las nuevas funciones que la normativa permite a la gestora, como la comercialización de las IIC, que hacen necesaria la extensión de las tareas de supervisión y vigilancia a aquella.

Se han establecido en la norma con un mayor detalle determinadas actividades del depositario, como es el caso de la supervisión del cálculo del valor liquidativo o la descripción detallada de la función de custodia, concretando y clarificando sus obligaciones. En el caso de la función de administración de valores, se ha ampliado la regulación del ámbito de la misma, no circunscribiéndola únicamente a la liquidación de las operaciones de compra y venta de cualquier clase de valores, como se hacía anteriormente.

Asimismo, se contemplan en ella las particularidades de las nuevas figuras de inversión colectiva, las IICIL y las IICIICIL, a las que necesariamente se han de adaptar las tareas del depositario.

Se ha corregido el tratamiento diferenciado que se venía dispensando, según se tratase de FI o SICAV, en cuanto a quién podía disponer de los saldos de efectivo de las cuentas corrientes de las IIC.

Todo ello contribuye a reforzar la posición del depositario en sus tareas de control de la actuación de la gestora y de custodia de los activos de los que es titular la IIC, al concretar, clarificar y unificar los criterios que deben soportar su actuación.

Además, el reconocimiento de la posibilidad de delegar las funciones del depositario relativas a la supervisión y vigilancia de la actuación de la gestora de IIC supone una flexibilización de su régimen, lo cual no debe significar una pérdida de calidad en la realización de esta tarea, riesgo que debe ser minimizado mediante las necesarias medidas de control sobre la entidad delegada.

8 Bibliografía

Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (BOE 5/11/2003).

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 (BOE 8/11/2005).

Orden EHA/596/2008, de 5 de marzo, por la que se regulan determinados aspectos del régimen jurídico del depositario de instituciones de inversión colectiva, y se concreta el contenido de los estados de posición.

Orden de 30 de julio de 1992, sobre precisión de las funciones y obligaciones de los depositarios, estados de posición y participaciones significativas en Instituciones de Inversión Colectiva.

Orden de 24 de septiembre de 1993, sobre Fondos y Sociedades de Inversión Inmobiliaria (derogada parcialmente por RD 845/1999 de 21 de mayo).

Nueva normativa para las IIC sobre operaciones en derivados y activos aptos para la inversión

Vicente García Rubert (*)

(*) Vicente García Rubert pertenece a la Dirección de Supervisión de la CNMV.

1 Introducción

La Orden Ministerial 888/2008 de 27 de marzo supone, en el ámbito de las operaciones de las instituciones de inversión colectiva con instrumentos financieros derivados, un nuevo escalón en el desarrollo normativo iniciado con la aprobación de la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva y de su Reglamento por el Real Decreto 1309/2005. La nueva Orden deroga la de 10 de junio de 1997, aprobada en el marco de los anteriores reglamento y ley y que, por tanto, no recogía las novedades legislativas, sobre todo respecto de los nuevos subyacentes considerados aptos.

Junto al desarrollo de los aspectos relacionados con estos nuevos subyacentes, en la Orden aprobada destaca la categorización de los instrumentos derivados en dos grupos, conforme a su mayor o menor complejidad. La inclusión de un instrumento derivado en una de estas categorías determina los fines, de inversión, cobertura o persecución de un objetivo concreto de rentabilidad, para los que podrá ser utilizado en las instituciones. Se define, por tanto, un nuevo criterio, distinto al establecido en la Orden derogada, que se refería a si los derivados utilizados cotizaban o no en mercado.

Buena parte de los criterios y definiciones respecto de los instrumentos financieros derivados ahora recogidos en la norma son fruto de disposiciones europeas de diverso rango, principalmente de la Directiva 2007/16/CE de 19 de marzo de 2007 para la coordinación de disposiciones legales sobre organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios y de los pronunciamientos del CESR¹ con referencias CESR/06-005, 07-044, 07/433 y 07/434.

Por otra parte, la Orden Ministerial 888/2008 de 27 de marzo, en su capítulo II, transpone al ordenamiento jurídico español las aclaraciones al significado de determinados términos establecidas en la ya citada Directiva 2007/16/CE. El grueso de estas aclaraciones tiene incidencia sobre la consideración de determinados activos financieros como aptos para la inversión por parte de las instituciones de inversión colectiva y su clasificación como activos admitidos o con compromiso de solicitar su admisión en mercados secundarios (apartados 1.a y 1.b del artículo 36 del Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva) como activos computables dentro del límite conjunto del 10% del patrimonio de la institución fijado en el apartado 1.j del mismo artículo 36 o, finalmente, como activos del mercado monetario no admitidos a negociación de los contemplados en el artículo 36.1.h.

Ha de destacarse que, dado su régimen particular de inversiones, las instituciones de inversión colectiva de inversión libre quedan excluidas del ámbito de aplicación de la nueva orden.

¹ *Committee of European Securities Regulator*. Información sobre este órgano europeo de coordinación de reguladores en materia de valores puede consultarse su página en Internet www.cesr-eu.org.

A lo largo de este artículo, por Ley se hará referencia a la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva; por Reglamento al Reglamento de la Ley 35/2003 aprobado por Real Decreto 1309/2005; por Orden a la Orden EHA/888/2008 que regula las operaciones de instituciones de inversión colectiva con instrumentos financieros derivados; por IIC a las instituciones de inversión colectiva incluidas en el ámbito de aplicación de la Orden; y por Gestores a la sociedad gestora de la IIC o a la sociedad de inversión de capital variable en caso de ser autogestionada.

Este artículo se divide en dos bloques. El primero, relativo a la utilización de instrumentos derivados por las IIC, trata sucesivamente en sus apartados 2 a 8 los instrumentos y subyacentes aptos, el tratamiento de los instrumentos financieros que incorporan un derivado implícito, las finalidades que se pueden perseguir con su utilización en función de la clasificación que se les dé, los requisitos exigidos a aquellos no cotizados en mercado, los límites a su utilización, las obligaciones exigidas a los Gestores y otros aspectos referidos a instrumentos financieros derivados contemplados en la Orden.

El segundo bloque, epígrafe 9, resume las principales aclaraciones respecto a activos aptos y otros aspectos que trata la Orden. Finaliza el artículo con unas breves conclusiones recogidas en el apartado diez.

2 Instrumentos derivados y subyacentes aptos

La relación de instrumentos financieros derivados aptos para formar parte de la cartera de una IIC se establece en la Orden, artículo 2, sobre tres criterios: el tipo de contrato, el subyacente y la forma de la liquidación del instrumento derivado.

2.1 Contratos de derivados aptos

Respecto al primer criterio, contratos de derivados aptos, se relacionan en el apartado 1 del artículo citado los contratos de futuro, *forwards*, compraventas a plazo, permutas financieras (*swaps*) que incluyan o no un componente de opcionalidad y, finalmente, contratos de opción instrumentados o no mediante *warrants*. No obstante, el punto 4 del artículo 2 faculta a la CNMV a autorizar de manera general o particular la utilización de contratos distintos de los anteriores².

2.2 Subyacentes aceptados

Serán subyacentes aptos de los contratos anteriores, siempre que así lo prevea la política de inversión declarada en folleto:

² No se considerarán derivados ni las adquisiciones temporales de activos ni las operaciones simultáneas de compra al contado y venta a plazo de deuda pública.

1. Valores negociables agrupados en emisiones y contratos admitidos a cotización, o que hayan solicitado su admisión en mercados o sistemas organizados de negociación de cualquier Estado, que tengan un funcionamiento regular, con reglas relativas a su funcionamiento, transparencia, acceso y admisión a negociación y nivel de protección del inversor equivalentes a los ofrecidos por los mercados oficiales sitos en territorio español.
2. Acciones o participaciones de IIC conformes con la Directiva 85/611/CE, o equiparables a las mismas de acuerdo a los requisitos del artículo 36.1.d del Reglamento, siempre que la política de inversión establecida en sus documentos legales no les permita invertir más del 10% de su patrimonio en otras IIC.
3. Riesgo de crédito.
4. Volatilidad de acciones admitidas a negociación en un mercado que cumpla los requisitos del punto 1 anterior, índices bursátiles, tipos de interés, tipos de cambio o divisas.
5. Índices financieros.
6. Tipos de interés.
7. Tipos de cambio y divisas.
8. Materias primas para las que exista un mercado secundario de negociación.
9. Acciones o participaciones de IIC de inversión libre españolas o instituciones equivalentes de terceros países.
10. Inflación de países o zonas geográficas cuyas reglas de cálculo, transparencia y difusión sean equivalentes a las del índice de precios de consumo armonizado de la Unión Europea³.
11. Cualquier combinación de los anteriores.

Al igual que en el caso de las tipologías de contratos, se faculta en la Orden a la CNMV para autorizar la utilización de instrumentos derivados sobre otros subyacentes no incluidos en la relación anterior.

La lista de subyacentes admitidos en la Orden es más amplia que la considerada en la normativa europea de UCITS⁴ (artículos 19.1.g de la Directiva 85/611/CEE y 8.2 de la 2007/16/CE) que no contempla como admisibles la volatilidad, las materias primas ni las acciones o participaciones en IIC de inversión libre. No cumplirán, por tanto, en su integridad dicha normativa y, consecuentemente, no disfrutarán de pasaporte comunitario a efectos de su libre comercialización en la Unión Europea, las IIC españolas que prevean el uso de derivados sobre estos subyacentes.

³ Que pueden ser consultadas en

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page?_pageid=2714,1,2714_61582099&_dad=portal&_schema=PORTAL.

⁴ Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities. Expresión utilizada para referirse a los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios. En el caso español, tienen tal consideración los FI y SICAV que cumplan con la Directiva 85/611/CEE.

2.3 Liquidación de los contratos

El último criterio que han de cumplir los instrumentos financieros derivados para ser considerados aptos es que su liquidación no pueda suponer la incorporación al patrimonio de la IIC de un activo no financiero.

2.4 Requisitos adicionales para determinados subyacentes

La Orden establece una serie de condiciones que han de cumplir los derivados que tengan como subyacentes riesgo de crédito o índices financieros para ser considerados aptos.

En el caso de riesgo de crédito, definido en el apartado 1 del artículo 4 de la Orden como el riesgo de que la calidad crediticia de un activo financiero de referencia se sitúe por debajo de un determinado nivel, o bien de que se produzca un evento de crédito que afecte a la entidad de referencia, para su utilización por IIC se deberá cumplir que:

- Los derivados de crédito transmitan tan sólo dicho riesgo, con independencia de otros que pudieran afectar al instrumento financiero o entidad de referencia.
- Los sistemas de control de riesgo de los Gestores no sólo deberán tener en cuenta los que se asumen por las posiciones en estos derivados, sino también los que pudieran resultar de la existencia de asimetrías en la información entre los Gestores y la contraparte de la IIC, en el caso de que esta pudiera acceder a información de carácter no público sobre las entidades a las que estuvieran referenciados los derivados. El alcance de este requisito podría ser considerado a la vista de las obligaciones (periódicas y aquellas calificadas como sensibles) de transmisión de información al mercado por parte de los emisores de valores admitidos a negociación, que son la abrumadora mayoría de las entidades de referencia de derivados de crédito; y de prohibición de utilización de información privilegiada y de establecimiento de áreas separadas a las que están sujetas la mayoría de instituciones activas en el mercado de derivados de crédito.

Por su parte, un índice financiero será subyacente válido si:

- Sus componentes son subyacentes considerados aptos para la inversión por las IIC en instrumentos derivados u otros que autorice la CNMV. Esta condición es más estricta que la impuesta en la normativa europea (artículos 8.1.a.iv y 9.1.a.iii de la Directiva 2007/16/CE), que no restringe la tipología de activos que pueden componer un índice financiero, siempre que el índice cumpla con los requisitos de diversificación y referencia y publicación adecuados exigidos en el artículo 9 de la Directiva citada. Así, por ejemplo, de acuerdo con la Orden, un índice referido al mercado inmobiliario no podrá ser subyacente admisible para un derivado que pudiera adquirir una IIC⁵.

⁵ Prevista expresamente en pronunciamiento de nivel 3 del CESR /07-44, recuadro 22.

- Es una referencia válida de su mercado, al medir de manera adecuada y pertinente el rendimiento de un conjunto representativo de activos pertenecientes al mismo, garantiza que lo continuará siendo mediante revisiones y ajustes periódicos realizados conforme a criterios objetivos y difundidos públicamente y, finalmente, está compuesto de activos lo suficientemente líquidos para permitir su reproducción si procede.
- Se publica de forma adecuada. Así, deben ser sólidos los procedimientos de recogida de los precios de sus componentes, los mecanismos de determinación de los precios de aquellos para los que no se disponga de un precio de mercado y los de cálculo del valor del índice.
- Es accesible al público toda la información relevante sobre la forma de cálculo del índice, los criterios objetivos de selección de sus componentes, su carácter invertible o no, métodos de reajuste, sus variaciones y las posibles incidencias que impidan facilitar información oportuna y exacta sobre el índice.
- Está suficientemente diversificado, cumpliendo la exigencia del artículo 38.2.d) del Reglamento de no presentar una concentración en un único emisor, o emisores del mismo grupo, superior al 20% y la de que las variaciones de precios o la negociación sobre de uno de sus componentes no influyan indebidamente en el rendimiento del índice.
- No es calculado, o las decisiones de entrada y salida de los componentes no son tomadas por una entidad cuyo grupo económico haya emitido, o sea contrapartida, en cualquier tipo de valor o instrumento financiero cuya rentabilidad esté referenciada al índice.

Si un derivado tiene como subyacente un índice que carece de alguna de las características anteriores, será tratado como un derivado sobre una combinación de los componentes del índice, siempre que estos sean aptos como subyacentes.

- En el caso de índices de *hedge funds*, CESR ha establecido una serie de criterios de nivel 3⁶, que no han sido traspuestos en la Orden, si bien podrían entenderse incluidos en los exigidos en general y, además, ser incorporados en futuros desarrollos normativos. Los criterios de CESR son:
 - Que el proveedor del índice no acepte pagos de sus potenciales componentes.
 - Que su metodología de cálculo impida variaciones en valores del índice de fechas pasadas por cambios en su composición (*backfilling*).
 - Que los Gestores hayan realizado un proceso de evaluación (*due diligence*) sobre, al menos, los siguientes aspectos:
 - Examen exhaustivo del método de cálculo del índice: clasificación de componentes, asignación de pesos, tratamiento de los componentes del índice que desaparezcan mientras forman parte del mismo, etc.

