



BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre III
2007



BOLETÍN DE LA CNMV

Trimestre III

2007

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

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

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

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

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

ISSN: 1887-7044

Depósito Legal:

Índice

I Informes y análisis	9
Informe de coyuntura de mercados	11
Agencias reguladoras financieras independientes Gonzalo Gil	37
El proceso de consolidación de los mercados de valores internacionales Nuria Baena Tovar	63
Cambios en los mercados financieros y su reflejo en España Montserrat Martínez Parera y Víctor Rodríguez Quejido	83
II Estudios	99
El blindaje en la Bolsa española. 1996-2005 Domingo Javier Santana Martín e Inmaculada Aguiar Díaz	101
Regulación de las opas y rentabilidad para el accionista minoritario en las ofertas sobre empresas españolas Carlos L. Aparicio Roqueiro	121
III Informes internacionales	139
Efectos de la transparencia en el mercado de bonos: el debate europeo Federico Olea Martín	141
Supervisión financiera transfronteriza e intersectorial: The Joint Forum José Manuel Portero Bujalance	157
IV Novedades regulatorias	169
El análisis financiero y las normas de conducta: el recorrido regulatorio hasta la MiFID Ester Martínez Cuesta	171
Los requisitos organizativos de las empresas que prestan servicios de inversión en la MiFID Antonio Moreno Espejo	199
V Anexo estadístico	219
VI Anexo legislativo	237

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>
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
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
ESI	Empresas de Servicios de Inversión
ETF	Fondos cotizados / <i>Exchange Traded Funds</i>
EVCA	<i>European Private Equity & Venture Capital Association</i>
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria
IAGC	Informe Anual de Gobierno Corporativo
IGBM	Índice General de la Bolsa de Madrid
IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores / <i>International Organization of Securities Commissions</i>
LATIBEX	Mercado de valores latinoamericanos
LMV	Ley del mercado de valores
LSA	Ley Sociedades Anónimas
MAB	Mercado alternativo bursátil
MC	Mercado Continuo
MEFF	Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros
MiFID	Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros / <i>Markets in Financial Instruments Directive</i>
OICVM/UCITS	Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios / <i>Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities</i>
OPS	Ofertas Públicas de Suscripción
OPV	Ofertas Públicas de Venta de valores
PER	Ratio Precio Beneficios / <i>Price Earnings Ratio</i>
PIB	Producto Interior Bruto
PYME	Pequeña y Mediana Empresa
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios / <i>Return On Equity</i>
SGC	Sociedades Gestoras de Carteras
SGIIC	Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedades de inversión de carácter financiero
UE	Unión Europea

I Informes y análisis

Informe de coyuntura de mercados (*)

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

1 Panorámica general

La crisis de liquidez desatada en Estados Unidos por los problemas financieros derivados de la concesión de hipotecas de alto riesgo ha tenido importantes repercusiones en los mercados de valores internacionales en el tercer trimestre de 2007. El aumento del riesgo de liquidez en el mercado interbancario incrementó significativamente los tipos de interés a corto plazo. Las autoridades monetarias de Estados Unidos y de la zona euro intervinieron en estos mercados con inyecciones extraordinarias de liquidez. Además, la Reserva Federal bajó los tipos de interés oficiales aunque emitió mensajes descartando la posibilidad de un rescate generalizado de las entidades con problemas. Por su parte, el Banco Central Europeo mantuvo los tipos en sus reuniones de agosto y septiembre. Los bancos centrales reiteraron que sus decisiones se justificarían en todo caso por las condiciones de la economía y las perspectivas de inflación.

Esta situación provocó desconfianza y nerviosismo en los mercados financieros durante buena parte de agosto y septiembre. La incertidumbre sobre las repercusiones económicas y financieras de la crisis desatada provocó una caída importante de los índices bursátiles hasta que el 18 de septiembre el descenso de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos devolvió cierta tranquilidad a los mercados e hizo subir los índices de forma intensa. Las principales bolsas europeas tuvieron pérdidas en el tercer trimestre¹, del 4% en media, mientras que las bolsas de Estados Unidos registraron ganancias reducidas, en torno al 2%. La volatilidad de las bolsas aumentó significativamente, aunque no se llegaron a alcanzar los niveles medios registrados en el periodo 1999-2003.

Los tipos de interés a largo plazo descendieron significativamente aunque no llegaron a corregir totalmente las fuertes subidas registradas en el trimestre anterior. Las primas por riesgo crediticio, que habían descendido en los dos primeros trimestres de 2007, aumentaron fuertemente y se situaron en niveles históricos elevados tanto en Estados Unidos como en la zona euro (véase cuadro 1).

Los principales índices del mercado bursátil español descendieron en torno al 3%. Ello redujo las ganancias acumuladas en los tres primeros trimestres de 2007 hasta niveles del 2%. Las pérdidas se concentraron en el sector bancario, por la desconfianza generada generalizada, y en el sector de la construcción, por la desaceleración esperada en la demanda de viviendas. El sector de empresas inmobiliarias continuó corrigiendo las elevadas revalorizaciones acumuladas en los dos últimos años, aunque las caídas fueron más moderadas que en el trimestre anterior. El sector de “tecnología y telecomunicaciones” fue el único que tuvo ganancias en el trimestre, gracias al aumento de la cotización de Telefónica. Los beneficios de las empresas que integran el índice general de la bolsa de Madrid (IGBM) siguieron creciendo a buen ritmo en el primer semestre de 2007, un 26,9% sobre el mismo periodo del año anterior.

¹ Los datos disponibles a la fecha de elaboración del informe abarcan hasta el 20 de septiembre. Por tanto, siempre que se cite el tercer trimestre corresponderá al periodo comprendido entre el 29 de junio y el 20 de septiembre.

Síntesis de indicadores financieros

CUADRO 1

	dic-2006	I 07	II 07	III* 07
Tipos de interés a corto plazo (%)¹				
Tipo de interés oficial	3,50	3,75	4,00	4,00
Euribor 3 meses	3,69	3,89	4,15	4,73
Euribor 12 meses	3,93	4,11	4,51	4,73
Tipos de cambio²				
Dólar / euro	1,32	1,33	1,35	1,40
Yen / euro	156,93	157,32	166,63	161,43
Primas de riesgo crediticio: diferencial BBB-AAA (puntos básicos)³				
Zona euro				
3 años	37	32	28	46
5 años	53	45	43	72
10 años	84	71	62	98
EEUU				
3 años	54	70	65	90
5 años	68	80	70	99
10 años	96	98	90	142
Mercados de renta variable				
Rentabilidad de los principales índices bursátiles internacionales (%)⁴				
Euro Stoxx 50	15,1	1,5	7,4	-2,8
Dow Jones	16,3	-0,9	8,5	2,7
Nikkei	6,9	0,4	4,9	-9,5
Rentabilidad de otros índices (%)				
Merval (Argentina)	35,5	0,6	4,2	-4,1
Bovespa (Brasil)	32,9	3,0	18,7	4,6
Shanghai Comp (China)	130,4	19,0	20,0	43,2
BSE (India)	41,0	-5,7	15,5	11,5
Mercado bursátil español				
Rentabilidad del Ibex 35 (%)	31,8	3,5	1,7	-3,1
PER del Ibex 35 ⁵	14,3	14,0	13,91	12,54
Volatilidad del Ibex 35 (%) ⁶	13,1	14,6	17,2	35,7
Contratación en el SIBE ⁷	4.513,3	6.497,8	7.091,4	5.842,7

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

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

nd: datos no disponibles.

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

2 Datos a final de periodo. Los datos del tercer trimestre de 2007 corresponden al 20 de septiembre.

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

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

5 Ratio precio – beneficios (*price earning ratio*). Los datos del tercer trimestre de 2007 son del 20 de septiembre.6 Volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento a final del periodo. El dato del tercer trimestre de 2007 corresponde al 20 de septiembre.

7 Promedio diario, en millones de euros. Los datos del tercer trimestre de 2007 corresponden a julio y agosto.

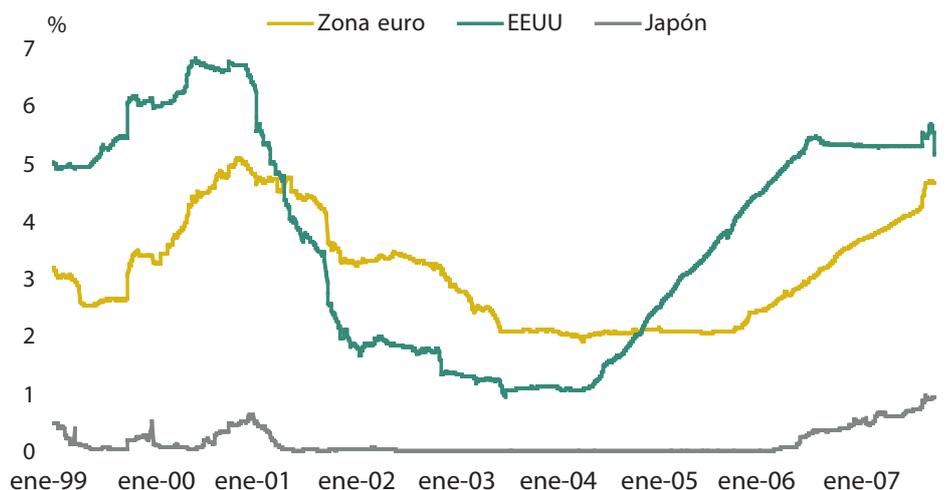
2 Entorno financiero exterior

2.1 Tipos de interés a corto plazo

La crisis de liquidez generada por la desconfianza sobre las repercusiones de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos provocó un tensionamiento en los plazos más cortos de los mercados monetarios de Estados Unidos y la zona euro (véase gráfico 1) y un cambio en las expectativas sobre los tipos de interés oficiales.