⁶ Contenidos en el documento con referencia CESR/07-434

- Análisis de la disponibilidad de información sobre el índice: periodicidad de publicación en relación con la frecuencia de reembolso ofrecida por la IIC inversora, existencia de auditorías sobre el efectivo seguimiento de los procedimientos definidos y *due diligence* realizada por el proveedor del índice sobre sus potenciales componentes).

3 Instrumentos derivados implícitos en un valor o instrumento financiero

Con el fin de lograr una aplicación coherente de la normativa, es preciso que, en el caso de valores o instrumentos financieros que incorporen un derivado implícito, este se descomponga en los diferentes componentes de contado y de derivado que incluya. Esta necesidad es reconocida por la Orden, artículo 8, respecto al cómputo de los límites a la exposición total por riesgo de mercado; por el artículo 39.4 del Reglamento, respecto a los límites de exposición al riesgo de mercado y contraparte frente a un mismo emisor, fijados en el artículo 38 de la misma norma; y, por el apartado 11 de la norma 11^a de la Circular 7/1990 de la CNMV en el caso de valoración y tratamiento contable⁷.

El apartado 4 del artículo 8 de la Orden establece los criterios que, de cumplirse, exigirán la descomposición del instrumento financiero y el tratamiento por separado de los instrumentos derivados:

1. Obviamente, que el instrumento incluya un derivado, de tal manera que, por sus condiciones de emisión o contractuales, sus flujos se vean modificados por la variación o niveles de tipos de interés, precios de instrumentos financieros, tipos de cambio, calificaciones crediticias, etc.
2. Que las características y riesgos económicos inherentes al derivado no estén estrechamente relacionados con los del componente de contado.

Conforme a la Circular 3/1998 de la CNMV, norma 3^a.6, se considerarán estrechamente relacionados y, por lo tanto, no desglosables, los valores de renta fija que incorporen un derivado cuyo subyacente sea un tipo de interés que no modifique sustancialmente los pagos que resultarían en ausencia de dicho derivado. En el mismo párrafo se aclara que serán en todo caso desglosables los instrumentos que, en virtud del componente de derivado, expongan al comprador al riesgo de no recuperar toda su inversión o a la posibilidad de tener flujos de intereses negativos.

Algunos ejemplos sobre casos en los que los riesgos y características de ambos componentes no se consideran estrechamente relacionados y, por tanto, se deben separar, pueden encontrarse en los criterios de nivel 3

⁷ Este aspecto es también tratado en la norma 19^a.9 del borrador de circular contable de IICs, en consulta pública hasta el 10 de junio de 2006 en la página de Internet de la CNMV.

emitidos por CESR (CESR/07-044): *Credit Linked Notes*, valores cuyo rendimiento está ligado al de un índice de bonos, o a una cesta de acciones y bonos convertibles o canjeables por otros activos.

La NIC 39, párrafos 11, GA30 y GA33, origen de la recomendación del CESR a este respecto, adoptada en la Directiva 2007/16/CE e incluida literalmente en la Orden, presenta otros ejemplos de aplicación de este criterio.

3. El derivado implícito deberá tener una incidencia significativa en el perfil de riesgo y precio del instrumento derivado.
4. La operación debe incorporar un cierto grado de apalancamiento. La orden reitera este requisito ya presente en la norma 3^a.6.a) de la Circular 3/1998 de la CNMV.

Es previsible que nueva normativa a emitir desarrolle con mayor precisión los criterios anteriores.

Junto a la necesidad de separar el componente de contado y el de derivado, debe tenerse en cuenta la análoga separación de los diferentes derivados que puedan estar presentes, a su vez, en un instrumento derivado o producto estructurado.

El documento de nivel 3 CESR/07-044 citado establece de manera expresa el tratamiento que deben recibir los *CDO* o *ABS* a través de los que se ha producido una titulización sintética. Estos instrumentos no se desglosarán en componente de contado y derivado, salvo que se dé alguna de estas circunstancias: que expongan al tenedor a pérdidas por encima del capital invertido, que no exista suficiente diversificación en las entidades de referencia o que sean emitidos a medida del tenedor (*single tranche CDO*). Al igual que otros pronunciamientos de nivel 3, su incorporación a la normativa española se producirá mediante los correspondientes desarrollos normativos de la CNMV.

4 Fines de la utilización de instrumentos financieros derivados

El artículo 39.2 del Reglamento precisa cuáles son los fines que pueden pretender los Gestores mediante la utilización de instrumentos financieros derivados: asegurar una adecuada cobertura de los riesgos asumidos en toda o parte de su cartera, como inversión para gestionar de una manera eficaz la cartera o como inversión para conseguir un objetivo concreto de rentabilidad.

4.1 Derivados sofisticados y no sofisticados

Las finalidades para las que pueden ser utilizados los instrumentos financieros derivados se establecen en la Orden, atendiendo a si son clasificados como sofisticados o como no sofisticados.

Se considerarán como no sofisticados, coticen o no en mercado, los futuros, *forwards*, compraventas a plazo y *swaps* sin componente de opcionalidad, siempre que cuando el subyacente sea de renta fija o de tipo de interés, el parámetro de la duración modificada resulte adecuado para medir su riesgo de mercado o, en el caso de otro subyacente diferente, bien este o el propio derivado se negocien en mercado donde se obtenga un precio diario a partir de las operaciones cruzadas. Igual consideración tendrán los contratos de opción, incluso los instrumentados mediante *warrants* o en formato de *swap* sin intercambio de la totalidad de la prima al inicio del contrato, cuya valoración por modelos analíticos (fórmulas cerradas), bajo la hipótesis de lognormalidad de precios, esté generalmente aceptada.

Serán considerados sofisticados los demás derivados que no cumplan con el párrafo anterior y los derivados sobre riesgo de crédito.

4.2 Uso de los instrumentos derivados en función de su grado de sofisticación

La Orden, artículos 3 y 4.3, precisa los usos concretos que podrán darse, en función de la complejidad del instrumento derivado:

- Podrán utilizarse como cobertura todos los instrumentos financieros derivados permitidos por la normativa.
- Igualmente podrá hacerse uso de derivados, sofisticados o no, en el marco de una gestión encaminada a la consecución de un objetivo concreto de rentabilidad.
- Serán aptos para el propósito de inversión los siguientes derivados:
 - Los no sofisticados.
 - Los sofisticados, siempre que se encuentren incorporados a un instrumento estructurado que garantice el principal o que se negocien en un mercado, de tal manera que se difunda para ellos un precio diario obtenido de las operaciones realizadas por terceros.
 - Los siguientes, cuyo subyacente sea riesgo de crédito: *credit default swaps* sobre una única entidad de referencia, líquidos y con cotización representativa diaria, y los instrumentos estructurados con un derivado de crédito implícito que no expongan al tenedor a mayores pérdidas que el capital inicialmente invertido. No está precisado en la normativa el término “inversión” en el caso de derivados de crédito, que debe ser interpretado como cualquier posición que exponga a la IIC a un riesgo al que no se enfrentaría caso de no mantenerla. Por lo tanto, podrían ser consideradas como inversión tanto la venta de protección en un *CDS*, como la compra sobre una entidad en la que la IIC no mantuviera previamente posiciones largas en crédito (posición de inversión que enfrentaría la IIC al riesgo de variación de las primas cotizadas).

Cuando se invierta en este tipo de derivados, los Gestores deberán asegurarse, con anterioridad a la apertura de una posición de inversión, de que de su ejecución no resulte la adquisición de activos no aptos, por normativa o folleto, para la IIC. No serán admisibles, por tanto, con la finalidad de inversión los *CDS* sobre préstamos.

5 Requisitos específicos exigidos en el caso de derivados no negociados en mercados o sistemas de negociación organizados

El apartado 1.g) del artículo 36 del Reglamento, junto con el artículo 7 de la Orden, regulan los aspectos de obligado cumplimiento en la utilización de instrumentos derivados no cotizados en mercados o sistemas organizados⁸.

1. Las contrapartes de las IIC en estas operaciones han de ser entidades financieras domiciliadas en la OCDE sujetas a supervisión prudencial u organismos supranacionales de los que España sea miembro.
2. Las contrapartes se deben dedicar de forma habitual a la realización de este tipo de operaciones.
3. Las contrapartes han de tener solvencia suficiente (para el plazo y divisa de la operación, matiza la Norma 23^a1 de la Circular 3/1998) acreditada mediante la calificación crediticia favorable otorgada por una agencia especializada.

Según la Circular 3/1998 de la CNMV, norma 23^a apartados 2 y siguientes, se entenderá como calificación crediticia favorable en el largo plazo aquella que implique una fuerte capacidad para atender a tiempo el pago de sus obligaciones (A o mayor en la escala de S&P). En el corto plazo, será aquella que conlleve, al menos, una capacidad satisfactoria para atender a tiempo el pago de sus obligaciones (A-2 o más según S&P).

Esta condición se entenderá igualmente cumplida si las obligaciones de la contraparte están afianzadas solidariamente por otra entidad que cuente con las calificaciones crediticias requeridas.

4. Las operaciones podrán cerrarse en cualquier momento a voluntad de las IIC, para lo que la contraparte ha de obligarse a ofrecer diariamente precios en firme de compra y venta, cuyo diferencial máximo habrá de ser fijado contractualmente y de acuerdo a un método de valoración también fijado en contrato. Es admisible tanto el cierre de la posición contra la contrapartida como la cesión de la mantenida por la IIC a precios no peores que los cotizados a un tercero que cumpla los requisitos 1 a 3 anteriores.

⁸ Aquellos de funcionamiento regular, con protección de los inversores y reglas de transparencia, funcionamiento, acceso y admisión a negociación equivalentes a los oficiales radicados en territorio español.

5. Respecto a la obligación de que las operaciones vinculadas realizadas por las IIC sean en mejores condiciones que las de mercado, en el caso de derivados con contrapartida en entidades del grupo de gestora, sociedad de inversión o depositario, la Orden considera acreditado su cumplimiento si se dispone de cotizaciones de al menos dos contrapartes no vinculadas con peores condiciones. No obstante, deben observarse las demás condiciones impuestas para la realización de este tipo de operaciones por el apartado 3 del artículo 67 de la Ley.

De acuerdo con el Reglamento, estos cinco puntos se aplicarán también a los derivados cotizados en mercados que sí que cumplen los requisitos de equiparación con los oficiales españoles, pero que no cuentan con exigencia de depósitos de garantía o liquidación diaria de pérdidas y ganancias y una cámara de compensación que se interponga entre las partes, actuando como comprador frente al vendedor y viceversa, excepción hecha de las compraventas a plazo de deuda pública contratadas con miembros de este mercado.

6 Límites a la utilización de instrumentos financieros derivados

6.1 Límites a las posiciones en derivados por riesgo de mercado

El primer límite es que la exposición total a través de instrumentos derivados⁹ de una IIC a riesgo de mercado no podrá superar su patrimonio neto. El método para el cálculo de la exposición se encomienda en la Orden a la CNMV, indicándose unas líneas básicas:

- La metodología tomará en cuenta el carácter sofisticado o no de los instrumentos derivados.
- Será válido en el caso de instrumentos no sofisticados, a excepción de opciones en las que los parámetros delta o la duración modificada no resulten adecuados como medidas de sensibilidad del riesgo de mercado, la utilización de una metodología del compromiso conforme a la que las posiciones en derivados se transforman en posiciones equivalentes en su subyacente y desarrollada en la actualidad en el capítulo III de la Circular 3/1998 de la CNMV.
- Se habrán de definir las condiciones para la compensación de posiciones, entre las que se incluirán las mantenidas en contado cuando sean cubiertas por otras en instrumentos derivados.

⁹ Entre los que se incluirán a estos efectos las ventas en descubierto. Estas operaciones, instrumentadas a través de ventas de valores recibidos en préstamo por la IIC, están expresamente prohibidas en el caso de ventas en descubierto de acciones o participaciones de otras IICs o instrumentos del mercado monetario y valores no negociados, conforme a los artículos 30.5 de la Ley y 41.3 del Reglamento. Por interpretación de la norma, se consideran igualmente prohibidas las ventas en descubierto de otros activos aptos (según respuesta de la CNMV de 15/02/2006 a la pregunta 23 del primer bloque de consultas sobre el Reglamento, disponible en su página web, sección *CNMV al día-Comunicaciones de la CNMV*).

El segundo límite es el de no poder alcanzar un importe superior al 10% del patrimonio neto de la IIC en primas pagadas por opciones (aisladas o desgajadas de instrumentos estructurados). La Orden incluye el criterio, hasta ahora señalado en la norma 20ª.3 de la Circular 3/1998 de la CNMV, de que este límite tan sólo se computará en cada nueva compra de opciones. Los restantes apartados de la norma 20ª desarrollan actualmente el método para el cómputo de este límite: se tomará el precio de adquisición, salvo que su valor de mercado o justo sea significativamente superior a aquel, y podrán compensarse las primas pagadas con las cobradas por venta de opciones sobre mismo subyacente y con mismo vencimiento, salvo que se encuentren incorporadas en instrumentos estructurados diferentes.

La Orden establece los plazos para retornar al cumplimiento de los límites anteriores cuando sean superados por causas ajenas a los Gestores. El plazo general será de tres meses desde que se produzca el incumplimiento, que se reduce a 15 días si la exposición a riesgo de mercado supera el 120 por ciento del patrimonio de la IIC.

6.2 Límites a las posiciones en derivados por riesgo de contraparte

Se han fijado igualmente límites por riesgo de contraparte, en el caso de derivados que no se negocien en mercados o sistemas de negociación equiparables a los oficiales españoles en los que, adicionalmente, exista una cámara de compensación que se interponga entre comprador y vendedor y se exija depósito de garantías o se practique liquidación diaria de pérdidas y ganancias. Los límites a este riesgo vienen definidos en el artículo 38.5 del Reglamento y el 9 de la Orden.

El riesgo de contraparte se define como el valor de realización del instrumento derivado para la IIC, importe que percibiría en una transacción de mercado por el cierre de la posición, descontando en su caso la parte que pudiera haber recibido ya de su contraparte. Este riesgo podrá ser minorado por los depósitos en efectivo y valores de deuda pública aptos recibidos por la IIC para garantizar el cumplimiento del contrato del derivado, siempre que tales garantías sean plenamente ejecutables en caso de incumplimiento de la contraparte. La Orden abre la posibilidad de que la CNMV regule la compensación de saldos por operaciones de derivados con una misma contrapartida (*netting*) para el cálculo de este riesgo y de que establezca otros requisitos respecto a las garantías recibidas para su minoración.

El valor del riesgo de contraparte así calculado no podrá superar el 5% del patrimonio de la IIC, 10% si la contraparte es una entidad de crédito domiciliada en la OCDE, sujeta a supervisión prudencial, con calificación crediticia favorable y que se haya comprometido a ofrecer cotizaciones en firme diarias. Adicionalmente, conforme a la Orden, los Gestores deberán mantener en todo momento una política razonable de diversificación de este riesgo.

6.3 Tratamiento de las posiciones en derivados en el cómputo de los límites de exposición a un mismo emisor

Finalmente, las posiciones en instrumentos derivados también deben ser consideradas a efectos del cómputo de los límites de exposición de una IIC frente

a un mismo emisor señalados en los apartados 2, 3, 6, y 7 del artículo 38 del reglamento, para lo que las posiciones en derivados habrán de ser convertidas en posiciones equivalentes en su subyacente. En el caso de los instrumentos financieros que exponen a la IIC a riesgo de contraparte tratados en los párrafos anteriores, su cómputo en estos límites será doble: por un lado por la posición equivalente en subyacente y, por otro, adicionando a otros riesgos que pudiera mantener sobre el emisor del derivado el riesgo de contraparte frente a este. Como ya se ha indicado, los instrumentos derivados sobre una combinación de subyacentes, deberán ser descompuestos para verificar el cumplimiento de los límites frente a un único emisor.

Aquellas IIC en las que los derivados se utilicen con el propósito de conseguir un objetivo concreto de rentabilidad garantizado a las mismas por terceros, no estarán sujetas a los tres tipos de límites descritos. No obstante, el tercero que otorgue la garantía habrá de cumplir las exigencias de solvencia previstas para las contrapartidas en operaciones con derivados no cotizados en mercado.

7 Obligaciones exigibles a los Gestores

Entre las obligaciones exigibles a los Gestores figura, en primer lugar, la de valoración diaria a precio de mercado de las posiciones en instrumentos financieros derivados de las IIC¹⁰.

Con este fin, cuando no exista un mercado suficientemente líquido que permita cumplir con ello, el consejo de administración de los Gestores, con anterioridad a realizar la operación, deberá haber aprobado el método de valoración (de acuerdo a metodologías generalmente aceptadas) a utilizar para la obtención del importe teórico al que estarían dispuestos a realizar una operación partes informadas en condiciones de mercado. Este método deberá igualmente contar con la verificación previa de persona con poder suficiente del depositario.

Las valoraciones obtenidas deberán ser verificadas con una frecuencia adecuada, bien por un tercero distinto de la contraparte, bien por una unidad de los Gestores independiente de la de gestión, requiriéndose en todo caso que el encargado disponga de medios suficientes para la verificación.

Los Gestores están obligados también a llevar un seguimiento permanente de los compromisos adquiridos por las IIC por sus operaciones en derivados. Deberán para ello mantener a disposición de la CNMV un estado diariamente actualizado donde se evalúen los compromisos y riesgos consecuencia de las posiciones mantenidas por cada IIC en instrumentos derivados, en relación con los riesgos generales de su cartera. Los estados habrán de ser semanalmente revisados por personas distintas a las que los elaboraron. Los términos concretos en los que se

¹⁰La periodicidad diaria de esta obligación es fijada en la Orden de manera independiente de la frecuencia de cálculo del valor liquidativo que indique para cada IIC su folleto.

materialice esta obligación podrán ser fijados por la CNMV, en virtud de la habilitación recogida en la letra e) del artículo 11 de la Orden.

Existe un tercer grupo de obligaciones que concretan, en el caso de operaciones con instrumentos financieros derivados, la necesidad de los Gestores de contar con medios y procedimientos de control interno suficientes de acuerdo con la actividad que pretendan realizar, que se fija en los artículos 41.2) y 43.1.j) de la Ley. Destacan las siguientes:

- Contar con expertos, o contratar asesores independientes, con probada experiencia en la materia. La CNMV podrá fijar los términos concretos de este requisito de acuerdo con el carácter sofisticado o no de los instrumentos que se prevea utilizar.
- Tener un conocimiento profesional cualificado.
- Elaborar un plan de inversión y reunir la información necesaria para tomar en todo momento las decisiones de inversión de forma consistente y sólidamente razonada.
- Constatar la coherencia de las operaciones con la política de inversión informada a los partícipes.

8 Otros aspectos tratados en la Orden

La Orden regula otros dos aspectos referentes a operaciones sobre instrumentos financieros derivados.

En primer lugar, marca unos mínimos de información a incluir en los documentos periódicos de las IIC: finalidad, riesgos asumidos, resultados obtenidos, diferencial máximo establecido en contratos OTC y, respecto a las operaciones con derivados no cotizados contratadas con entidades pertenecientes al grupo de los Gestores o del depositario, la necesaria para acreditar que han sido realizadas en condiciones de mercado. Esta información se ajustará a lo que establezca la CNMV¹¹.

Finalmente, se regula el régimen de supervisión de estas operaciones, obligando a los Gestores a remitir a solicitud de la CNMV información detallada de las operaciones sobre instrumentos derivados. Entre otra, la relativa a riesgo cubierto y resultados obtenidos en operaciones de cobertura y de posiciones abiertas, primas ingresadas o satisfechas y resultados materializados o latentes en operaciones de inversión. La CNMV podrá establecer los modelos normalizados por los que se dé cumplimiento a esta obligación.

¹¹Actualmente, se encuentra en elaboración la nueva circular sobre el contenido de los informes trimestrales, semestral y anual de instituciones de inversión colectiva y estado de posición, cuyo borrador ha estado en fase de consulta pública hasta el 22/04/2008.

9 Definiciones y aclaraciones de determinados conceptos

Como se ha dicho en la introducción, en el capítulo II de la Orden se transpone gran parte de la Directiva 2007/16/CE de la Comisión Europea, donde se aclaran determinadas definiciones relativas a activos aptos para las UCITS, con el fin de lograr una aplicación uniforme de la normativa europea en los estados miembros.

9.1 Valores mobiliarios aptos

El primer concepto matizado es el de valores mobiliarios aptos, recogido en la normativa española en los apartados 1.a y b (principalmente valores negociables admitidos o por admitir a cotización y agrupados en emisiones) y 1.j (UCITS no armonizadas o equiparables, IICIL e IIC de IICIL o equiparables, valores no cotizados y participaciones en capital riesgo) del artículo 36 del Reglamento. Las características que han de cumplir los derechos de contenido económico propiedad de las IIC para poder ser encuadrados en una de las dos categorías recogidas en el Reglamento, además de las allí fijadas, son:

1. El mayor quebranto que puede sufrir el titular por su tenencia no podrá ser superior al importe pagado por su adquisición.
2. Habrán de ser negociables. Exigencia que se presume cumplida, salvo que los Gestores dispongan de información de la que quepa concluir lo contrario, en caso de estar admitidos a negociación en mercados que cumplan los requisitos del artículo 36.1.a) del Reglamento.
3. Deberá disponerse de información apropiada sobre los instrumentos. En el caso de instrumentos del artículo 36.1.a y b, la condición es satisfecha con la obligatoria provisión al mercado de manera periódica de datos precisos y completos sobre el valor. Se requiere que información con las mismas características sea facilitada a la IIC en el caso de tratarse de activos del artículo 36.1.j.
4. Deberá disponerse de una valoración fiable de estos instrumentos. En el caso de activos del artículo 36.1.a) y b) del reglamento, este requisito supone la existencia de precios fiables y periódicos, bien obtenidos de mercado, bien obtenidos mediante sistemas de valoración independientes de los emisores. En el caso de los activos del 36.1.j), su cumplimiento supone la necesidad de contar con una valoración periódica efectuada a partir de información procedente del emisor o de estudios competentes en materia de inversión.
5. La liquidez del instrumento no podrá comprometer la capacidad de las IIC de atender el reembolso de sus acciones o participaciones. Liquidez que se presume, salvo que los Gestores dispongan de información de la que quepa concluir lo contrario, en caso de estar admitidos a negociación en mercados que cumplan los requisitos del artículo 36.1.a) del Reglamento.

6. Su adquisición deberá ser compatible con la política de inversión y objetivos declarados para la IIC y los riesgos que suponga su tenencia deben estar contemplados por los procesos de gestión de los Gestores.

Se entenderán incluidos dentro del artículo 36.1.a) del Reglamento, siempre que sus características sean acordes a las relacionadas en los seis puntos anteriores y las requeridas en el propio Reglamento, los siguientes instrumentos:

- Acciones o participaciones en instituciones de inversión colectiva cerradas con rentabilidad ligada a la de activos considerados como subyacentes válidos de instrumentos derivados, sujetas a mecanismos de gobierno corporativo equivalentes a los aplicados a las sociedades y gestionadas por una entidad sujeta a disposiciones nacionales para la protección de los inversores.
- Instrumentos financieros cuya rentabilidad esté ligada a subyacentes aptos para derivados.
- Los instrumentos de los dos guiones anteriores cuya rentabilidad no esté ligada a la de subyacentes aptos, que tengan negociación diaria y un precio de mercado fijado a partir de las operaciones cruzadas y que no incorporen un derivado implícito.

9.2 Instrumentos del mercado monetario no cotizados

La Orden precisa posteriormente el contenido de las características que necesitan los instrumentos del mercado monetario no cotizados en mercados o sistemas de negociación equiparables a los oficiales españoles, contemplados en el artículo 36.1.h) del Reglamento, para ser considerados aptos:

1. Deberá disponerse de información adecuada respecto al instrumento, incluida aquella que permita la evaluación del riesgo de crédito en el que se incurre por su adquisición. Se entiende como adecuada, con ligeras variaciones en función del emisor, la información relativa a la emisión o el programa de emisión y la situación jurídica y financiera del emisor referida tanto a una fecha anterior a la emisión del instrumento, como actualizada de manera periódica y siempre que se registre un hecho significativo.
2. El valor de estos instrumentos, deberá poder determinarse con precisión en todo momento. Este valor será aquel al que estarían dispuestas a intercambiarlo partes informadas, en una transacción libre en condiciones de mercado, obtenido a través de datos de mercado o por modelos de valoración entre los que serán aceptables los basados en costes amortizados.
3. Entre los emisores que el artículo 36.1.h) del Reglamento prevé se encuentran las entidades sujetas a supervisión prudencial. Se entenderá que una entidad está sujeta a supervisión prudencial cuando deba cumplir normas cautelares y observe alguna de las siguientes condiciones: estar radicada en el Espacio Económico Europeo o en países de la OCDE

pertenecientes al Grupo de los Diez, tener una calificación crediticia dentro del grado de inversión, o que pueda demostrarse que las normas cautelares aplicables al emisor son al menos tan rigurosas como las comunitarias.

9.3 Precisiones sobre IIC que replican índices

Por último, la Orden aclara dos aspectos, respecto de las IICs cuya política de inversión sea la de reproducción de un índice de renta variable o renta fija:

- Que son admisibles tanto la reproducción mediante la replica en la cartera del fondo de los componentes del índice como la conseguida a través de la utilización de derivados.
- Que los requisitos de composición diversificada, referencia adecuada del mercado y difusión pública del artículo 38.2.d) del Reglamento se entenderán cumplidos si el índice cumple con los exigidos para ser considerado válido como subyacente de instrumentos derivados.

10 Conclusiones

El uso de instrumentos financieros derivados por las IIC sufre dos grandes modificaciones como consecuencia de la aprobación de la Orden. En primer lugar, se concreta la ampliación de subyacentes aptos que ya recogía el Reglamento, aclarándose determinados conceptos e introduciendo requisitos concretos para subyacentes, tales como el riesgo de crédito y los índices financieros. Por otra parte, los fines con los que podrán ser utilizados estos instrumentos son establecidos desde la perspectiva de la mayor o menor sofisticación de aquellos y no, como ocurría anteriormente, de su condición de cotizados o no en mercado. Consecuentemente, la exposición de las IIC mediante la utilización de instrumentos derivados sofisticados habrá de ser medida a efectos de cómputo de límites con una metodología diferente a la del compromiso actualmente establecida en la Circular 3/1998 y pendiente de desarrollo.

La transposición en la Orden de las aclaraciones respecto a activos aptos contenidas en la normativa europea supone que las IIC puedan ganar exposición a través de sus inversiones de contado a nuevos activos tradicionalmente considerados no válidos, siempre que se cumplan determinadas condiciones, principalmente de información disponible respecto a los mismos, de valoración y de cotización representativa en mercado. La Orden, persiguiendo la coherencia entre las exposiciones que se pueden alcanzar mediante contado o derivados, considera subyacentes aptos de instrumentos derivados las materias primas y los *hedge funds*, no contemplados en la normativa europea.

IV Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ²
IMPORTES EFECTIVOS³ (millones de euros)	2.960,5	5.021,7	23.757,9	11.218,1	4.337,2	7.398,7	9,5	39,9
Ampliaciones de capital	2.803,4	2.562,9	21.689,5	9.896,5	4.273,8	6.823,1	0,0	39,9
De ellas, mediante OPS	0,0	644,9	8.502,7	334,2	3.485,2	4.683,3	0,0	0,0
Tramo nacional	0,0	303,0	4.821,4	334,2	2.449,6	2.037,6	0,0	0,0
Tramo internacional	0,0	342,0	3.681,4	0,0	1.035,6	2.645,8	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	157,1	2.458,8	2.068,5	1.321,6	63,4	575,6	9,5	0,0
Tramo nacional	54,7	1.568,1	1.517,1	913,5	63,4	432,4	9,5	0,0
Tramo internacional	102,5	890,7	551,4	408,1	0,0	143,3	0,0	0,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴	27	30	35	10	6	12	1	2
Ampliaciones de capital	25	21	26	8	5	7	0	2
De ellas, mediante OPS	0	8	8	2	2	4	0	1
De ellas, liberadas	6	0	0	0	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	14	12	3	1	7	1	1
NÚMERO DE EMISORES⁴	24	23	29	10	6	10	1	2
Ampliaciones de capital	23	18	24	8	5	7	0	2
De ellas, mediante OPS	0	6	6	2	2	4	0	1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	10	8	3	1	5	1	1

1 Expedientes de emisión registrados en la CNMV. Expedientes iniciales y ampliaciones de expedientes.

2 Datos disponibles: mayo 2008.

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

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

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

CUADRO 1.2

Millones de euros	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ¹
OFERTAS PUBLICAS DE SUSCRIPCION	0,0	644,9	8.502,7	334,2	3.485,2	4.683,3	0,0	0,0
Mercado nacional	0,0	303,0	4.646,2	334,2	2.277,0	2.035,0	0,0	0,0
Suscriptores minoristas	0,0	8,7	2.841,0	112,0	1.898,5	830,5	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	0,0	294,3	1.805,2	222,2	378,5	1.204,5	0,0	0,0
Mercado internacional	0,0	342,0	3.681,4	0,0	1.035,6	2.645,8	0,0	0,0
Empleados	0,0	0,0	175,2	0,0	172,6	2,6	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
OFERTAS PUBLICAS DE VENTA	157,1	2.458,8	2.068,5	1.321,6	63,4	575,6	9,5	0,0
Mercado nacional	54,7	1.565,0	1.505,7	903,6	63,4	430,8	9,5	0,0
Suscriptores minoristas	27,3	390,0	393,9	289,4	0,0	88,4	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	27,3	1.175,0	1.111,8	614,3	63,4	342,4	9,5	0,0
Mercado internacional	102,5	890,7	551,4	408,1	0,0	143,3	0,0	0,0
Empleados	0,0	3,1	11,4	9,9	0,0	1,6	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: mayo 2008.