Tipos de interés a tres meses¹

GRÁFICO 1



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

En la zona euro los tipos a tres y seis meses tuvieron subidas significativas, de 50-55 puntos básicos, respecto a junio. El Euribor a 12 meses se incrementó en 25 puntos básicos, hasta el 4,73% (véase cuadro 2). En Estados Unidos los tipos de interés a tres meses se incrementaron en 20 puntos básicos respecto a junio, si bien en el plazo de doce meses se produjo un descenso de 30 puntos básicos, por el ajuste de las expectativas sobre los tipos de interés oficiales.

Las autoridades monetarias reaccionaron ante las turbulencias desatadas en los mercados monetarios con dos tipos de actuaciones. Por un lado, con continuadas inyecciones extraordinarias de liquidez en los mercados interbancarios y, por otro, con modificaciones en la actuación prevista sobre los tipos de interés oficiales.

La primera decisión sobre los tipos de interés oficiales fue adoptada por la Reserva Federal el 17 de agosto que, en una reunión extraordinaria, decidió rebajar 50 puntos básicos el tipo de descuento, hasta el 5,75%. En este contexto se produjo un nuevo ajuste a la baja de las expectativas sobre los tipos de interés oficiales (véase cuadro 3).

Tipos de interés a corto plazo ¹

CUADRO 2

	dic-04	dic-05	dic-06	sep-06	dic-06	mar-06	jun-07	sep-07 ²
Zona euro								
Oficial ³	2,00	2,25	3,50	3,00	3,50	3,75	4,00	4,00
3 meses	2,17	2,47	3,69	3,34	3,69	3,89	4,15	4,73
6 meses	2,21	2,60	3,79	3,53	3,79	4,00	4,28	4,74
12 meses	2,30	2,79	3,93	3,72	3,93	4,11	4,51	4,73
EEUU								
Oficial ⁴	2,25	4,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	4,75
3 meses	2,50	4,49	5,36	5,38	5,36	5,35	5,36	5,58
6 meses	2,72	4,67	5,35	5,41	5,35	5,32	5,39	5,44
12 meses	3,02	4,84	5,24	5,38	5,24	5,20	5,45	5,14
Japón								
Oficial ⁵	0,15	0,15	0,25	0,25	0,25	0,50	0,50	0,50
3 meses	0,05	0,07	0,56	0,42	0,56	0,70	0,74	0,98
6 meses	0,07	0,08	0,63	0,48	0,63	0,72	0,84	1,08
12 meses	0,09	0,12	0,74	0,60	0,74	0,78	0,98	1,15

Fuente: Thomson Datastream.

¹ Promedio de datos diarios, excepto los tipos oficiales que corresponden al último día del periodo.² El dato corresponde al promedio desde el 20 de agosto al 20 de septiembre.³ Tipo mínimo de puja de la subasta semanal.⁴ Tipo de los fondos federales.⁵ Tipo de la política monetaria.

El mercado pasó a apostar en septiembre por un descenso de al menos un punto porcentual en los siguientes nueve meses, es decir, hasta el 4,25%. Parte de estas expectativas fueron confirmadas por la Reserva Federal el 18 de septiembre, con la decisión de rebajar 50 puntos básicos el tipo de los fondos federales que se situó en el 4,75%.

Por su parte, el Banco Central Europeo, que mantenía abierta la posibilidad de continuar subiendo los tipos de interés oficiales, optó en la reunión del 6 de septiembre por un mantenimiento del tipo mínimo de puja de la subasta semanal en el 4% para recabar información adicional que le permitiese evaluar el impacto de la crisis. Esto produjo un ajuste a la baja de las expectativas de subida de los tipos de interés oficiales que se habían incrementado en el segundo trimestre: en lugar de una subida hasta niveles del 4,5% el mercado pasó a apostar por un mantenimiento de los tipos.

El tensionamiento de los tipos de interés del mercado monetario también afectó a Japón. Las subidas fueron de unos 20-25 puntos básicos en todos los plazos. Los tipos de interés oficiales se mantienen en el 0,5% desde febrero de 2006, si bien el banco central parece dispuesto a subir los tipos de interés hasta el 0,75% apoyándose en la favorable evolución de algunos indicadores de crecimiento como la producción industrial.

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

CUADRO 3

(%)	dic-04	dic-05	dic-06	sep-06	dic-06	mar-07	jun-07	sep-07 ²
Zona Euro								
Contado	2,16	2,49	3,73	3,42	3,73	3,92	4,18	4,73
FRA 3x6	2,23	2,74	3,94	3,69	3,94	4,13	4,40	4,45
FRA 6x9	2,36	2,91	4,07	3,78	4,07	4,21	4,59	4,31
FRA 9x12	2,49	3,00	4,13	3,81	4,13	4,25	4,69	4,30
FRA 12x15	2,64	3,07	4,13	3,79	4,13	4,23	4,76	4,33
EEUU								
Contado	2,56	4,54	5,36	5,37	5,36	5,35	5,36	5,21
FRA 3x6	2,95	4,81	5,31	5,30	5,31	5,25	5,33	4,68
FRA 6x9	3,22	4,84	5,21	5,15	5,21	5,06	5,30	4,42
FRA 9x12	3,41	4,81	5,06	4,99	5,06	4,87	5,25	4,35
FRA 12x15	3,57	4,76	4,94	4,85	4,94	4,74	5,23	4,34

Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos a final de período.

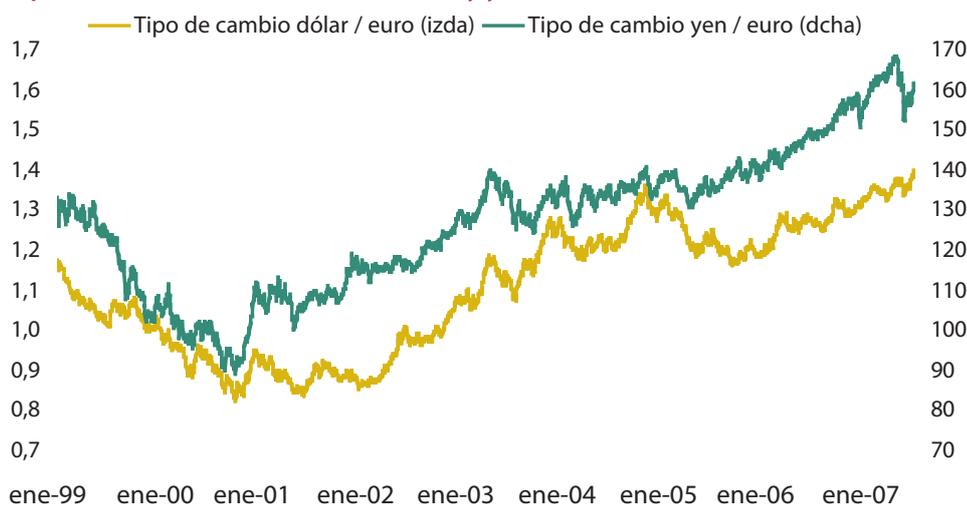
² El dato corresponde al 20 de septiembre.

2.2 Tipos de cambio

El dólar siguió depreciándose frente al euro en el tercer trimestre de 2007 (véase gráfico 2). En este caso, la pérdida de valor se debió principalmente al efecto que sobre el crecimiento de la economía norteamericana tendrán las turbulencias financieras desatadas por la crisis de las hipotecas de alto riesgo. El tipo de cambio se situó en 1,403 dólar/euro el 20 de septiembre, lo que supone una depreciación acumulada en 2007 del 6,5%. Desde julio de 2001, fecha en que comenzó a depreciarse frente al euro, la depreciación es ya del 67,3%.

Tipo de cambio del euro frente al dólar y yen¹

GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 20 de septiembre.

La cotización del yen frente al euro se vio favorecida por los cambios en las expectativas sobre los tipos de interés oficiales en la zona euro. La corrección de las expectativas de subida de tipos en la zona euro y la posibilidad de que se

produzcan subidas en los tipos de interés oficiales de Japón hicieron que el yen frenara su depreciación frente al euro y pasara a apreciarse un 3,1% en el tercer trimestre de 2007, con lo que se situó su tipo de cambio el 20 de septiembre en 161,4 yenes/euro. La depreciación acumulada del yen frente al euro desde julio de 2001 se redujo algo, aunque siguió siendo significativa, el 52,8%.