Admisión a bolsa. Expedientes registrados en la CNMV

CUADRO 1.3

	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ¹
IMPORTES NOMINALES (millones de euros)								
Con folleto de emisión	498,0	963,4	5.894,3	91,2	171,8	5.562,1	13,3	25,5
Ampliaciones de capital	494,0	575,9	5.687,2	6,6	171,8	5.439,6	13,3	25,5
De las cuales OPS	0,0	145,3	5.424,4	4,5	0,0	5.419,8	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4,0	387,5	207,1	84,6	0,0	122,5	0,0	0,0
Sin folleto de emisión	167,3	564,7	8.366,1	1.166,4	440,9	6.438,4	274,7	270,7
NÚMERO DE EXPEDIENTES								
Con folleto de emisión	26	18	22	5	4	8	2	1
Ampliaciones de capital	25	13	18	3	4	6	2	1
De las cuales OPS	0	5	6	2	0	4	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	9	7	3	0	4	0	0
Sin folleto de emisión	27	61	72	19	20	16	9	7

1 Datos disponibles: mayo 2008.

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.4

	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ²
Mercado continuo (MC). Total ³	126	135	143	137	136	143	141	141
Sin Nuevo mercado	115	124	142	127	126	142	141	141
Nuevo mercado	11	11	1	10	10	1	0	0
Empresas extranjeras	5	6	5	6	6	5	5	5
Segundo Mercado	14	12	11	11	11	11	10	9
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	10	9	9	8	9	9	8	7
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	2	1	0	1	0	0	0	0
Corros ex SICAV	47	38	31	33	32	31	29	29
Madrid	22	16	13	14	14	13	13	13
Barcelona	28	24	20	20	20	20	19	19
Bilbao	14	10	9	9	9	9	8	8
Valencia	18	13	9	11	10	9	7	7
Corros SICAV	3.111	744	8	23	9	8	5	4
MAB	-	2.405	3.287	3.193	3.241	3.287	3.322	3.347
Latibex	32	34	34	34	34	34	34	34

1 Datos a final de período.

2 Datos disponibles: mayo 2008.

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

Capitalización¹

CUADRO 1.5

Millones de euros	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ²
Mercado continuo (MC). Total ³	616.659,5	813.765,1	892.053,8	895.117,9	840.333,3	892.053,8	780.720,1	825.048,2
Sin Nuevo mercado	607.167,8	800.148,0	891.875,7	884.128,5	829.721,5	891.875,7	780.720,1	825.048,2
Nuevo mercado	9.491,8	13.617,1	178,1	10.989,4	10.611,9	178,1	0,0	0,0
Empresas extranjeras	64.312,7	105.600,9	134.768,6	137.570,1	104.807,9	134.768,6	120.418,7	141.809,0
Ibex 35	411.712,5	512.828,0	524.651,0	537.038,9	527.210,1	524.651,0	455.694,3	466.914,8
Segundo Mercado	444,2	392,7	286,8	610,3	295,7	286,8	217,1	169,0
Madrid	9,2	18,9	27,8	37,3	24,6	27,8	23,2	27,6
Barcelona	291,2	184,2	259,0	234,2	271,1	259,0	193,9	141,4
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	143,8	189,6	0,0	338,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	6.874,8	7.905,3	7.444,9	8.713,0	8.890,0	7.444,9	7.228,8	6.970,3
Madrid	3.486,7	2.698,1	1.840,6	3.050,6	2.796,4	1.840,6	1.810,9	1.738,8
Barcelona	3.129,2	4.966,3	4.627,8	5.159,5	5.247,4	4.627,8	4.963,8	4.789,7
Bilbao	405,9	59,5	108,2	137,1	137,1	108,2	107,3	27,0
Valencia	836,1	741,9	1.206,5	777,8	1.145,5	1.206,5	994,2	1.004,2
Corros SICAV	33.171,1	9.284,1	245,4	1.289,6	990,1	245,4	200,2	202,4
MAB	0,0	29.866,3	41.659,8	41.196,5	41.259,2	41.659,8	39.298,0	40.410,9
Latibex	216.111,3	271.641,8	427.773,6	346.492,3	387.064,2	427.773,6	389.629,9	482.771,2

1 Datos a final de período.

2 Datos disponibles: mayo 2008.

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

Contratación efectiva

CUADRO 1.6

Millones de euros	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ¹
Mercado continuo (MC). Total ²	847.652,2	1.144.562,9	1.653.354,8	438.830,9	369.572,5	430.021,7	377.897,7	211.778,7
Sin Nuevo mercado	818.653,2	1.118.546,1	1.627.369,5	433.444,8	364.309,6	425.558,0	377.886,2	211.778,7
Nuevo mercado	28.999,0	26.016,8	25.985,3	5.386,2	5.262,9	4.463,7	11,4	0,0
Empresas extranjeras	15.115,1	11.550,3	7.499,3	1.313,2	939,4	1.018,2	552,1	260,6
Segundo Mercado	25,9	49,3	192,9	21,4	37,7	11,8	3,2	1,7
Madrid	1,8	7,2	8,9	2,4	0,9	0,8	0,5	1,6
Barcelona	22,9	41,6	182,3	18,7	36,0	11,0	2,7	0,2
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	1,3	0,5	1,7	0,3	0,7	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	887,1	737,6	792,7	152,4	65,4	258,6	38,5	17,2
Madrid	198,2	257,9	236,1	55,4	21,3	92,7	17,5	6,4
Barcelona	667,0	297,8	402,8	94,5	40,1	29,1	17,6	10,5
Bilbao	13,4	159,9	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	8,4	22,0	153,8	2,5	3,9	136,7	3,3	0,4
Corros SICAV	5.022,8	4.580,6	361,6	56,4	32,4	15,2	5,9	2,1
MAB	0,0	1.814,2	6.985,2	1.604,9	1.369,1	2.240,4	1.966,1	1.114,9
Latibex	556,7	723,3	868,2	226,5	209,1	215,6	305,9	123,0

1 Datos disponibles: mayo 2008

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	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ²
En sesión	798.934,5	1.080.117,5	1.577.249,5	426.431,3	359.745,1	389.841,9	354.712,5	204.145,6
Ordenes	488.416,3	658.839,2	985.087,6	250.841,2	232.805,5	246.015,5	245.239,9	119.908,0
Aplicaciones	82.403,1	105.910,7	155.085,1	42.731,3	34.295,0	38.761,4	34.574,7	19.181,4
Bloques	228.115,1	315.367,7	437.076,8	132.858,9	92.644,6	105.064,9	74.898,0	65.056,2
Fuera de hora	27.863,0	11.651,6	18.301,5	5.191,6	3.563,2	5.902,5	4.260,1	2.255,7
Autorizadas	4.773,4	4.052,0	4.189,6	1.789,6	304,6	640,3	374,6	383,5
Op. LMV art. 36.1	1,3	6.439,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opa	6.682,8	18.094,6	26.284,3	50,0	1.995,7	20.079,8	14.049,1	3.297,6
OPV	226,3	3.264,0	11.177,4	1.939,5	0,0	9.237,9	0,0	0,0
Toma de razón	2.298,9	10.347,9	2.954,4	268,3	172,5	233,6	836,3	0,0
Ejercicio de opciones	5.268,0	8.279,8	10.240,4	2.609,6	2.795,7	3.227,0	2.450,3	371,9
Operaciones de cobertura	1.615,4	2.315,7	2.957,8	550,9	995,9	858,8	1.214,7	1.324,4

1 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds*).

2 Datos disponibles: mayo 2008.

Operaciones de crédito

CUADRO 1.8

Millones de euros	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ¹
CONTRATACIÓN								
Préstamo de valores ²	393.964,1	550.850,4	835.326,9	245.021,9	179.969,9	213.637,3	159.984,9	125.470,8
Crédito de valores para su venta ³	152,2	379,9	555,4	123,2	166,6	136,3	189,5	98,4
Crédito para compra de valores ³	465,0	511,9	411,3	108,2	72,5	84,5	52,7	26,0
SALDO VIVO								
Préstamo de valores ²	66.737,5	62.058,2	79.532,9	103.293,4	92.265,1	79.532,9	69.068,6	71.339,3
Crédito de valores para su venta ³	28,5	73,6	112,4	94,6	133,7	112,4	97,8	65,8
Crédito para compra de valores ³	52,3	70,1	59,4	64,0	45,3	59,4	30,7	30,7

1 Datos disponibles: mayo 2008.

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

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

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas¹ en la CNMV

CUADRO 1.9

	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ²
NÚMERO DE EMISORES	155	159	173	66	53	75	59	41
Cédulas hipotecarias	9	11	10	4	6	4	7	11
Cedulas territoriales	2	5	4	1	2	1	7	0
Bonos y obligaciones no convertibles	49	46	41	20	16	3	5	6
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	4	1	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	53	61	77	22	16	34	16	15
Programas de pagarés	68	68	80	22	18	35	26	12
De titulación	3	3	3	2	1	0	0	0
Resto de pagarés	65	65	77	20	17	35	26	12
Otras emisiones de renta fija	1	0	2	1	2	0	0	0
Participaciones preferentes	6	9	5	1	2	0	4	1
NÚMERO DE EMISIONES	263	335	334	86	76	84	74	58
Cédulas hipotecarias	21	37	32	10	9	5	11	16
Cedulas territoriales	3	6	8	1	4	1	7	0
Bonos y obligaciones no convertibles	93	115	79	25	20	3	7	12
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	4	1	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	54	82	101	25	19	40	18	17
Programas de pagarés	80	83	106	23	20	35	27	12
De titulación	3	3	3	2	1	0	0	0
Resto de pagarés	77	80	103	21	19	35	27	12
Otras emisiones de renta fija	1	0	3	1	2	0	0	0
Participaciones preferentes	7	11	5	1	2	0	4	1
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	414.253,9	523.131,4	648.757,0	156.957,4	163.782,9	154.568,4	117.526,8	87.673,5
Cédulas hipotecarias	35.560,0	44.250,0	24.695,5	7.245,5	6.525,0	2.525,0	1.250,0	7.595,0
Cedulas territoriales	1.775,0	5.150,0	5.060,0	1.500,0	2.000,0	110,0	1.020,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	41.907,1	46.687,5	27.416,0	9.427,0	7.750,0	257,0	604,1	2.051,6
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	162,8	68,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	69.044,3	91.607,7	141.627,0	31.517,5	17.898,3	52.819,0	28.657,0	19.481,6
Tramo nacional	63.908,3	85.099,9	141.627,0	31.517,5	17.898,3	52.819,0	28.657,0	19.481,6
Tramo internacional	5.136,0	6.507,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pagarés de empresa ³	264.359,5	334.457,0	442.433,5	106.967,4	122.464,6	98.857,4	85.899,6	58.445,3
De titulación	2.767,5	1.992,7	464,8	138,8	85,0	85,0	133,0	48,0
Resto de pagarés	261.592,0	332.464,3	441.968,7	106.828,6	122.379,6	98.772,4	85.766,6	58.397,3
Otras emisiones de renta fija	89,3	0,0	7.300,0	225,0	7.075,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	1.356,0	911,0	225,0	75,0	70,0	0,0	96,0	100,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	11.078,5	27.361,5	47.158,3	3.777,6	12.702,1	16.196,9	2.312,5	1.353,3
Emisiones aseguradas	94.368,0	92.213,5	121.608,5	31.616,5	17.898,3	32.701,5	6.533,5	3.719,6

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

2 Datos disponibles: mayo 2008.

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

Admisión al mercado AIAF

CUADRO 1.10

Importes nominales en millones de euros	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ¹
Total	425.137,4	507.525,3	640.096,2	147.084,9	172.663,4	144.959,2	121.675,6	87.759,3
Pagarés	263.728,9	332.328,4	439.787,3	105.314,5	120.587,0	98.821,1	89.157,4	58.377,8
Bonos y obligaciones	56.771,5	45.155,4	30.006,9	7.295,0	9.375,0	2.704,9	507,0	2.025,7
Cédulas hipotecarias	31.600,0	43.720,0	27.195,5	6.495,5	8.575,0	2.575,0	1.225,0	2.120,0
Cédulas territoriales	1.775,0	2.650,0	7.450,0	1.000,0	3.500,0	0,0	930,0	200,0
Bonos de titulación	67.480,5	83.042,5	135.149,5	26.904,9	30.556,5	40.858,1	29.760,2	25.035,8
Participaciones preferentes	3.781,5	629,0	507,0	75,0	70,0	0,0	96,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: mayo 2008.

AIAF. Emisores, emisiones y saldo vivo

CUADRO 1.11

	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ¹
NÚMERO DE EMISORES	384	438	492	457	472	492	509	521
Pagarés	66	69	73	66	71	73	74	73
Bonos y obligaciones	82	80	92	92	92	92	91	91
Cédulas hipotecarias	12	14	14	15	14	14	17	22
Cédulas territoriales	3	5	7	7	7	7	11	11
Bonos de titulización	211	257	316	280	297	316	333	347
Participaciones preferentes	42	46	50	49	50	50	52	52
Bonos matador	20	20	15	17	16	15	15	14
NÚMERO DE EMISIONES	2.836	3.681	4.314	4.143	4.293	4.314	4.410	4.648
Pagarés	1.724	2.242	2.493	2.539	2.552	2.493	2.480	2.646
Bonos y obligaciones	329	398	445	430	452	445	442	448
Cédulas hipotecarias	54	83	111	98	106	111	121	134
Cédulas territoriales	8	11	19	15	19	19	25	26
Bonos de titulización	631	856	1157	971	1074	1.157	1.249	1.302
Participaciones preferentes	58	65	71	70	71	71	75	75
Bonos matador	32	26	18	20	19	18	18	17
SALDO VIVO² (millones de euros)	448.679,3	588.942,3	758.559,8	675.996,4	729.774,6	758.559,8	772.385,6	797.545,6
Pagarés	57.719,4	70.778,6	98.467,6	81.591,4	97.795,9	98.467,6	96.152,7	100.177,6
Bonos y obligaciones	103.250,7	131.107,8	139.586,3	136.090,3	142.655,3	139.586,3	132.397,1	133.479,4
Cédulas hipotecarias	90.550,0	129.710,0	150.905,5	145.755,5	151.330,5	150.905,5	152.130,5	154.250,5
Cédulas territoriales	7.575,0	9.525,0	16.375,0	13.475,0	16.375,0	16.375,0	16.305,0	16.505,0
Bonos de titulización	164.810,0	222.866,1	328.924,6	274.173,0	297.196,9	328.924,6	351.003,4	368.796,4
Participaciones preferentes	22.486,6	23.115,6	23.062,6	23.492,6	23.062,6	23.062,6	23.158,6	23.158,6
Bonos matador	2.287,6	1.839,2	1.238,2	1.418,5	1.358,4	1.238,2	1.238,2	1.178,1

1 Datos disponibles: mayo 2008.

2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ¹
POR TIPO DE ACTIVO. Total	877.812,1	910.493,9	1.127.477,7	262.799,2	287.044,2	291.041,6	338.568,2	382.586,5
Pagarés	408.185,0	489.069,5	568.009,6	140.611,4	148.715,3	124.955,9	130.792,9	89.482,3
Bonos y obligaciones	86.585,7	82.421,1	87.035,7	25.082,6	19.214,4	15.580,9	19.036,9	15.313,7
Cédulas hipotecarias	60.060,9	70.113,5	80.811,2	19.535,9	16.042,3	24.196,7	17.036,8	29.956,6
Cédulas territoriales	2.740,1	3.659,1	7.749,8	568,4	4.315,0	1.649,6	4.669,9	1.118,3
Bonos de titulización	313.778,5	257.628,9	378.005,2	75.463,1	97.548,2	123.504,1	166.049,8	246.134,4
Participaciones preferentes	4.046,2	4.647,8	4.492,4	1.031,7	897,7	1.153,4	976,0	580,3
Bonos matador	2.415,7	2.954,1	1.373,8	506,2	311,4	0,9	6,0	0,8
POR TIPO DE OPERACIÓN. Total	877.812,1	910.493,9	1.127.477,7	262.799,2	287.044,2	291.041,6	338.568,2	382.586,5
Simple	322.819,1	386.368,8	416.477,9	100.039,0	104.013,7	97.807,4	99.070,8	70.678,5
Repo	284.520,0	330.839,9	441.362,7	117.077,4	109.684,9	94.131,8	84.487,7	57.950,0
Simultánea	270.473,0	193.285,1	269.637,1	45.682,8	73.345,6	99.102,3	155.009,7	253.958,0

1 Datos disponibles: mayo 2008.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.13

Importes nominales en millones de euros	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ¹
Total	591.837,2	702.608,8	837.308,5	211.982,4	209.271,8	184.318,1	178.672,7	124.351,0
Sociedades no financieras	218.139,5	260.108,1	364.490,6	102.730,2	91.476,3	82.132,5	73.182,6	50.621,5
Instituciones financieras	218.381,1	247.876,4	282.816,9	71.023,9	73.910,0	69.024,8	71.161,5	51.954,4
Entidades de crédito	71.118,9	83.999,1	99.492,0	26.406,4	26.507,9	26.550,0	25.715,4	23.510,1
IIC, seguros y fondos de pensiones	138.580,4	145.911,5	152.429,2	38.310,3	39.606,4	34.195,3	39.714,3	25.227,8
Otras entidades financieras	8.681,8	17.965,8	30.895,6	6.307,3	7.795,7	8.279,5	5.731,7	3.216,0
Administraciones públicas	5.629,4	7.058,9	7.762,4	2.195,6	1.944,6	1.108,1	1.224,6	961,1
Hogares e ISFLSH ²	14.433,3	23.675,9	28.534,8	4.427,7	4.047,5	3.749,2	3.656,6	2.442,4
Resto del mundo	135.253,9	163.889,4	153.703,8	31.605,1	37.893,3	28.303,5	29.447,4	18.372,2

1 Datos disponibles: mayo 2008.

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

Admisión a bolsa. Expedientes registrados en la CNMV

CUADRO 1.14

	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ¹
IMPORTES NOMINALES (millones de euros)	1.234,6	68,1	7.000,0	0,0	0,0	7.000,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	1.140,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	94,6	68,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	7.000,0	0,0	0,0	7.000,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES	6	1	1	0	0	1	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	3	0	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3	1	0	0	0	0	0	0
Otros	0	0	1	0	0	1	0	0

1 Datos disponibles: mayo 2008.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.15

	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ¹
NÚMERO DE EMISORES	56	57	53	53	50	53	53	53
Emisores privados	39	40	40	38	37	40	40	40
Sociedades no financieras	12	10	6	8	7	6	6	6
Instituciones financieras privadas	27	30	34	30	30	34	34	34
Administraciones públicas ³	17	17	13	15	13	13	13	13
Comunidades autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
NÚMERO DE EMISIONES	267	264	249	247	243	249	245	251
Emisores privados	122	131	133	121	120	133	133	133
Sociedades no financieras	22	18	12	14	13	12	10	10
Instituciones financieras privadas	100	113	121	107	107	121	123	123
Administraciones públicas ³	145	133	116	126	123	116	112	118
Comunidades autónomas	92	89	83	91	89	83	81	85
SALDO VIVO² (millones de euros)	16.323,0	17.105,4	25.654,7	16.594,7	16.918,2	25.654,7	25.583,8	26.289,0
Emisores privados	5.507,3	6.784,3	14.958,1	6.183,0	6.055,4	14.958,1	14.800,1	14.709,9
Sociedades no financieras	835,4	492,1	452,5	454,0	454,0	452,5	381,2	381,2
Instituciones financieras privadas	4.671,9	6.292,2	14.505,6	5.729,0	5.601,4	14.505,6	14.418,9	14.328,7
Administraciones públicas ³	10.816,1	10.321,1	10.696,6	10.411,7	10.862,8	10.696,6	10.783,7	11.579,1
Comunidades autónomas	8.457,2	8.319,8	8.862,6	8.721,4	8.788,0	8.862,6	9.100,3	9.695,7

1 Datos disponibles: mayo 2008.

2 Importes nominales.

3 No incluye deuda anotada.

Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.16

	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ¹
Importes nominales en millones de euros								
Mercado electrónico	220,0	257,3	444,8	23,5	17,8	316,3	537,7	255,4
Corros	4.538,3	5.009,9	7.154,3	592,6	471,1	4.023,6	1.873,2	23,8
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	4.404,2	4.879,6	7.040,1	563,6	445,3	3.998,2	1.829,1	0,6
Bilbao	9,2	24,8	7,5	2,0	1,7	2,1	1,6	0,7
Valencia	124,8	105,5	106,7	27,0	24,1	23,2	42,6	22,5
Deuda anotada	36,1	35,6	33,6	10,4	6,9	8,7	8,8	8,2
Deuda comunidades autónomas	83.204,0	84.443,6	84.178,3	21.295,2	20.750,1	21.152,6	16.972,7	12.783,3

1 Datos disponibles: mayo 2008.

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

CUADRO 1.17

	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ¹
Importes nominales en millones de euros								
Total	219,6	175,1	95,8	22,9	14,1	32,8	27,3	14,1
Simples	71,0	94,3	58,6	14,1	12,0	15,2	19,5	4,1
Simultáneas	148,5	80,2	37,2	8,8	2,0	17,6	7,8	10,0
Otras operaciones	0,1	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: mayo 2008.

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.18

	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ¹
Número de contratos								
Sobre deuda	46	15	13	4	4	4	4	2
Futuro sobre bono nomenclal ²	46	15	13	4	4	4	4	2
Sobre Ibex 35 ^{3,4}	5.490.958	7.119.853	9.288.909	2.443.146	2.423.272	2.176.326	2.346.726	1.577.873
Futuro sobre Ibex 35 plus	4.935.648	6.408.961	8.435.258	2.235.602	2.211.103	1.931.745	2.042.491	1.433.303
Futuro mini sobre Ibex 35	114.563	159.830	286.574	70.034	78.006	75.552	84.643	44.747
Opción call mini	232.825	288.542	227.535	53.850	43.365	82.293	76.766	38.429
Opción put mini	207.922	262.521	339.542	83.661	90.798	86.736	142.826	61.393
Sobre acciones ⁵	29.728.916	33.655.790	34.887.808	6.818.146	8.141.493	13.011.176	12.300.311	9.658.921
Futuros	18.813.689	21.229.811	21.294.315	3.773.666	5.105.492	8.637.161	8.519.578	7.416.401
Opción call	6.803.863	7.664.125	6.775.525	1.655.261	1.398.403	2.097.371	1.585.176	1.109.125
Opción put	4.111.364	4.761.854	6.817.968	1.389.219	1.637.598	2.276.644	2.195.557	1.133.395
Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex								
Sobre deuda ⁶	1.440.370	1.117.956	1.059.113	303.004	294.058	219.959	342.976	134.113
Sobre índices ⁷	1.080.801	1.423.441	1.371.250	401.267	365.491	265.783	348.341	142.443

1 Datos disponibles: mayo 2008.

2 Nominal del contrato: 100 mil euros.

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

4 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

6 Futuros sobre Bund, Bobl y Schatz.

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

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

Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.19

	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ¹
WARRANTS²								
Importe de las primas (millones de euros)	1.840,0	5.144,3	8.920,3	1.492,9	2.971,6	2.513,7	3.173,0	2.518,7
Sobre acciones	1.180,8	3.697,6	6.215,1	1.077,8	1.888,6	1.836,7	2.257,1	1.305,8
Sobre índices	559,9	1.064,9	2.311,2	380,9	951,7	529,1	726,8	1.151,1
Otros ³	99,3	381,8	394,0	34,2	131,2	147,8	189,1	61,8
Número de emisiones	1.720	4.063	7.005	1.404	1.808	2.126	2.791	1.231
Número de emisores	6	8	7	6	7	7	7	5
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	112,2	206,8	151,0	45,0	25,0	20,0	12,0	45,0
Sobre acciones	87,8	196,2	145,0	45,0	25,0	20,0	12,0	45,0
Sobre índices	16,4	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros ³	8,0	10,0	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	13	12	9	2	1	2	1	2
Número de emisores	4	4	3	1	1	1	1	1

1 Datos disponibles: mayo 2008.

2 Incluye emisiones que no requieren un folleto de emisión previo en aplicación de la normativa sobre folletos de emisión.

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

Bolsa de valores. Contratación de warrants y ETF

CUADRO 1.20

	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	2.142,3	2.907,4	5.129,6	1.323,8	1.429,6	1.206,7	892,9	458,7
Sobre acciones nacionales	1.431,7	1.803,9	3.200,7	823,3	805,4	788,0	521,5	253,2
Sobre acciones extranjeras	155,8	294,7	474,2	133,6	115,1	104,6	47,0	35,1
Sobre índices	516,8	727,4	1.376,6	351,3	489,9	297,7	303,2	144,8
Otros ²	38,0	81,4	78,1	15,6	19,3	16,5	21,2	25,6
Número de emisiones ³	2.520	4.284	7.837	3.440	3.848	4.083	4.144	3.636
Número de emisores ³	8	9	9	9	9	9	9	8
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	69,8	58,8	57,5	14,3	14,7	13,3	5,1	4,2
Número de emisiones ³	15	14	18	12	11	17	17	21
Número de emisores ³	5	5	4	3	3	4	4	4
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	-	-	4.664,5	832,8	844,9	2.059,6	3.037,1	522,6
Número de fondos	-	-	21	5	12	21	27	32
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	-	-	885,8	521,6	511,8	885,8	1.994,7	nd

1 Datos disponibles: mayo 2008.

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

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

4 En las Instituciones de Inversión Colectiva extranjeras se incluye el volumen de inversión comercializado.

nd: Dato no disponible.