2.3 Tipos de interés a largo plazo

Las rentabilidades de los títulos de deuda pública de Estados Unidos y de la zona euro descendieron significativamente en el tercer trimestre de 2007, después de un segundo trimestre caracterizado por fuertes subidas (véase cuadro 4). Esta evolución se explica porque los mercados de deuda recogieron la posibilidad de que el crecimiento económico a medio plazo se viera dañado por la crisis financiera desatada por las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos. Además, ante las caídas de los mercados de renta variable, los títulos de renta fija pública podrían haber estado actuando como inversión alternativa de menor riesgo.

Los mayores descensos de las rentabilidades se produjeron en Estados Unidos, con una caída de 80-90 puntos básicos en los plazos de tres y cinco años, y de 60 puntos básicos en el plazo de diez años. Los niveles de rentabilidad alcanzados fueron ciertamente reducidos, ya que no se registraban desde mediados de 2005.

Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo ¹

CUADRO 4

	dic-04	dic-05	dic-06	sep-06	dic-06	mar-07	jun-07	sep-07 ²
Zona euro								
3 años	2,51	2,86	3,75	3,60	3,75	3,92	4,49	4,08
5 años	2,92	3,06	3,77	3,63	3,77	3,90	4,52	4,08
10 años	3,65	3,37	3,80	3,76	3,80	3,95	4,57	4,22
EEUU								
3 años	3,20	4,39	4,59	4,69	4,59	4,51	4,99	4,09
5 años	3,60	4,39	4,54	4,67	4,54	4,48	5,02	4,22
10 años	4,23	4,46	4,57	4,72	4,57	4,56	5,09	4,52
Japón								
3 años	0,24	0,46	0,93	0,81	0,93	0,90	1,19	0,92
5 años	0,57	0,86	1,22	1,15	1,22	1,18	1,51	1,16
10 años	1,40	1,53	1,64	1,66	1,64	1,62	1,88	1,58

Fuente: Reuters.

¹ Promedio mensual de datos diarios.

² El dato corresponde al promedio desde el 20 de agosto al 20 de septiembre.

En la zona euro, las rentabilidades de la deuda pública tuvieron descensos más moderados, de 35-45 puntos básicos en todos los plazos y no llegaron a anular las fuertes subidas registradas en el segundo trimestre. Como consecuencia, el diferencial de tipos de interés a largo plazo entre Estados Unidos y la zona euro se redujo en 20 puntos básicos, hasta los 30 puntos básicos.

Las compras de títulos de deuda pública se extendieron a Japón aunque en menor medida que en Estados Unidos y la zona euro. El descenso de las rentabilidades en el tercer trimestre fue de 30-35 puntos básicos en todos los plazos, lo que anuló las subidas registradas en el segundo trimestre.

Otra de las repercusiones que ha tenido la crisis de las hipotecas de alto riesgo ha sido el aumento de las primas de riesgo crediticio. Éstas venían reduciéndose desde mediados de 2006 tanto en Estados Unidos como en la zona euro (véase gráfico 3 y cuadro 5). Tras las importantes subidas registradas en los últimos días, se han situado en algunos casos en niveles máximos desde finales de 2003. Éste es el caso del diferencial de rentabilidades BBB-AAA de largo plazo en Estados Unidos que aumentó 50 puntos básicos y se situó en 140 puntos básicos. En la zona euro, el incremento de las primas de riesgo crediticio fue más moderado que en Estados Unidos, si bien el nivel alcanzado por el diferencial de largo plazo también se situó en niveles ciertamente elevados, en torno a 100 puntos básicos.

Primas de riesgo crediticio: diferencial BBB-AAA ¹

CUADRO 5

Puntos básicos	dic-04	dic-05	dic-06	sep-06	dic-06	mar-07	jun-07	sep-07 ²
Zona euro								
3 años	49	43	37	41	37	32	28	46
5 años	61	53	53	56	53	45	43	72
10 años	68	77	84	89	84	71	62	98
EEUU								
3 años	63	37	54	54	54	70	65	90
5 años	71	63	68	71	68	80	70	99
10 años	81	108	96	103	96	98	90	142

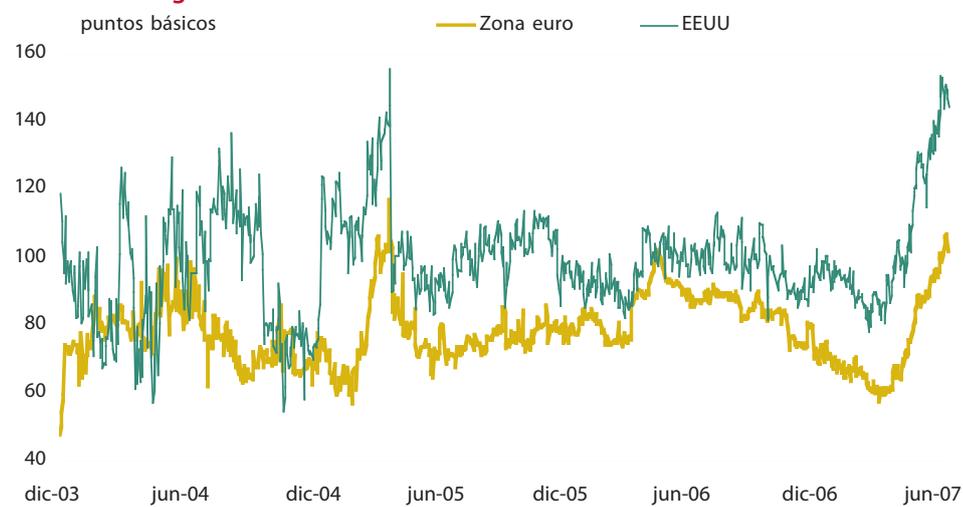
Fuente: Reuters.

¹ Promedio mensual de datos diarios.

² Los datos corresponden al promedio entre el 20 de agosto y el 20 de septiembre.

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

GRÁFICO 3



Fuente: Reuters.

¹ Datos hasta el 20 de septiembre.

2.4 Las Bolsas internacionales

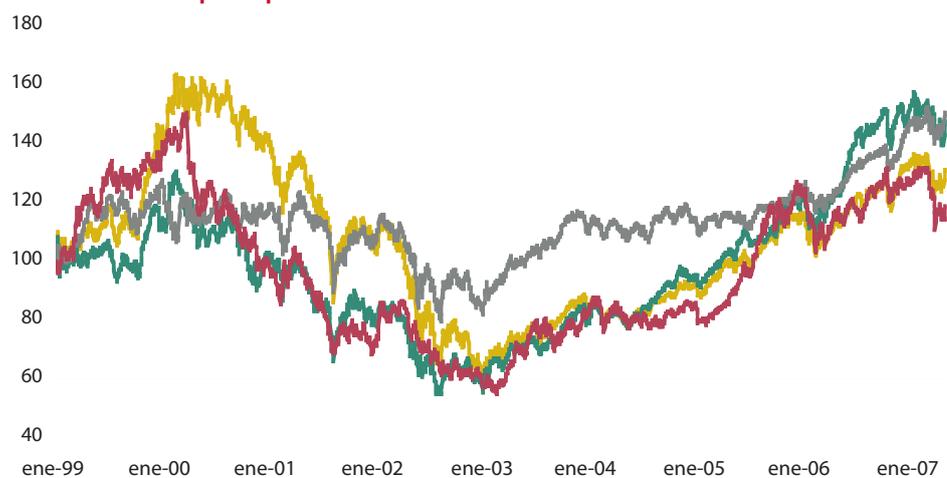
La crisis en el mercado hipotecario norteamericano provocó ventas generalizadas en las principales bolsas internacionales en agosto y buena parte de septiembre. Las ventas se debieron a la reevaluación del riesgo de muchas entidades

financieras y de algunos sectores industriales, en un contexto de mayor pesimismo sobre la evolución de la economía real. La reducción de los tipos de interés oficiales realizada por la Reserva Federal el 18 de septiembre permitió recuperar la confianza de los inversores, lo que se tradujo en fuertes subidas en las sesiones inmediatamente posteriores.

Esta corrección permitió que las pérdidas del trimestre en las bolsas europeas fueran no tan elevadas, de una media del 4%, y que las bolsas norteamericanas registrasen ligeras ganancias, de un promedio del 2%. Las mayores pérdidas se produjeron en Japón, con una caída del índice Nikkei del 9,5%.

Evolución de los principales índices bursátiles ¹

GRÁFICO 4

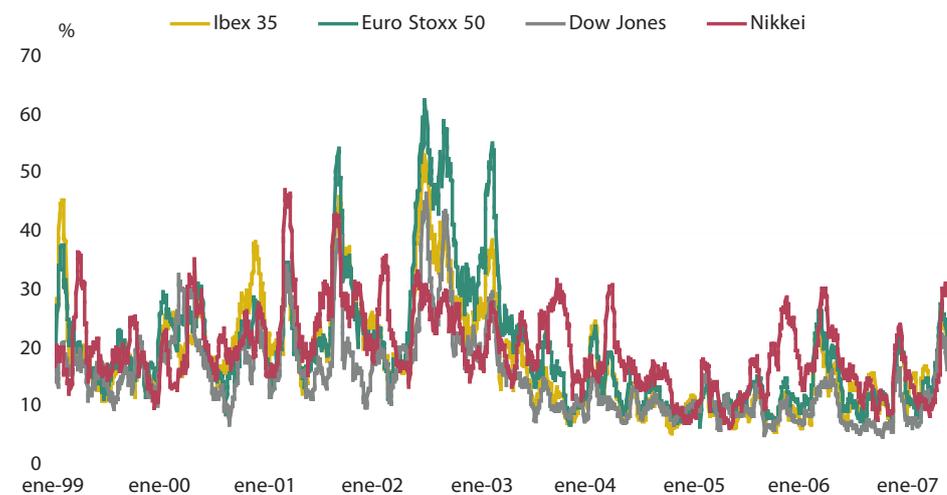


Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 20 de septiembre.

Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles ¹

GRÁFICO 5



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 20 de septiembre.

Este contexto de incertidumbre se manifestó en un importante incremento de la volatilidad, en especial en el índice Euro Stoxx 50 y en el Dow Jones, aunque no se llegaron a alcanzar los niveles de volatilidad media registrados en el periodo 1999-2003 (véase gráfico 5 y cuadro 6). El indicador de volatilidad de mercado VIX² también aumentó significativamente, el promedio del tercer trimestre fue del 22% cuando en el segundo trimestre fue del 14%.

Evolución de la volatilidad histórica de los principales índices bursátiles¹ CUADRO 6

%	1999-2003	2004-2006	2004	2005	2006	I 07	II 07	III 07 ²
Euro Stoxx 50	25,08	12,57	13,36	10,73	13,61	13,27	12,40	19,93
Dow Jones	18,83	9,95	10,52	9,95	9,40	9,39	9,05	16,97
Nikkei	22,95	16,17	17,29	12,14	19,08	14,24	13,31	19,11
Ibex 35	23,09	11,48	12,15	9,86	12,43	13,00	14,18	19,20

Fuente: Thomson Datastream.

1 Promedio de datos diarios.

2 El último dato disponible corresponde al 20 de septiembre.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles

CUADRO 7

Índice	2006	I 07	II 07	2007 – sep ¹			
				% trim	% s/dic 06	% anual	
Mundo							
MSCI World	18,0	2,1	5,8	0,5	8,5	18,4	
Zona euro							
Euro Stoxx 50	15,1	1,5	7,4	-2,8	6,0	13,7	
Euronext 100	18,8	3,1	7,4	-5,2	4,9	12,8	
Alemania	Dax 30	22,0	4,9	15,8	-3,4	17,3	29,9
Francia	Cac 40	17,5	1,7	7,5	-6,0	2,7	9,6
Italia	Mib 30	17,5	0,3	1,3	-4,4	-2,9	6,1
España	Ibex 35	31,8	3,5	1,7	-3,1	2,0	16,1
Reino Unido							
FTSE 100	10,7	1,4	4,8	-2,7	3,3	9,6	
Estados Unidos							
Dow Jones	16,3	-0,9	8,5	2,7	10,5	18,5	
S&P 500	13,6	0,2	5,8	1,0	7,1	14,6	
Nasdaq-Cpte	9,5	0,3	7,5	2,0	9,9	17,8	
Japón							
Nikkei 225	6,9	0,4	4,9	-9,5	-4,7	4,4	
Topix	1,9	1,9	3,6	-11,7	-6,8	-0,2	

Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 20 de septiembre. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 20 de septiembre y el 29 de junio.

En la zona euro, el índice francés Cac 40 fue el que tuvo un peor comportamiento, con una caída del 6%. Las rentabilidades acumuladas por las principales bolsas europeas en 2007 se situaron en niveles reducidos o negativos en el caso de la bolsa italiana. El mejor comportamiento siguió ofreciéndolo el mercado bursátil alemán: las ganancias acumuladas por el Dax 30 en 2007 son del 17,3% y del 29,9% en términos interanuales (véase cuadro 7).

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

En Estados Unidos, donde se originaron las turbulencias en los mercados financieros, el Dow Jones finalmente subió un 2,7% en el tercer trimestre, gracias a las subidas registradas entre el 18 y el 20 de septiembre. Las ganancias acumuladas en 2007 aumentaron hasta el 10,5%. La resistencia del mercado estadounidense puede explicarse por la concentración de la presión vendedora en los valores que tenían acumuladas unas mayores plusvalías y por la publicación de unas favorables cifras de resultados de las empresas cotizadas más favorecidas por la depreciación del dólar.

Rentabilidad de otros índices bursátiles internacionales

CUADRO 8

	Índice	2006	I 07	II 07	2007 – sep ¹		
					% trim	% s/dic 06	% anual
Latinoamérica							
Argentina	Merval	35,5	0,6	4,2	-4,1	0,5	26,5
Brasil	Bovespa	32,9	3,0	18,7	4,6	28,0	61,7
Chile	IGPA	34,4	7,6	13,6	-4,3	16,9	37,8
Méjico	IPC	48,6	8,7	8,4	-2,1	15,3	39,6
Perú	IGRA	168,3	33,2	30,4	-7,2	61,1	105,7
Venezuela	IBC	156,1	-6,3	-18,9	-4,0	-27,1	8,7
Asia							
China	Shangai Comp	130,4	19,0	20,0	43,2	104,5	215,7
India	BSE	41,0	-5,7	15,5	11,5	21,5	38,0
Corea del Sur	Korea Cmp Ex	4,0	1,3	20,0	9,5	33,1	39,7
Filipinas	Manila Comp	42,3	7,4	14,3	-6,0	15,4	37,0
Hong Kong	Hang Seng	34,2	-0,8	10,0	18,0	28,7	46,8
Indonesia	Yakarta Comp	55,3	1,4	16,8	7,7	27,6	55,8
Malasia	Kuala Lumpur Comp	21,8	13,7	8,6	-3,4	19,4	36,4
Singapur	SES All-S'Pore	27,2	8,2	9,8	0,1	19,0	40,3
Tailandia	Bangkok SET	-4,7	-0,9	15,3	5,0	19,9	16,1
Taiwan	Taiwan Weighted Pr.	19,5	0,8	12,7	1,1	14,8	30,6
Europa del este							
Rusia	Russian RTS Index	70,7	0,7	-2,0	6,2	4,9	29,7
Polonia	Warsaw G. Index	41,6	14,1	14,9	-5,3	24,2	41,7
Rumania	Romania BET	22,2	6,2	13,1	3,2	23,9	27,2
Bulgaria	Sofix	48,3	4,4	10,4	23,6	42,6	85,2
Hungría	BUX	19,5	-5,7	23,5	-5,6	9,9	23,3
Croacia	CROBEX	62,2	32,0	14,1	-0,6	49,7	52,6

Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 20 de septiembre. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 20 de septiembre y el 29 de junio.

Las correcciones bursátiles se extendieron a los mercados de Latinoamérica y a alguno de Europa del este y de Asia (véase cuadro 8). Las mayores pérdidas se registraron en las bolsas de Perú (por la recogida de beneficios dadas las elevadas ganancias acumuladas desde 2006), Hungría y Polonia. Por el contrario, la bolsa de China continuó subiendo con fuerza, un 43,2% en el tercer trimestre, con lo que la rentabilidad acumulada en 2007 alcanzó el 104,5%. Hay que señalar que las bolsas de los países emergentes continuaron ofreciendo unas rentabilidades interanuales mucho más elevadas que las de las principales bolsas internacionales: la media de las bolsas emergentes era del 49,8% frente al 13,2% de las principales bolsas.

El pago de dividendos supone una rentabilidad adicional que ha de ser considerada por los inversores, especialmente las de las bolsas europeas que presentan unas

rentabilidades por dividendo nada despreciables y superiores a las ofrecidas por los índices de Estados Unidos (S&P 500) y de Japón (Topix). En el tercer trimestre de 2007, las rentabilidades por dividendo aumentaron en todos los principales índices bursátiles. Las rentabilidades por dividendo del Cac 40 y el FTSE 100 siguieron siendo las más elevadas, más del 4%. A la rentabilidad por precios del índice Dax 30 hay que añadirle un 2,62% de rentabilidad por dividendo. En el Ibex 35, la rentabilidad por dividendo se mantuvo en niveles ligeramente superiores al 3%, que viene siendo su nivel medio desde 2005 (véase cuadro 9).