1.3.3 Derivados no financieros**Negociación en MFAO¹**

CUADRO 1.21

	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ²
Número de contratos								
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante ³	21.145	35.079	46.405	14.173	5.832	9.721	13.586	13.060

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: mayo 2008.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

2 Servicios de inversión**Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes**

CUADRO 2.1

	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ¹
Sociedades de valores								
Entidades nacionales	46	47	46	46	46	46	49	51
Sucursales	96	108	102	97	100	102	109	110
Representantes	6.562	6.610	6.657	6.614	6.618	6.657	6.674	6.584
Agencias de valores								
Entidades nacionales	56	57	53	55	54	53	50	52
Sucursales	11	11	12	12	12	12	7	10
Representantes	516	589	625	644	647	625	624	626
Sociedades gestoras de cartera								
Entidades nacionales	17	15	11	13	12	11	11	11
Sucursales	4	4	4	4	4	4	4	4
Representantes	14	5	6	5	6	6	5	5
Entidades de crédito²								
Entidades nacionales	206	204	201	202	202	201	200	200

1 Datos disponibles: mayo 2008.

2 Fuente: Banco de España.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ¹
Total	1.196	1.321	1.766	1.386	1.432	1.766	1.949	2.024
ESI ² en el Espacio Económico Europeo	867	973	1.394	1.027	1.068	1.394	1.573	1.646
Con sucursal	18	22	29	25	26	29	30	33
En libre prestación de servicios	849	951	1.365	1.002	1.042	1.365	1.543	1.613
Entidades de crédito ³	329	348	372	359	364	372	376	378
Comunitarias	320	339	363	351	355	363	367	369
Con sucursal	38	44	52	49	50	52	55	56
En libre prestación de servicios	281	294	310	301	304	310	311	312
Filiales en libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	1	1
Extracomunitarias	9	9	9	8	9	9	9	9
Con sucursal	8	8	8	7	8	8	8	8
En libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	1	1

1 Datos disponibles: mayo 2008.

2 Empresas de Servicios de Inversión.

3 Fuente: Banco de España.

Intermediación de operaciones al contado

CUADRO 2.3

Millones de euros	I 2007				I 2008			
	Bolsas nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total	Bolsas nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total
RENTA FIJA								
Total	6.375	2.808.308	300.208	3.114.891	6.545	2.239.006	353.893	2.599.444
Sociedades de valores	6.225	205.120	53.678	265.023	5.964	250.715	40.640	297.319
Agencias de valores	150	2.603.188	246.530	2.849.868	581	1.988.291	313.253	2.302.125
RENTA VARIABLE								
Total	598.107	2.423	29.104	629.634	493.870	1.749	27.005	522.624
Sociedades de valores	549.502	1.379	26.481	577.362	458.343	1.116	23.428	482.887
Agencias de valores	48.605	1.044	2.623	52.272	35.527	633	3.577	39.737

Intermediación de operaciones de derivados¹

CUADRO 2.4

Millones de euros	I 2007				I 2008			
	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total
Total	236.642	1.390.968	1.097.890	2.725.500	227.979	2.310.399	1.034.114	3.572.492
Sociedades de valores	110.433	325.996	78.458	514.887	192.132	1.888.310	17.385	2.097.827
Agencias de valores	126.209	1.064.972	1.019.432	2.210.613	35.847	422.089	1.016.729	1.474.665

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 2007			I 2008		
	Total	IIC	Otras ¹	Total	IIC	Otras ¹
NÚMERO DE CARTERAS						
Total	18.705	104	18.601	17.130	122	17.008
Sociedades de valores	10.201	36	10.165	10.087	41	10.046
Agencias de valores	4.088	33	4.055	3.383	31	3.352
Sociedades gestoras de cartera	4.416	35	4.381	3.660	50	3.610
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)						
Total	13.677.219	1.438.719	12.238.500	12.792.680	1.859.859	10.932.821
Sociedades de valores	5.647.280	699.469	4.947.811	5.939.710	1.020.851	4.918.859
Agencias de valores	3.494.627	450.252	3.044.375	2.740.542	587.009	2.153.533
Sociedades gestoras de cartera	4.535.312	288.998	4.246.314	4.112.428	251.999	3.860.429

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

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores

CUADRO 2.6

Miles de euros ¹	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ²
I. MARGEN FINANCIERO	57.653	17.325	-29.968	11.025	-15.840	-29.968	-10.488	-4.043
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	200.360	48.335	-224.173	-166.565	-214.615	-224.173	78.843	148.249
III. COMISIONES NETAS	653.273	775.377	893.803	485.244	680.927	893.803	195.164	252.995
Comisiones percibidas	847.524	1.009.089	1.181.772	624.257	894.244	1.181.772	270.711	349.351
Tramitación y ejecución de órdenes	526.241	629.952	775.418	409.875	588.741	775.418	186.711	242.728
Colocación y aseguramiento de emisiones	58.685	73.278	62.145	31.775	47.019	62.145	10.560	12.212
Depósito y anotación de valores	17.593	22.367	25.351	12.455	18.665	25.351	5.861	8.256
Gestión de carteras	20.599	23.883	29.649	14.570	20.388	29.649	5.946	7.252
Diseño y asesoramiento	52.180	55.918	65.083	40.110	51.793	65.083	7.729	9.473
Búsqueda y colocación de paquetes	6	0	9	9	9	9	7	7
Operaciones de crédito al mercado	56	33	23	11	17	23	5	6
Suscripción y reembolso en IIC	118.871	141.312	138.481	70.425	105.659	138.481	30.202	39.914
Otras	53.293	62.346	85.613	45.027	61.953	85.613	23.690	29.503
Comisiones satisfechas	194.251	233.712	287.969	139.013	213.317	287.969	75.547	96.356
IV. MARGEN ORDINARIO	911.286	841.037	639.662	329.704	450.472	639.662	263.519	397.201
V. MARGEN DE EXPLOTACIÓN	498.362	395.105	180.892	98.455	113.320	180.892	144.447	230.574
VI. RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS	266.734	430.651	540.390	482.067	674.057	540.390	151.025	186.028

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

2 Datos disponibles: abril 2008.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.7

Miles de euros ¹	Total		Margen financiero		Cartera de valores		Otras dotaciones	
	I 2007	I 2008	I 2007	I 2008	I 2007	I 2008	I 2007	I 2008
Total	45.081	59.049	8.484	-10.488	38.135	78.843	-1.538	-9.306
Activos monetarios y deuda pública	-5.784	-5.821	908	846	-6.692	-6.667	-	-
Otros valores de renta fija	19.558	19.814	13.595	15.287	5.963	4.527	-	-
Cartera interior	13.522	18.030	11.132	14.818	2.390	3.212	-	-
Cartera exterior	6.036	1.784	2.463	469	3.573	1.315	-	-
Renta variable	-5.267	-621.711	37.469	13.213	-42.736	-634.924	-	-
Cartera interior	49.909	-256.647	17.501	11.020	32.408	-267.667	-	-
Cartera exterior	-55.176	-365.064	19.968	2.193	-75.144	-367.257	-	-
Derivados	85.774	725.248	-	-	85.774	725.248	-	-
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-1.230	-283	-1.230	-283	-	-	-	-
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	-	-	-	-
Depósito y otras operaciones con intermediarios	-48.266	-48.002	-48.266	-48.002	-	-	-	-
Otras operaciones	296	-10.196	6.008	8.451	-4.174	-9.341	-1.538	-9.306

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

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros ¹	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ²
I. MARGEN FINANCIERO	10.665	12.934	14.395	6.899	10.500	14.395	2.434	3.262
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	3.306	3.906	580	1.120	651	580	-939	-799
III. COMISIONES NETAS	184.113	233.447	237.403	121.309	177.379	237.403	41.507	55.442
Comisiones percibidas	229.752	297.030	310.892	159.573	233.859	310.892	48.935	64.640
Tramitación y ejecución de órdenes	97.948	114.111	131.976	66.060	96.183	131.976	19.349	24.334
Colocación y aseguramiento de emisiones	3.821	3.183	2.501	1.470	2.409	2.501	994	1.482
Depósito y anotación de valores	1.357	1.520	1.680	1.005	1.294	1.680	314	339
Gestión de carteras	14.868	28.672	27.457	14.534	20.239	27.457	5.847	8.182
Diseño y asesoramiento	2.664	2.360	2.224	1.119	1.273	2.224	252	382
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	1	1	0	0	0
Suscripción y reembolso en IIC	46.171	68.513	74.918	37.345	57.090	74.918	9.679	12.293
Otras	62.923	78.671	70.136	38.039	55.370	70.136	12.500	17.628
Comisiones satisfechas	45.639	63.583	73.489	38.264	56.480	73.489	7.428	9.198
IV. MARGEN ORDINARIO	198.084	250.287	252.378	129.328	188.530	252.378	43.002	57.905
V. MARGEN DE EXPLOTACIÓN	66.420	95.026	98.596	53.410	76.858	98.596	9.302	12.735
VI. RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS	38.264	62.449	86.017	64.113	85.525	86.017	9.427	11.618

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

2 Datos disponibles: abril 2008.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera

CUADRO 2.9

Miles de euros ¹	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ²
I. MARGEN FINANCIERO	575	895	1.442	705	1.095	1.442	376	521
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	65	6	21	-16	-8	21	-32	-33
III. COMISIONES NETAS	17.164	15.195	15.501	7.485	11.313	15.501	3.459	4.522
Comisiones percibidas	25.508	27.625	27.340	14.804	22.411	27.340	6.308	8.351
Gestión de carteras	18.813	22.068	22.545	12.371	19.114	22.545	5.203	6.938
Diseño y asesoramiento	4.380	4.951	2.614	1.380	1.668	2.614	637	781
Suscripción y reembolso en IIC	592	261	1.728	820	1.281	1.728	368	474
Otras	1.723	345	453	233	348	453	100	158
Comisiones satisfechas	8.344	12.430	11.839	7.319	11.098	11.839	2.849	3.829
IV. MARGEN ORDINARIO	17.804	16.096	16.964	8.174	12.400	16.964	3.803	5.010
V. MARGEN DE EXPLOTACIÓN	6.051	6.352	7.226	3.171	4.967	7.226	1.041	1.297
VI. RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTOS	3.465	4.112	4.837	2.477	3.597	4.837	730	906

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

2 Datos disponibles: abril 2008.

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	1.201.301	343,37	14	14	13	7	18	7	10	11	5	11
Sociedades de valores	1.087.185	380,54	3	1	4	3	8	5	8	7	3	7
Agencias de valores	96.810	222,04	9	11	6	3	8	2	2	4	2	3
Sociedades gestoras de cartera	17.306	84,17	2	2	3	1	2	0	0	0	0	1

1 Datos disponibles: marzo 2008.

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

3 Incluye las entidades dadas de alta que no han remitido información.

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de 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	30,06	27	11	22	24	6	9	4	4	3
Sociedades de valores	31,79	7	7	7	15	2	5	2	1	3
Agencias de valores	18,26	16	4	11	8	3	3	2	3	0
Sociedades gestoras de cartera	7,85	4	0	4	1	1	1	0	0	0

1 Datos disponibles: marzo 2008.

2 Media ponderada por fondos propios, en %.

3 Instituciones de inversión colectiva*

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

CUADRO 3.1

	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ¹
Total IIC de carácter financiero	5.841	6.006	6.296	6.169	6.245	6.296	6.347	6.391
Fondos de inversión	2.723	2.850	2.954	2.921	2.947	2.954	2.956	2.973
Sociedades de inversión	3.118	3.149	3.290	3.217	3.251	3.290	3.328	3.353
IIC de IIC de inversión libre	-	2	31	22	30	31	38	40
IIC de inversión libre	-	5	21	9	17	21	25	25
Total IIC inmobiliarias	13	17	18	17	19	18	17	17
Fondos de inversión inmobiliaria	7	9	9	9	10	9	9	9
Sociedades de inversión inmobiliaria	6	8	9	8	9	9	8	8
Total IIC extranjeras comercializadas en España	260	340	440	362	397	440	465	481
Fondos extranjeros comercializados en España	115	164	225	171	197	225	241	251
Sociedades extranjeras comercializadas en España	145	176	215	191	200	215	224	230
SGIIC	112	114	120	116	121	120	121	121
Depositarias IIC	135	132	126	127	127	126	126	126

1 Datos disponibles: mayo 2008.

* En las referencias a los "Fondos de inversión" de todo el capítulo, no se incluyen los fondos de inversión libre ni los fondos de IIC de inversión libre.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ¹
Total IIC de carácter financiero	8.869.084	9.048.207	8.492.282	9.180.702	8.900.911	8.492.282	7.861.369	-
Fondos de inversión	8.450.164	8.637.781	8.053.049	8.755.921	8.467.203	8.053.049	7.420.379	7.281.761
Sociedades de inversión	418.920	410.403	434.156	423.142	430.315	434.156	434.167	-
IIC de IIC de inversión libre ²	-	2	3.950	1.456	3.142	3.950	5.488	5.433
IIC de inversión libre ²	-	21	1.127	183	251	1.127	1.335	1.333
Total IIC inmobiliarias	119.113	151.053	146.353	154.426	152.577	146.353	145.036	144.922
Fondos de inversión inmobiliaria	118.857	150.304	145.510	153.630	151.916	145.510	144.197	144.083
Sociedades de inversión inmobiliaria	256	749	843	796	661	843	839	839
Total IIC extranjeras comercializadas en España	560.555	779.165	850.931	825.771	834.914	850.931	729.321	-
Fondos extranjeros comercializados en España	104.089	144.139	142.782	176.884	158.925	142.782	137.933	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	456.466	635.026	708.149	648.887	675.989	708.149	591.388	-

1 Datos disponibles: abril 2008. . Estos datos son de remisión obligatoria trimestral para Sociedades de inversión y para IIC's extranjeras por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.

2 Datos provisionales para IIC de IIC de inversión libre y para IIC de inversión libre.

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ¹
Total IIC de carácter financiero	289.810,7	300.584,0	287.968,7	310.144,3	303.306,6	287.968,7	264.775,7	261.597,4
Fondos de inversión ²	262.200,9	270.406,3	255.040,9	276.600,4	269.907,0	255.040,9	234.043,9	230.498,1
Sociedades de inversión	27.609,8	30.152,7	31.481,5	32.791,7	32.360,1	31.481,5	29.055,9	29.359,8
IIC de IIC de inversión libre ³	-	0,6	1.000,6	600,2	829,2	1.000,6	1.129,6	1.186,4
IIC de inversión libre ³	-	24,4	445,8	152,0	210,2	445,8	546,3	553,1
Total IIC inmobiliarias	6.690,8	9.052,0	9.121,4	9.416,8	9.409,6	9.121,4	8.912,8	8.937,6
Fondos de inversión inmobiliaria	6.476,9	8.595,9	8.608,5	8.929,4	8.905,3	8.608,5	8.563,8	8.586,6
Sociedades de inversión inmobiliaria	213,9	456,1	512,9	487,4	504,3	512,9	349,0	351,0
Total IIC extranjeras comercializadas en España	33.668,1	44.102,9	37.092,7	50.141,4	44.847,4	37.092,7	30.184,5	-
Fondos extranjeros comercializados en España	8.267,3	12.099,3	7.010,3	14.211,5	10.530,7	7.010,3	5.004,9	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	25.400,8	32.003,5	30.082,4	35.929,9	34.316,7	30.082,4	25.179,6	-

1 Datos disponibles: abril 2008. Estos datos son de remisión obligatoria trimestral para IIC's extranjeras.

2 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en el primer trimestre de 2008, del orden de 17.410 millones de euros.