Rentabilidad por dividendo de los principales índices bursátiles

CUADRO 9

%	2004	2005	2006	sep-06	dic-06	mar-07	jun-07	sep-07 ¹
S&P 500	1,84	1,94	1,91	1,98	1,91	2,13	2,04	2,16
Topix	1,11	0,95	1,11	1,17	1,11	1,11	1,20	1,39
Euro Stoxx 50	3,17	3,28	3,52	3,60	3,52	3,92	3,61	3,85
Euronext 100	3,22	3,23	3,32	3,52	3,32	3,63	3,52	3,81
FTSE 100	3,61	3,59	3,77	3,94	3,77	3,88	3,82	4,03
Dax 30	1,96	2,17	2,29	2,47	2,29	2,77	2,48	2,62
Cac 40	3,32	3,43	3,79	3,91	3,79	4,26	4,09	4,51
Mib 30	3,17	3,53	3,67	4,00	3,67	3,88	3,47	3,75
Ibex 35	2,77	3,08	3,02	2,94	3,02	3,19	2,99	3,09

Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos a 20 de septiembre.

La caída de las cotizaciones redujo el ratio de precios sobre beneficios (PER) de los principales índices bursátiles en el tercer trimestre de 2007. En la zona euro, el PER medio descendió hasta un 12,0 en septiembre desde el 13,0 de junio. Los índices Euronext 100 e Ibex 35 siguieron teniendo los ratios más elevados de la zona euro. El descenso del PER del Dax 30 reflejó la favorable evolución de los beneficios empresariales de las empresas cotizadas alemanas. Los PER de los índices S&P 500 y Topix siguieron siendo superiores a los de la zona euro (véase cuadro 10 y gráficos 6 y 7).

PER de los principales índices bursátiles

CUADRO 10

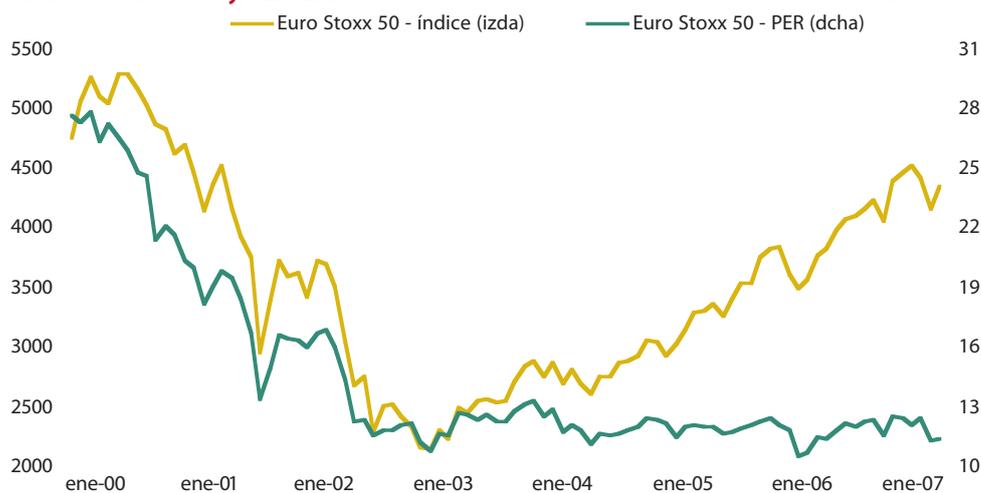
	2004	2005	2006	sep-06	dic-06	mar-07	jun-07	sep-07 ¹
S&P 500	16,36	14,85	15,07	14,25	15,07	14,66	15,08	14,28
Topix	15,68	19,52	17,80	16,70	17,80	17,59	18,04	15,28
Euro Stoxx 50	13,00	12,03	12,15	11,73	12,15	11,94	12,35	11,29
Euronext 100	13,06	12,46	12,93	12,47	12,93	13,00	13,68	12,39
FTSE 100	16,63	12,45	12,41	11,75	12,41	12,48	12,65	11,82
Dax 30	12,96	12,62	12,78	12,08	12,78	12,66	13,25	11,93
Cac 40	12,93	12,14	12,68	12,19	12,68	12,55	13,22	11,83
Mib 30	15,57	13,38	13,07	12,36	13,07	12,85	12,87	11,86
Ibex 35	13,78	12,88	14,29	13,35	14,29	14,04	13,91	12,54

Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos a 20 de septiembre.

Índices bursátiles y PER: Euro Stoxx 50

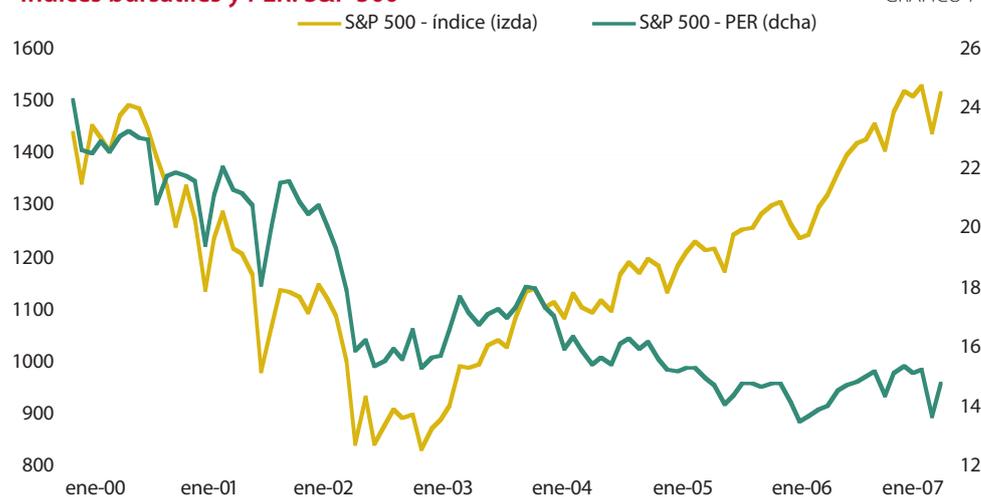
GRÁFICO 6



Fuente: Thomson Datastream.

Índices bursátiles y PER: S&P 500

GRÁFICO 7



Fuente: Thomson Datastream.

Contratación de las principales bolsas internacionales

CUADRO 11

Importes en miles de millones de euros

Bolsa	2004	2005	2006	II 06	III 06	IV 06	I 07	II 07
EEUU ¹	16.813	20.042	27.044	7.128	6.091	6.646	7.439	7.740
Nueva York	9.317	11.410	17.222	4.603	3.958	4.232	4.814	5.012
Tokio	2.591	3.603	4.617	1.224	986	1.049	1.272	1.169
Londres	4.149	4.583	5.991	1.443	1.340	1.626	2.035	2.128
Euronext	1.986	2.345	3.006	891	617	736	948	1.075
Deutsche Börse	1.238	1.546	2.165	608	457	545	801	791
Borsa Italiana	778	1.051	1.258	377	231	357	388	509
BME ²	646	859	1.154	263	265	354	419	442

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.

Los datos disponibles sobre el nivel de actividad en las principales bolsas internacionales abarcan hasta el segundo trimestre de 2007. En este periodo, la contratación siguió siendo elevada en todos los mercados, si bien los mercados europeos fueron los que tuvieron mayores crecimientos interanuales en la contratación. En la bolsa de Nueva York la negociación fue un 9% superior a la registrada en el mismo periodo de 2006. En los principales mercados europeos, el crecimiento medio fue del 27% (véase cuadro 11). El mercado español registró el mayor aumento con un 68%.

3 Mercados de renta fija en España

El riesgo de liquidez y de crédito se incrementó en el mercado monetario español en el tercer trimestre de 2007 contagiado por el contexto internacional. Los tipos de interés a corto plazo subieron en todos los plazos, aunque de forma más intensa en los plazos más cortos (tres y seis meses) y en los correspondientes a la renta fija privada.

El tipo de interés de los depósitos interbancarios a tres meses aumentó 55 puntos básicos en relación a junio mientras que el de doce meses aumentó 20 puntos básicos. El diferencial entre los tipos de los pagarés y los depósitos aumentó 5 puntos básicos en todos los plazos. Es de destacar que los niveles en que se situaron estos diferenciales son los más elevados desde diciembre de 2004 (véase cuadro 12).

Tipos de interés a corto plazo¹		CUADRO 12						
%	dic-04	dic-05	dic-06	sep-06	dic-06	mar-07	jun-07	sep-07
Pagarés de empresa²								
3 meses	2,25	2,58	3,78	3,42	3,78	4,00	4,25	4,85
6 meses	2,30	2,74	3,91	3,63	3,91	4,11	4,39	4,89
12 meses	2,39	2,93	4,00	3,78	4,00	4,23	4,61	4,90
Depósitos interbancarios								
3 meses	2,16	2,46	3,67	3,32	3,67	3,86	4,13	4,69
6 meses	2,20	2,59	3,77	3,50	3,77	3,93	4,26	4,70
12 meses	2,29	2,77	3,91	3,69	3,91	4,08	4,49	4,71

Fuente: AIAF y AFI.

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

2 Negociados en el mercado AIAF de renta fija privada.

Por el contrario, los tipos de interés a medio y largo plazo descendieron en el tercer trimestre de 2007. Estos descensos corrigieron parcialmente las fuertes subidas registradas en el segundo trimestre. Las rentabilidades de la deuda pública española cayeron entre 45 puntos básicos en el plazo de tres años y 30 p.b. en el plazo a diez años. Ello aumentó la pendiente de la curva de tipos entre los plazos de diez y tres años hasta los 30 puntos básicos desde el reducido nivel de 10 puntos básicos que venía presentando desde septiembre de 2006 (véase cuadro 13 y gráfico 8).

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

CUADRO 13

%	dic-04	dic-05	dic-06	sep-06	dic-06	mar-07	jun-07	sep-07
Renta fija privada²								
3 años	2,81	3,15	4,04	3,91	4,04	4,17	4,75	4,34
5 años	3,38	3,48	4,14	4,02	4,14	4,21	4,84	4,39
10 años	4,15	3,89	4,26	4,24	4,26	4,39	5,02	4,66
Deuda pública								
3 años	2,61	2,91	3,73	3,62	3,73	3,91	4,51	4,06
5 años	3,00	3,06	3,76	3,66	3,76	3,94	4,56	4,17
10 años	3,64	3,36	3,80	3,74	3,80	4,00	4,63	4,34
Diferencial³								
3 años	20	25	31	29	31	26	25	27
5 años	37	42	37	36	37	27	28	22
10 años	51	54	46	50	46	38	39	32

Fuente: Thomson Datastream y AIAF.

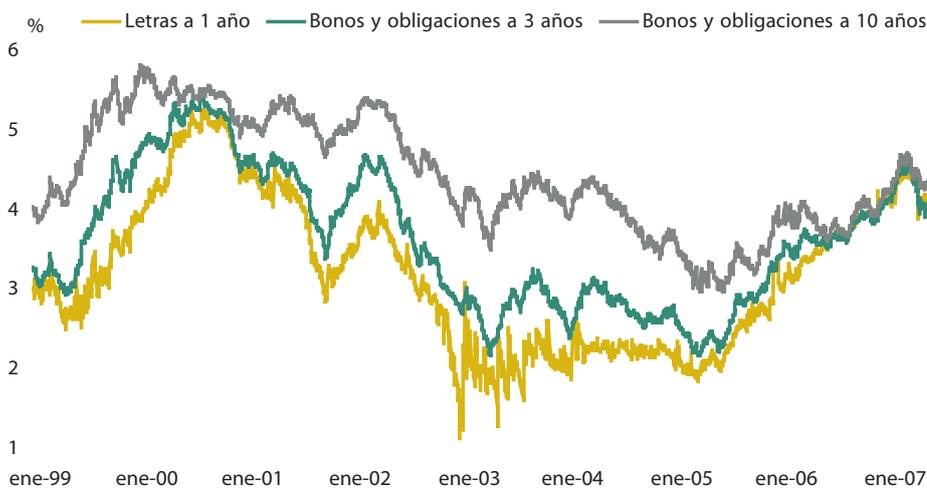
¹ Promedio de datos diarios. Los datos de septiembre de 2007 corresponden al promedio entre el 20 de septiembre y el 20 de agosto.

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

³ En puntos básicos.

Rentabilidades de la deuda pública española ¹

GRÁFICO 8



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 20 de septiembre.

Las rentabilidades de la renta fija privada también descendieron en el tercer trimestre de 2007. En el plazo de tres años disminuyó en 40 puntos básicos, 5 puntos básicos menos que el descenso en la deuda pública. En los plazos de cinco y diez años, la caída de las rentabilidades fue algo superior a la registrada por la deuda pública, lo que hizo que en estos plazos el diferencial entre la renta fija privada y la deuda pública se redujese 5 puntos básicos (véase cuadro 13).

Las calificaciones de riesgo crediticio de las emisiones registradas en la CNMV que cotizan en AIAF no se vieron alteradas por la crisis de confianza en el mercado interbancario, al menos con los datos existentes a 31 de agosto. Como puede

apreciarse en el cuadro 14 un porcentaje muy elevado de las emisiones de bonos garantizados continuaron teniendo calificaciones AAA. Los bonos y obligaciones simples siguieron teniendo en su mayoría calificaciones AA y A. Las participaciones preferentes son las que presentan calificaciones más bajas, un 39% de ellas son BBB.

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

CUADRO 14

% s/total, salvo otra indicación	Bonos titulización hipotecaria	Bonos titulización no hipotecaria	Cédulas hipotecarias	Cédulas territoriales	Bonos matador	Bonos simples	Obligaciones simples	Participaciones preferentes	Total
Con calificación crediticia									
Importe (millones de euros)	23.698,1	275.087,6	153.338,0	14.625,0	1.358,4	86.522,1	39.914,8	21.877,1	616.421,1
Porcentaje	100,0	100,0	99,4	99,0	100,0	91,9	81,5	94,9	97,0
<i>Investment grade</i>									
AAA	94,0	94,7	98,3	97,0	81,9	5,4	3,5	0,0	71,9
AA	1,4	0,9	1,0	0,0	11,4	45,9	20,0	4,3	9,2
A	3,4	2,4	0,0	2,0	4,4	40,6	53,8	50,9	13,2
BBB	0,7	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	4,2	38,9	2,4
<i>Speculative grade</i>									
<BBB	0,5	0,6	0,0	0,0	2,3	0,0	0,0	0,7	0,3
Sin calificación crediticia									
Importe (millones de euros)	0,0	17,6	992,5	150,0	0,0	7.640,3	9.078,2	1.185,5	19.064,1
Porcentaje	0,0	0,0	0,6	1,0	0,0	8,1	18,5	5,1	3,0

Fuente: CNMV.

¹ Saldos vivos a 31 de agosto de 2007.

Por el momento, no se aprecia, con los datos de julio y agosto, una reducción de las emisiones registradas en la CNMV de bonos de titulización o una revisión a la baja de las calificaciones crediticias de estas emisiones. El importe medio mensual de las emisiones de bonos de titulización fue de 6.421 millones de euros en julio y agosto que, si bien es claramente inferior a los 10.506 millones de euros del segundo trimestre, es un 97,1% superior a la media mensual registrada en el tercer trimestre de 2006 (véase cuadro 15). El 93% de las emisiones tuvieron un *rating* AAA, prácticamente el mismo nivel que en el trimestre anterior, un 95%.

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

CUADRO 15

Importes medios mensuales en cada periodo (millones de euros)

	2006		2007		
	III	IV	I	II	III ²
Importe	3.257	13.255	13.131	10.506	6.421
<i>Investment grade</i>					
AAA	3.031	12.482	12.704	9.937	5.982
AA	29	139	31	79	34
A	80	304	182	244	204
BBB	74	195	148	150	119
<i>Speculative grade</i>					
<BBB	44	136	66	96	82

Fuente: CNMV.

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

² Los datos corresponden a julio y agosto.

Tampoco ha habido casi revisiones a la baja de *ratings* de los emisores españoles de renta fija a largo plazo. Como puede apreciarse en el cuadro 16, se revisaron tres en el último trimestre, dos de ellas fueron al alza y sólo descendió el de una empresa.

Revisiones de *ratings* de la deuda a largo plazo de emisores españoles¹ CUADRO 16

(%)		Fecha	Agencia	Antes	Después	Comentario
Mapfre	▲	02/07/07	S&P	AA-	A+	Estrategia de crecimiento y adquisiciones más agresiva
Banco Guipuzcoano	▼	13/07/07	Fitch	A	A2	Ratios regulatorios y calidad de sus activos
Altadis	▼	18/07/07	S&P	BBB+	BBB	Posible compra de esta empresa por otra con menor rating

Fuente: Reuters.

¹ Revisiones entre el 20 de junio y el 20 de septiembre.

4 Mercados de renta variable en España

4.1 Precios

La desconfianza se instaló en el mercado bursátil español durante buena parte del mes de agosto y de septiembre. Las pérdidas acumuladas hasta el 18 de septiembre fueron importantes. La intensa recuperación que se produjo en las sesiones posteriores a la bajada de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos redujo considerablemente las pérdidas acumuladas en el tercer trimestre.

El Ibex 35 descendió finalmente un 3,1%, hasta los 14.427, tras llegar a acumular una caída del 8% hasta el 17 de septiembre. El IGBM tuvo un comportamiento similar, la pérdida final fue del 3,4% en el trimestre. Estos descensos redujeron las ganancias acumuladas hasta mediados de julio e hicieron que en algunos índices las rentabilidades en 2007 fueran negativas (véase cuadro 17). En concreto, en el Ibex 35 las ganancias acumuladas alcanzaron un máximo del 7,5% el 19 de julio, con el Ibex 35 en niveles de 15.207.