3 Datos provisionales para IIC de IIC de inversión libre y para IIC de inversión libre.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión de carácter financiero 1,2

CUADRO 3.4

Millones de euros	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ³
Patrimonio	262.200,9	270.406,9	256.040,2	277.200,6	270.736,3	256.040,2	235.173,5	231.684,5
Liquidez	8.207,5	10.462,9	15.485,2	11.578,9	14.698,8	15.485,2	15.768,9	17.362,7
Inversión en cartera	255.273,6	260.002,9	240.110,5	265.596,0	255.694,9	240.110,5	219.010,7	213.985,6
Cartera interior	123.683,6	127.355,4	134.700,7	131.055,2	137.101,4	134.700,7	128.697,2	127.182,0
Acciones	11.602,1	13.806,8	11.600,7	14.196,3	12.619,2	11.600,7	8.137,3	8.177,5
Participaciones en fondos de inversión	17.255,9	17.322,8	18.720,4	18.719,4	19.667,5	18.720,4	17.772,2	17.670,3
Activos monetarios públicos	4.149,4	2.887,7	2.206,6	2.539,7	2.329,6	2.206,6	3.493,5	4.605,3
Otros valores de renta fija pública	10.088,7	9.891,6	8.708,7	9.715,2	9.488,6	8.708,7	6.608,3	6.544,2
Activos monetarios privados	26.850,7	28.483,2	37.486,9	30.711,7	35.565,7	37.486,9	35.309,7	36.217,3
Otra renta fija privada	18.835,6	23.105,3	24.251,5	24.879,8	24.363,4	24.251,5	23.039,2	22.723,4
Warrants y opciones nacionales	483,1	603,3	553,2	675,3	569,1	553,2	344,0	426,2
Adquisición temporal de activos	34.417,8	31.229,4	31.172,4	29.592,5	32.497,9	31.172,4	33.992,7	30.817,5
Cartera no cotizada	0,2	25,4	0,2	25,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Cartera exterior	131.590,0	132.647,4	105.409,8	134.540,7	118.593,5	105.409,8	90.313,5	86.803,6
Euros	118.871,5	118.664,1	94.205,2	120.459,4	106.110,8	94.205,2	82.742,5	79.042,8
Acciones	8.925,1	11.418,0	10.772,1	14.247,4	12.735,6	10.772,1	6.970,4	6.767,1
Participaciones en fondos de inversión	15.986,0	23.414,2	13.149,1	23.440,2	16.876,9	13.149,1	8.659,6	8.272,8
Renta fija	90.220,7	78.933,4	65.972,8	77.447,7	71.585,9	65.972,8	64.362,8	61.205,1
Warrants y opciones internacionales	3.739,7	4.898,7	4.311,2	5.324,0	4.912,4	4.311,2	2.749,7	2.797,7
Cartera no cotizada	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto	12.718,5	13.983,3	11.204,6	14.081,3	12.482,7	11.204,6	7.571,0	7.760,8
Acciones	7.019,5	7.343,0	5.964,0	7.705,1	6.893,3	5.964,0	3.972,9	4.083,9
Participaciones en fondos de inversión	4.395,6	5.491,5	4.477,8	5.343,0	4.774,1	4.477,8	3.097,6	3.172,3
Renta fija	1.204,8	1.011,7	631,1	888,4	675,9	631,1	413,5	411,1
Warrants y opciones internacionales	97,2	136,0	130,8	143,7	138,4	130,8	86,4	92,8
Cartera no cotizada	1,4	1,2	0,9	1,1	1,1	0,9	0,8	0,7
Saldo neto (Deudores - Acreedores)	-1.280,3	-58,8	444,5	25,7	342,5	444,5	393,9	336,2

1 No se incluyen los datos de los Fondos de inversión libre por no disponer de los mismos debido a estar regulados por distinta circular contable.

2 Datos provisionales para IIC de IIC de inversión libre.

3 Datos disponibles: abril 2008.

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

CUADRO 3.5

Millones de euros	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ¹
Patrimonio	27.610,0	30.152,7	31.481,5	32.791,7	32.360,1	31.481,5	29.055,9	29.359,8
Liquidez	728,9	802,2	1.182,2	1.004,7	1.021,6	1.182,2	1.457,3	1.602,5
Inversión en cartera	26.884,9	29.294,1	30.037,4	31.692,4	31.105,2	30.037,4	27.440,2	27.757,6
Cartera interior	13.851,1	15.553,8	17.075,3	15.905,8	16.841,4	17.075,3	17.080,2	17.064,6
Acciones	5.906,5	6.727,3	6.173,6	7.191,8	6.528,1	6.173,6	5.073,8	5.104,2
Participaciones en fondos de inversión	941,2	1.095,0	1.362,3	1.309,5	1.392,5	1.362,3	1.370,6	1.393,0
Activos monetarios públicos	128,1	463,4	382,8	418,1	434,3	382,8	386,6	327,7
Otros valores de renta fija pública	897,0	678,2	710,2	802,0	755,0	710,2	536,7	525,8
Activos monetarios privados	359,1	555,4	1.568,6	732,9	1.032,2	1.568,6	1.854,6	1.836,2
Otra renta fija privada	397,3	554,8	620,8	534,9	548,8	620,8	702,0	797,1
Warrants y opciones nacionales	15,3	19,7	22,1	23,0	25,2	22,1	19,5	22,2
Adquisición temporal de activos	5.206,2	5.459,1	6.234,1	4.892,7	6.121,4	6.234,1	7.132,6	7.053,9
Cartera no cotizada	0,3	0,8	0,8	0,8	4,0	0,8	3,7	4,7
Cartera exterior	13.033,8	13.740,3	12.962,2	15.786,6	14.263,8	12.962,2	10.360,0	10.693,0
Euros	9.178,6	9.847,7	9.413,7	11.635,6	10.295,1	9.413,7	7.768,0	8.016,5
Acciones	2.885,6	3.379,9	3.367,7	4.414,1	3.928,2	3.367,7	2.319,8	2.442,3
Participaciones en fondos de inversión	3.351,6	4.169,1	3.826,1	5.012,2	4.254,0	3.826,1	3.252,4	3.291,8
Renta fija	2.755,8	2.041,5	2.006,7	1.984,2	1.877,3	2.006,7	2.017,6	2.108,3
Warrants y opciones internacionales	185,7	257,2	213,1	225,1	235,7	213,1	178,3	174,1
Cartera no cotizada	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto	3.855,2	3.892,6	3.548,5	4.151,0	3.968,7	3.548,5	2.592,0	2.676,6
Acciones	2.173,9	2.104,7	1.752,2	2.086,3	1.923,8	1.752,2	1.304,0	1.345,9
Participaciones en fondos de inversión	1.403,7	1.517,7	1.600,6	1.852,7	1.816,5	1.600,6	1.139,2	1.183,8
Renta fija	270,0	234,8	183,2	199,7	219,5	183,2	138,9	138,4
Warrants y opciones internacionales	7,5	11,3	12,5	12,3	8,9	12,5	9,9	8,4
Cartera no cotizada	0,1	24,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Saldo neto (Deudores - Acreedores)	-3,8	56,4	261,8	94,7	233,3	261,8	158,5	-0,3

1 Datos disponibles: abril 2008.

Fondos de inversión de carácter financiero: Número, partícipes y patrimonio por tipo de fondo¹

CUADRO 3.6

NÚMERO DE FONDOS	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I
Total fondos de inversión	2.705	2.822	2.926	2.872	2.919	2.920	2.926	2.942
Renta fija ²	624	606	600	609	606	604	600	609
Renta fija mixta ³	217	212	204	207	211	203	204	203
Renta variable mixta ⁴	222	222	207	215	216	216	207	206
Renta variable nacional	116	118	123	118	118	121	123	123
Renta variable internacional ⁵	454	467	481	480	488	485	481	477
Garantizado renta fija	211	220	251	232	233	241	251	256
Garantizado renta variable	514	559	590	577	579	589	590	592
Fondos globales	347	418	470	434	457	461	470	476
IIC de IIC de inversión libre ⁶	-	2	31	2	22	30	31	38
IIC de inversión libre ⁶	-	5	21	6	9	17	21	25
PARTÍCIPE								
Total fondos de inversión	8.450.164	8.637.781	8.053.049	8.740.972	8.755.921	8.467.203	8.053.049	7.420.379
Renta fija ²	3.071.656	2.960.879	2.763.442	2.933.505	2.881.128	2.869.191	2.763.442	2.620.712
Renta fija mixta ³	492.988	524.827	493.786	551.786	539.799	511.811	493.786	434.935
Renta variable mixta ⁴	408.757	357.013	331.214	374.508	376.559	359.667	331.214	289.184
Renta variable nacional	365.301	317.386	288.210	341.396	363.017	343.208	288.210	219.842
Renta variable internacional ⁵	1.199.460	1.258.426	1.089.868	1.274.138	1.263.619	1.184.871	1.089.868	942.733
Garantizado renta fija	455.237	497.540	549.108	518.940	541.442	540.637	549.108	552.116
Garantizado renta variable	1.849.626	1.783.867	1.715.144	1.771.469	1.766.834	1.754.596	1.715.144	1.639.760
Fondos globales	607.139	937.843	822.277	975.230	1.023.523	903.222	822.277	721.097
IIC de IIC de inversión libre ⁶	-	2	3.950	26	1.456	3.142	3.950	5.488
IIC de inversión libre ⁶	-	21	1.127	108	183	251	1.127	1.335
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	262.200,9	270.406,3	255.040,9	273.412,8	276.600,4	269.907,0	255.040,9	234.043,9
Renta fija ²	123.890,7	116.511,9	113.234,1	116.963,0	116.344,7	118.489,4	113.234,1	116.544,0
Renta fija mixta ³	14.625,8	15.314,5	13.011,9	15.755,0	15.329,1	14.142,3	13.011,9	10.551,0
Renta variable mixta ⁴	10.005,6	10.149,2	8.848,0	10.090,7	10.289,1	9.753,4	8.848,0	6.811,6
Renta variable nacional	9.741,7	10.416,4	7.839,4	11.238,3	9.523,4	8.353,3	7.839,4	5.369,9
Renta variable internacional ⁵	20.925,1	24.799,6	22.698,4	25.759,1	29.428,3	26.453,8	22.698,4	14.962,8
Garantizado renta fija	13.442,0	14.484,8	17.674,4	15.179,1	15.810,4	16.291,2	17.674,4	19.253,8
Garantizado renta variable	45.839,8	44.796,6	42.042,1	43.998,9	44.140,0	43.365,6	42.042,1	38.521,4
Fondos globales	23.730,1	33.933,3	29.692,6	34.428,9	35.735,4	33.058,2	29.692,6	22.029,4
IIC de IIC de inversión libre ⁶	-	0,6	1.000,6	9,5	600,2	829,2	1.000,6	1.129,6
IIC de inversión libre ⁶	-	24,4	445,8	119,9	152,0	210,2	445,8	546,3

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

2 Incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, Renta fija internacional y Monetarios. Hasta diciembre de 2006 incluía FIAMM.

3 Incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional.

4 Incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional.

5 Incluye: Renta variable euro, Renta variable internacional Europa, Renta variable internacional Japón, Renta variable internacional EEUU, Renta variable internacional emergentes y Renta variable internacional otros.

6 Datos provisionales para IIC de IIC de inversión libre y para IIC de inversión libre

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

CUADRO 3.7

	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ¹
PARTÍCIPES	8.450.164	8.637.804	8.058.126	8.757.560	8.470.596	8.058.126	7.427.202	7.288.527
Personas físicas	8.202.638	8.389.315	7.818.701	8.499.831	8.219.220	7.818.701	7.206.815	7.073.382
Residentes	8.101.310	8.292.264	7.725.443	8.402.736	8.123.347	7.725.443	7.116.692	6.984.448
No residentes	101.328	97.051	93.258	97.095	95.873	93.258	90.123	88.934
Personas jurídicas	247.526	248.489	239.425	257.729	251.376	239.425	220.387	215.145
Entidades de crédito	1.634	1.609	2.276	1.721	1.715	2.276	1.130	1.166
Otros agentes residentes	244.223	244.980	235.298	254.123	247.752	235.298	217.441	212.203
Entidades no residentes	1.669	1.900	1.851	1.885	1.909	1.851	1.816	1.776
PATRIMONIO (millones de euros)	262.200,9	270.431,3	256.487,3	277.352,6	270.946,4	256.487,3	235.719,8	232.237,7
Personas físicas	193.948,6	201.411,0	190.980,6	204.173,3	200.464,5	190.980,6	175.579,4	173.088,5
Residentes	190.753,2	198.330,5	188.210,0	201.266,3	197.507,1	188.210,0	173.073,0	170.600,5
No residentes	3.195,4	3.080,5	2.770,6	3.086,8	2.957,4	2.770,6	2.506,4	2.487,9
Personas jurídicas	68.252,3	69.020,3	65.506,7	72.579,1	70.481,9	65.506,7	60.140,4	59.149,2
Entidades de crédito	4.253,2	5.318,0	5.920,9	5.422,3	5.116,4	5.920,9	3.700,6	3.830,0
Otros agentes residentes	62.749,8	61.646,6	57.670,6	65.248,3	63.190,9	57.670,6	54.904,4	53.765,0
Entidades no residentes	1.249,4	2.055,7	1.915,2	2.328,8	2.174,7	1.915,2	1.535,4	1.554,2

¹ Datos disponibles: abril 2008.