La caída más importante se registró en el índice que recoge a 20 empresas de mediana capitalización, el Ibex Médium Cap, con un 13,4%. El mejor comportamiento de los índices ligados a empresas españolas lo tuvo el de la Bolsa de Barcelona, con una caída del 1,3%.

En los índices FTSE Latibex –ligados a empresas latinoamericanas– destacó la subida del FTSE Latibex Brasil de un 8,8%, que se explica por el favorable comportamiento de la bolsa brasileña (véase cuadro 8). Las rentabilidades acumuladas en 2007 continuaron siendo especialmente elevadas, más en línea con las bolsas de los países emergentes.

Los intensos movimientos registrados en los mercados bursátiles a partir de agosto se manifestaron en un aumento considerable de la volatilidad (véase gráfico 9). La volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento de las opciones

sobre Ibex 35 aumentó hasta un nivel medio del 27,5% en septiembre, llegando a situarse el 20 de septiembre en niveles máximos del 36%. La volatilidad media del tercer trimestre se elevó hasta el 22,6% desde el 17,7% del trimestre anterior. El año 2007 se está caracterizando por un aumento gradual de la volatilidad desde comienzos de año, que deja atrás los reducidos niveles de volatilidad que venía mostrando el mercado bursátil español desde el último trimestre de 2004.

Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español

CUADRO 17

% anual, salvo otra indicación	2006	I 07	II 07	2007 - sep ¹			
				Índice	% trim	% s/dic 06	% anual
Ibex 35	31,8	3,5	1,7	13.873	-3,1	2,0	16,1
IGBM ²	34,5	4,3	1,1	1.534	-3,4	1,9	17,1
Barcelona	29,3	3,5	1,7	1.102	-1,3	1,1	17,9
Bilbao	34,1	3,5	1,7	2.478	-4,6	-0,7	14,1
Valencia	35,3	3,5	1,7	1.270	-1,9	3,7	19,2
Ibex con dividendos	36,0	14,1	-1,8	23.509	-1,9	4,9	22,9
Ibex-NM ³	34,0	7,5	-7,4	3.461	-2,3	-2,3	17,5
Ibex Medium Cap ⁴	42,1	13,1	-0,1	19.746	-13,4	-2,1	13,9
Ibex Small Cap ⁵	54,4	14,1	-1,8	16.709	-5,6	5,8	28,3
BCN-Mid 50 ⁶	51,0	3,5	1,7	37.998	-9,0	0,6	18,6
FTSE Latibex All-share ⁷	23,8	6,0	18,0	2.923	6,3	37,4	63,9
FTSE Latibex Top ⁸	18,2	3,5	20,8	4.503	-1,2	27,1	50,6
FTSE Latibex Brasil ⁹	24,3 **	14,1	23,0	11.071	8,8	42,6	-

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

1 Datos hasta el 20 de septiembre, excepto en el Ibex con dividendos que corresponde al 31 de agosto. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 20 de septiembre (31 de agosto en el Ibex con dividendos) y el 29 de junio.

2 Índice General de la Bolsa de Madrid.

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

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

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

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

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

8 Índice de los principales valores del mercado Latibex.

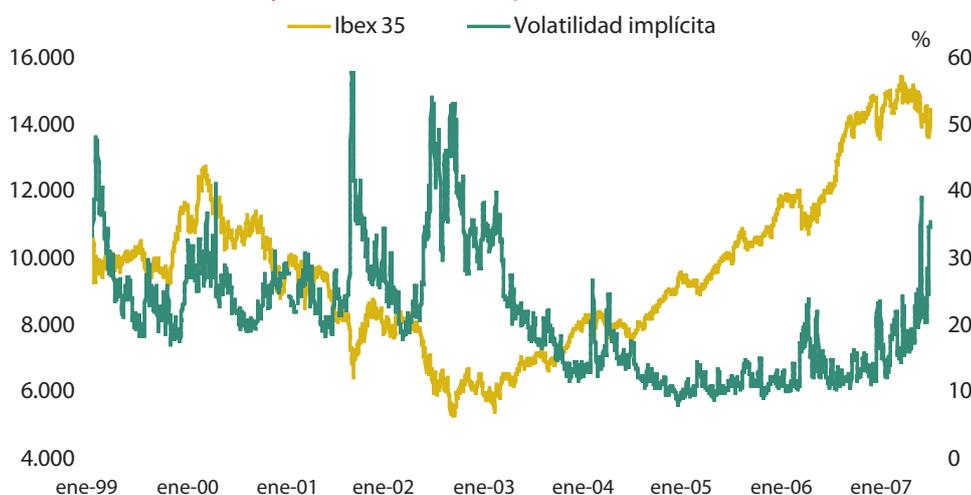
9 Índice de los principales valores brasileños del mercado Latibex.

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

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

Evolución del Ibex 35 y de la volatilidad implícita

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream y MEFF.

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

La caída del IGBM se debió al negativo comportamiento de los dos sectores que se pueden ver más afectados por las repercusiones de la crisis de confianza en torno a las hipotecas de alto riesgo. Por un lado, el sector de “servicios financieros e inmobiliarios”, más en concreto el subsector de “banca”, en el que destacó la caída de un 8,4% de BBVA. Por otro, el sector de “materiales básicos, industria y construcción”, en particular el subsector de “construcción” (véase cuadros 18, 19 y 20).

El resto de sectores también cayeron en el tercer trimestre. La excepción fue el sector de “tecnología y telecomunicaciones” gracias a la subida de Telefónica de un 17,4% que parece haber actuado como “valor refugio”. El subsector de “inmobiliarias y otros” continuó descendiendo al seguir corrigiendo las fuertes subidas acumuladas en 2005 y 2006. No obstante, en el tercer trimestre las pérdidas fueron más moderadas que en el segundo trimestre. En ese período se produjo una fuerte caída, principalmente por el desplome de Astroc. En el tercer trimestre, esta empresa se recuperó un 2,8%, si bien las pérdidas acumuladas en los últimos meses siguen siendo muy elevadas (véase cuadros 20 y 21 y gráfico 10). El negativo comportamiento del sector de “servicios de consumo” se debió en gran parte a las fuertes caídas de alguna empresa en concreto.

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

% anual, salvo otra indicación	ponderación ²	2006	I 07	II 07	2007 – sep ¹		
					% trim	% s/dic 06	% anual
Servicios financieros e inmobiliarios	38,70	34,9	0,2	-2,1	-21,5	-23,0	-13,5
Inmobiliarias y otros	1,95	111,2	-8,5	-21,1	-4,2	-30,9	-1,6
Banca	34,81	27,3	0,2	-1,3	-7,1	-8,1	-0,2
BBVA	13,07	21,0	0,8	-1,0	-8,4	-8,6	-8,1
SCH	14,16	26,8	-5,5	2,5	-2,1	-5,2	8,1
Petróleo y energía	24,18	33,3	7,1	9,1	-4,8	11,3	24,7
Endesa	4,35	61,2	13,0	-0,7	-0,5	11,7	37,7
Repsol YPF	4,45	28,8	-3,7	15,9	-12,7	-2,6	17,6
Iberdrola	9,92	43,4	6,8	17,4	-3,6	20,8	24,2
Mat. básicos, industria y construcción	9,95	61,9	8,0	2,9	-13,4	-3,7	20,5
Construcción	5,89	61,0	5,2	1,8	-19,6	-13,9	10,3
Tecnología y telecomunicaciones	15,39	28,4	2,4	-0,5	16,2	18,4	44,7
Telefónica	14,54	26,8	2,4	0,2	17,4	20,4	46,3
Bienes de consumo	7,05	31,9	17,0	0,2	-2,6	14,2	30,7
Servicios de consumo	4,73	8,6	11,8	-5,0	-8,8	-3,2	5,0

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

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

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

3 Datos hasta el 20 de septiembre. La variación trimestral corresponde al período entre el 20 de septiembre y el 29 de junio de 2007.