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

CUADRO 3.8

Millones de euros	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión ²	169.807,0	194.787,4	180.943,6	52.761,5	44.063,4	42.610,5	41.508,2	47.016,2
Renta fija	108.566,1	118.705,9	116.323,9	31.678,8	27.498,6	30.580,5	26.566,0	37.510,5
Renta fija mixta	6.677,3	8.476,6	5.859,4	2.322,7	1.439,3	1.141,7	955,7	620,2
Renta variable mixta	2.065,2	2.783,6	2.749,8	908,8	753,2	635,6	452,2	278,9
Renta variable nacional	5.588,5	5.590,4	4.402,4	1.984,6	991,9	482,5	943,4	414,5
Renta variable internacional	14.006,2	17.662,3	16.631,5	5.518,9	4.925,4	3.215,9	2.971,3	1.867,3
Garantizado renta fija	6.923,9	6.126,2	9.161,3	2.073,6	1.915,3	2.191,3	2.981,1	3.286,2
Garantizado renta variable	13.520,7	8.914,1	8.070,6	1.800,2	1.858,3	1.316,4	3.095,7	1.089,4
Fondos globales	12.459,2	26.528,3	17.744,2	6.474,0	4.681,2	3.046,3	3.542,7	1.949,1
Fondos de fondos de inversión libre	-	0,6	1.071,2	8,9	614,0	232,8	215,5	200,1
Fondos de inversión libre	-	24,4	380,8	47,0	28,6	62,2	243,0	164,1
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión ³	155.304,2	198.600,1	202.827,4	52.566,6	45.164,4	48.647,5	56.448,9	62.032,7
Renta fija	107.150,9	127.469,1	122.178,3	32.087,4	28.502,6	28.982,4	32.605,9	35.049,1
Renta fija mixta	4.339,6	7.048,4	7.809,6	1.967,4	1.664,7	2.049,5	2.128,0	2.861,9
Renta variable mixta	2.602,5	3.644,7	4.023,0	1.023,0	893,9	999,2	1.106,9	1.675,7
Renta variable nacional	5.323,3	7.824,6	6.723,3	1.750,2	1.861,3	1.429,0	1.682,8	1.979,7
Renta variable internacional	11.390,2	16.490,9	20.073,1	4.986,4	4.010,5	5.242,4	5.833,8	6.456,5
Garantizado renta fija	7.014,0	5.029,3	6.430,6	1.452,0	1.369,5	1.897,1	1.712,0	2.085,8
Garantizado renta variable	8.931,6	11.830,1	11.602,6	2.785,1	2.238,1	2.142,1	4.437,3	3.647,6
Fondos globales	8.552,1	19.263,1	23.986,6	6.515,1	4.623,8	5.905,5	6.942,2	8.276,4
Fondos de fondos de inversión libre	-	0,0	65,9	0,0	1,6	11,1	53,2	98,7
Fondos de inversión libre	-	0,1	2,6	0,0	0,1	0,45	2,1	50,9

¹ Datos estimados.

² El importe de las suscripciones de los fondos de inversión en fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en el primer trimestre del 2008, del orden de 5.300 millones de euros.

³ El importe de los reembolsos de los fondos de inversión en fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en el primer trimestre del 2008, del orden de 5.800 millones de euros.

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	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	14.444,3	-4.524,5	-21.877,7	222,7	-1.114,8	-5.995,1	-14.990,5	-14.950,1
Renta fija	1.445,5	-9.423,4	-5.852,4	-415,0	-1.009,7	1.601,6	-6.029,3	2.480,0
Renta fija mixta	2.349,6	1.539,2	-1.942,0	355,9	-224,7	-909,6	-1.163,6	-2.238,2
Renta variable mixta	-546,5	-854,7	-1.277,0	-112,4	-141,0	-367,8	-655,8	-1.391,2
Renta variable nacional	276,0	-2.219,4	-2.314,4	242,4	-871,0	-940,2	-745,6	-1.561,2
Renta variable internacional	2.652,4	1.133,8	-3.342,6	553,5	928,6	-2.007,2	-2.817,5	-4.553,7
Garantizado renta fija	-354,4	1.018,9	2.714,6	621,7	623,8	294,6	1.174,5	1.190,9
Garantizado renta variable	4.693,6	-3.021,1	-3.604,9	-982,8	-479,7	-802,2	-1.340,2	-2.564,4
Fondos globales	3.928,2	7.302,1	-6.258,9	-40,6	58,9	-2.864,3	-3.412,9	-6.312,3
Fondos de fondos de inversión libre	-	0,6	1.005,5	8,9	612,4	221,7	162,6	107,9
Fondos de inversión libre	-	24,3	164,7	47,0	28,5	61,8	241,0	113,3
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	11.670,2	12.733,7	6.517,0	2.784,2	4.303,9	-696,7	125,6	-6.045,6
Renta fija	1.837,6	2.260,2	3.073,5	831,1	747,3	723,6	771,5	599,0
Renta fija mixta	620,3	606,6	271,8	140,9	145,9	-30,6	15,6	-287,1
Renta variable mixta	1.053,4	984,2	261,5	163,0	258,2	-120,3	-39,4	-645,2
Renta variable nacional	1.623,7	2.882,9	768,3	579,5	203,5	-229,8	215,1	-908,3
Renta variable internacional	3.507,1	2.736,1	251,5	420,5	1.678,4	-942,1	-905,3	-3.191,1
Garantizado renta fija	222,8	112,3	334,7	87,2	40,7	164,0	42,8	188,7
Garantizado renta variable	1.635,5	1.995,2	1.105,8	242,0	694,2	25,0	144,6	-1.075,9
Fondos globales	1.169,8	1.156,2	450,2	320,0	535,8	-286,3	-119,4	-725,7
Fondos de fondos de inversión libre	-	0,0	-9,6	0,0	2,3	-16,7	4,8	5,5
Fondos de inversión libre	-	0,1	0,2	0,8	3,6	-3,9	-5,3	-12,4

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

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario ¹	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	5,87	5,73	3,45	1,31	1,87	0,02	0,32	-2,24
Renta fija	2,31	2,51	3,32	0,89	0,84	0,79	0,85	0,68
Renta fija mixta	6,18	5,30	2,98	1,22	1,27	0,11	0,44	-2,17
Renta variable mixta	12,96	11,31	4,25	2,03	2,94	-0,78	-0,01	-8,18
Renta variable nacional	20,10	30,10	9,14	5,77	2,54	-2,13	3,01	-15,02
Renta variable internacional	22,82	13,82	2,78	2,09	6,42	-2,95	-3,19	-18,34
Garantizado renta fija	2,45	1,67	3,25	0,78	0,46	1,22	1,02	1,16
Garantizado renta variable	5,26	5,86	3,65	0,91	1,95	0,44	0,47	-2,32
Fondos globales	7,41	4,84	2,57	1,28	1,88	-0,52	-0,07	-2,64
Fondos de fondos de inversión libre	-	ns	-1,36	-0,31	0,96	-1,83	1,04	0,38
Fondos de inversión libre	-	ns	0,57	1,47	4,50	-1,64	-0,69	-2,38
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	1,07	1,04	1,00	0,26	0,27	0,25	0,24	0,23
Renta fija	0,73	0,63	0,61	0,16	0,16	0,15	0,15	0,15
Renta fija mixta	1,24	1,21	1,13	0,29	0,30	0,29	0,29	0,29
Renta variable mixta	1,69	1,63	1,54	0,40	0,40	0,39	0,39	0,38
Renta variable nacional	1,77	1,83	1,59	0,45	0,44	0,41	0,42	0,42
Renta variable internacional	1,80	1,78	1,70	0,43	0,48	0,41	0,41	0,42
Garantizado renta fija	0,77	0,75	0,62	0,17	0,17	0,17	0,16	0,14
Garantizado renta variable	1,38	1,34	1,30	0,33	0,33	0,34	0,34	0,34
Fondos globales	1,41	1,26	1,16	0,32	0,35	0,25	0,26	0,28
Fondos de fondos de inversión libre	-	ns	1,15	0,37	0,29	0,42	0,43	0,47
Fondos de inversión libre	-	ns	1,39	0,40	0,99	0,09	0,67	0,56
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO²								
Total fondos de inversión	0,10	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,09	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,11	0,10	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,11	0,11	0,10	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable nacional	0,11	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable internacional	0,11	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,09	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,11	0,11	0,10	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Fondos globales	0,09	0,10	0,10	0,03	0,03	0,03	0,03	0,02
Fondos de fondos de inversión libre	-	ns	0,06	0,04	0,01	0,02	0,02	0,02
Fondos de inversión libre	-	ns	0,33	0,04	0,52	0,05	0,05	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 %	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I
Total fondos de inversión	5,00	5,59	2,73	1,11	1,65	-0,15	0,10	-1,96
Renta fija	1,53	1,95	2,71	0,72	0,65	0,63	0,68	0,54
Renta fija mixta	5,00	4,18	1,93	0,94	0,96	-0,16	0,18	-2,32
Renta variable mixta	11,85	10,34	2,69	1,71	2,57	-1,17	-0,40	-7,56
Renta variable nacional	20,60	33,25	8,02	5,78	2,07	-2,42	2,53	-12,01
Renta variable internacional	24,18	14,98	2,13	2,12	6,38	-2,80	-3,28	-15,06
Garantizado renta fija	1,66	0,83	2,78	0,59	0,29	1,03	0,84	1,02
Garantizado renta variable	3,95	4,66	2,44	0,56	1,62	0,13	0,12	-2,56
Fondos globales	6,16	4,01	1,47	0,99	1,57	-0,70	-0,38	-2,56
Fondos de fondos de inversión libre	-	ns	-0,43	-0,55	1,08	-2,14	1,22	-2,31
Fondos de inversión libre	-	ns	0,84	1,26	3,18	-2,20	-1,31	-1,95

ns: Dato no significativo.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 3.12

	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ¹
NÚMERO DE CARTERAS								
Fondos de inversión	2.723	2.850	2.954	2.921	2.947	2.954	2.956	2.966
Sociedades de inversión	2.989	3.049	3.181	3.112	3.143	3.181	3.217	3.228
IIC de IIC de inversión libre	-	2	31	22	30	31	38	39
IIC de inversión libre	-	5	21	9	17	21	25	25
Fondos de inversión inmobiliaria	7	9	9	9	10	9	9	9
Sociedades de inversión inmobiliaria	6	8	9	8	9	9	8	8
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	262.200,9	270.406,3	255.040,9	276.600,4	269.907,1	255.040,9	234.043,9	230.498,1
Sociedades de inversión	25.486,0	28.992,7	30.300,0	31.523,9	31.125,9	30.300,0	27.984,8	28.256,8
IIC de IIC de inversión libre	-	0,6	1.000,6	600,2	829,2	1.000,6	1.129,6	1.186,4
IIC de inversión libre	-	24,4	445,8	152,0	210,2	445,8	546,3	553,1
Fondos de inversión inmobiliaria	6.476,9	8.595,9	8.608,5	8.929,4	8.905,3	8.608,5	8.563,8	8.586,6
Sociedades de inversión inmobiliaria	213,9	456,1	512,9	487,4	504,3	512,9	349,0	351,0

1 Datos disponibles: abril 2008.

IIC extranjeras comercializadas en España

CUADRO 3.13

	2005	2006	2007	2007				2008
				I	II	III	IV	I
VOLUMEN DE INVERSIÓN¹ (millones de euros)	33.614,7	44.102,9	37.092,7	45.113,8	50.141,4	44.847,4	37.092,7	30.184,5
Fondos	8.267,2	12.099,3	7.010,3	12.464,3	14.211,5	10.530,7	7.010,3	5.004,9
Sociedades	25.347,4	32.003,5	30.082,4	32.649,6	35.929,9	34.316,7	30.082,4	25.179,6
Nº DE INVERSORES	560.555	779.165	850.931	782.020	825.771	834.914	850.931	729.321
Fondos	104.089	144.139	142.782	158.900	176.884	158.925	142.782	137.933
Sociedades	456.466	635.026	708.149	623.120	648.887	675.989	708.149	591.388
Nº DE INSTITUCIONES	260	340	440	354	362	397	440	465
Fondos	115	164	225	169	171	197	225	241
Sociedades	145	176	215	185	191	200	215	224
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	161	189	229	190	196	210	229	241
Francia	47	83	122	90	92	105	122	127
Irlanda	35	46	52	48	48	50	52	59
Alemania	11	12	15	12	12	15	15	15
Reino Unido	5	6	12	9	9	11	12	13
Holanda	1	1	1	1	1	1	1	1
Austria	-	1	5	1	1	1	5	5
Bélgica	-	1	3	2	2	3	3	3
Malta	-	1	1	1	1	1	1	1

¹ Volumen de inversión: Importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del período, por su valor en euros en dicha fecha.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 3.14

	2005	2006	2007	2007			2008	
				II	III	IV	I	II ¹
FONDOS								
Número	7	9	9	9	10	9	9	9
Partícipes	118.857	150.304	145.510	153.630	151.916	145.510	144.197	144.083
Patrimonio (millones de euros)	6.476,9	8.595,9	8.608,5	8.929,4	8.905,3	8.608,5	8.563,8	8.586,6
Rentabilidad (%)	5,35	6,12	1,27	1,10	1,53	1,27	1,16	0,37
SOCIEDADES								
Número	6	8	9	8	9	9	8	8
Accionistas	256	749	843	769	661	843	839	839
Patrimonio (millones de euros)	213,9	456,1	512,9	487,4	504,3	512,9	349,0	351,0

¹ Datos disponibles: abril 2008. En este caso, la rentabilidad es mensual.

V Anexo legislativo (*)

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

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

- **Circular 2/2008**, de 26 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica parcialmente la Circular 4/1994, de 14 de diciembre, sobre normas contables, obligaciones de información, determinación del valor liquidativo y coeficientes de inversión y operativos y actuaciones en las tasaciones de inmuebles de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria.

Actualmente la CNMV solicita determinada información contenida en los informes de tasación a través de un nuevo Sistema CIFRADO/CNMV eliminando con ello la remisión de los certificados de tasación en soporte papel. Esta información debe ser cumplimentada por la sociedad tasadora y enviada a la CNMV con doble firma: de la tasadora y de la sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva o las sociedades de inversión. Ajustándose a este cambio, la presente Circular especifica la información que debe ser incorporada en los informes de tasación por ambos tipos de sociedades. Por una parte, modifica las normas relativas a la información sobre tasaciones, forma y plazo de envío a la CNMV, y a la información específica elaborada por las sociedades tasadoras a incluir en dichos informes. Y, por otra parte, añade cuatro normas sobre información adicional a remitir, el calendario de tasaciones o la relativa a informes de tasación condicionados.

- **ORDEN EHA/888/2008**, de 27 de marzo, sobre operaciones de las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero con instrumentos financieros derivados y por la que se aclaran determinados conceptos del Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

La orden se divide en dos ramas. Primero, flexibiliza el marco de actuación de las IIC con instrumentos derivados. En concreto, aclara qué instrumentos derivados son aptos y la finalidad para la que pueden ser utilizados. Asimismo, introduce requisitos adicionales para aquellos instrumentos con determinados activos subyacentes o no negociados en mercados organizados. Adicionalmente, exige la aclaración de cómo se computan los límites contenidos en el reglamento sobre el riesgo de mercado y el de contraparte y de cómo se realiza la valoración. Incluye además las obligaciones de control interno exigibles para operar con estos instrumentos, así como la información que ha de darse a la CNMV y a partícipes y accionistas sobre las operaciones realizadas.

En segundo lugar, la orden incorpora a nuestro ordenamiento jurídico la Directiva 2007/16/CE de la Comisión, de 19 de marzo de 2007, que establece disposiciones de aplicación de la Directiva 85/611/CEE del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), aclarando determinadas definiciones y detallando aquellos activos que han de ser considerados aptos.