Valores con mayor impacto en la variación del IGBM¹

CUADRO 19

Valor	Sector	2007- sep ²		
		III trim 07	ene-sep 07	último año
Con impacto positivo				
Telefónica	Tecnología y telecomunicaciones	2,52	2,97	6,73
Con impacto negativo				
BBVA	Servicios financieros e inmobiliarios	-1,10	-1,13	-1,06
Repsol YPF	Petróleo y energía	-0,57	-0,11	0,78
ACS	Mat. básicos, industria y construcción	-0,46	-0,29	0,00
Banco Popular Español	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,40	-0,38	-0,13
Iberdrola	Petróleo y energía	-0,36	2,07	2,40
Banco Santander	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,30	-0,74	1,14
Banco de Sabadell	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,30	-0,36	-0,11
Sacyr Vallehermoso	Mat. básicos, industria y construcción	-0,23	-0,33	-0,17
Gas Natural	Petróleo y energía	-0,23	0,52	0,72
Bankinter	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,20	-0,12	-0,06
Grupo Ferrovial	Mat. básicos, industria y construcción	-0,19	-0,20	0,00
Zardoya	Mat. básicos, industria y construcción	-0,18	0,00	0,02

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

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

2 Datos hasta el 20 de septiembre.

Valores del IGBM con mayor variación trimestral

CUADRO 20

Valor	Sector	2007- sep ¹		
		% trim	% s/dic 06	% anual
Ganan				
Solaria Energía y Medio Ambiente	Petróleo y energía	41,04	-	-
Amper	Tecnología y telecomunicaciones	18,37	12,94	33,08
Telefónica	Tecnología y telecomunicaciones	17,35	20,41	46,27
Federico Paternina	Bienes de consumo	15,43	15,43	21,43
Elecnor	Mat. básicos, industria y construcción	15,32	38,43	47,84
Pierden				
Vueling Airlines	Servicios de consumo	-55,87	-63,21	-
Sacyr Vallehermoso	Mat. básicos, industria y construcción	-33,05	-46,84	-23,87
Corp. Dermoestética	Servicios de consumo	-32,73	-9,69	8,15
Dogi	Bienes de consumo	-29,37	-41,45	-42,02
Inypsa	Mat. básicos, industria y construcción	-29,29	-15,29	-5,04

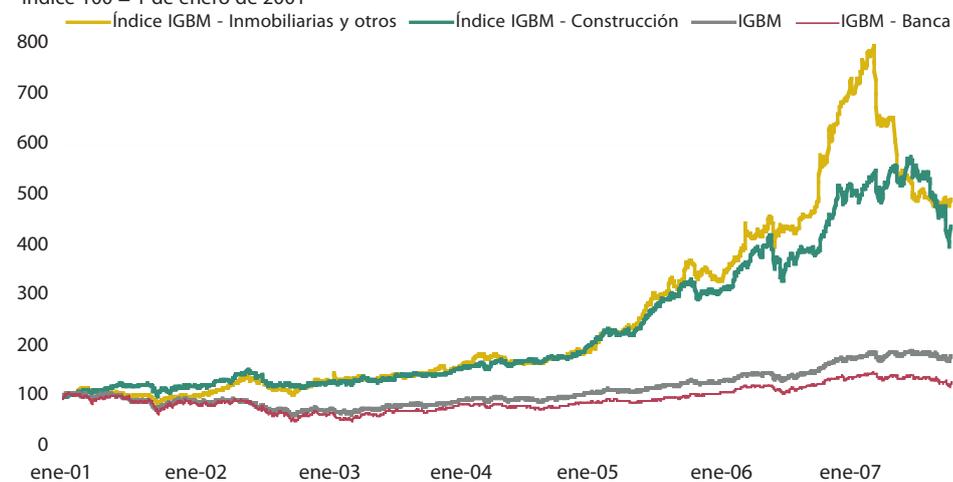
Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

1 Datos hasta el 20 de septiembre. La variación trimestral es entre el 20 de septiembre y el 29 de junio de 2007.

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

GRÁFICO 10

índice 100 = 1 de enero de 2001



Fuente: Bolsa de Madrid.

1 Datos hasta el 20 de septiembre.

Valores del IGBM con mayor variación trimestral

CUADRO 21

Valor	Sector	2007- sep ¹	
		% anual	% trim
Ganan			
Cleop	Mat. básicos, industria y construcción	159,83	10,13
Construcciones y auxiliar de ferrocarriles	Mat. básicos, industria y construcción	132,42	3,85
General de Alquiler de Maquinaria (GAM)	Mat. básicos, industria y construcción	107,65	-5,48
Grifols	Bienes de consumo	105,06	-1,86
Técnicas Reunidas	Mat. básicos, industria y construcción	91,83	-4,49
Pierden			
Astroc Mediterráneo	Servicios financieros e inmobiliarios	-47,65	2,84
Dogi International Fabrics	Bienes de consumo	-42,02	-29,37
Urbas Guardahermosa	Servicios financieros e inmobiliarios	-41,26	-6,15
Ercros	Mat. básicos, industria y construcción	-36,36	-23,64
Adolfo Dominguez	Bienes de consumo	-28,23	-14,39

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

¹ Datos hasta el 20 de septiembre. La variación trimestral corresponde al periodo entre el 20 de septiembre y el 29 de junio de 2007.

Como resumen ilustrativo de la negativa evolución de la rentabilidad de las empresas cotizadas en 2007 puede observarse el cuadro 22. En él se aprecia el progresivo aumento del porcentaje de empresas que en cada trimestre han tenido rentabilidades negativas: en el primer trimestre del año fue del 16,8%, en el tercer trimestre fueron el 78,9%. Y simultáneamente, el descenso del porcentaje de empresas que han tenido ganancias superiores al 10%, desde el 49,6% del primer trimestre a sólo el 5,5% del tercer trimestre.

Rangos de rentabilidad de las empresas del IGBM

CUADRO 22

% s/ total empresas del IGBM	III 06	IV 06	I 07	II 07	III 07 ¹
≥ 25%	17,2	14,8	12,0	5,7	0,8
Del 10% hasta el 25%	34,4	27,9	37,6	8,2	4,7
Del 0% hasta el 10%	36,1	36,1	33,6	30,3	15,6
≤ 0%	12,3	21,3	16,8	55,7	78,9
Pro-memoria: nº total de empresas					
	122	122	125	122	128

Fuente: Thomson Datastream.

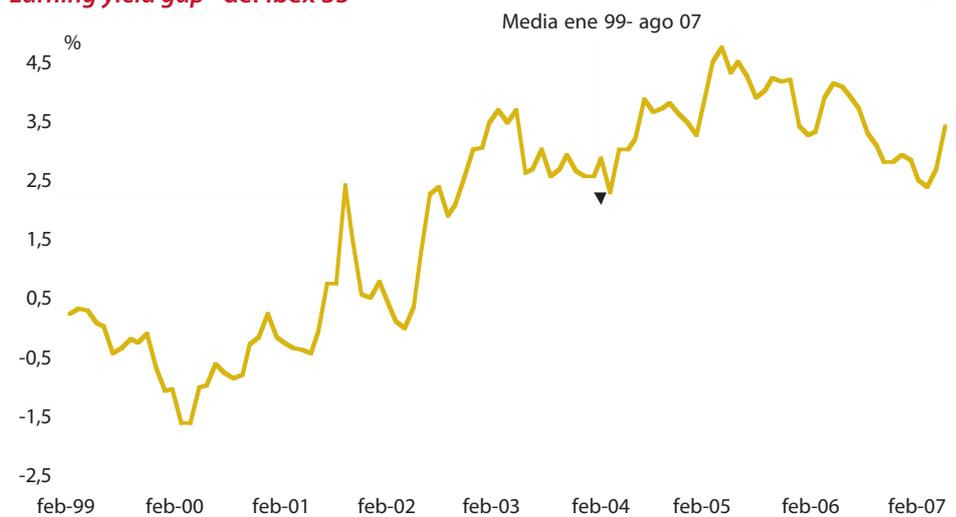
¹ Datos hasta el 20 de septiembre.

La caída del Ibex 35 se tradujo en un descenso de la ratio precio-beneficios (PER). Ésta se ha ido reduciendo desde 14,3 en que se encontraba en diciembre de 2006 hasta el 12,5 de finales de septiembre de 2007 (véase cuadro 10). Este nivel, aunque es superior a la media de los principales índices bursátiles de la zona euro (11,9), se encuentra por debajo de los niveles medios históricos entre enero de 1999 y agosto de 2007 (13,7).

También se produjo una ampliación considerable del exceso de rentabilidad bursátil sobre los tipos de interés a largo plazo (o *earning yield gap*), tanto por la caída de las cotizaciones bursátiles como por el descenso de los tipos. En concreto, el *earning yield gap* se situó en un 3,5% claramente por encima de la media entre enero de 1999 y agosto de 2007 del 2,0% (véase gráfico 11).

Earning yield gap¹ del Ibex 35

GRÁFICO 11



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

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

4.2 Actividad: contratación y liquidez

La negociación del mercado bursátil español continuó siendo elevada en julio y agosto, aunque inferior a los fuertes niveles de contratación registrados en el segundo trimestre. Como puede apreciarse en el cuadro 23, la contratación de julio y agosto fue prácticamente similar a la registrada en la totalidad del tercer trimestre de 2006. En el mercado continuo la negociación media diaria fue de 5.843 millones de euros en julio y agosto, un 62% superior a la media registrada en el mismo periodo de 2006. En el segundo trimestre de 2007 la contratación media diaria fue de 7.091 millones de euros.

Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 23

Importes en millones de euros	2004	2005	2006	III 06	IV 06	I 07	II 07	III 07 ¹
Total bolsas	642.109	854.145	1.154.294	265.181	354.260	418.540	441.725	264.111
Mercado continuo	636.527	847.664	1.146.390	263.943	351.020	415.857	439.664	262.924
Corros	5.194	5.899	5.318	974	1.358	574	209	71
de los que SICAV ²	4.541	4.864	3.980	867	1.091	258	57	25
MAB ³	-	-	1.814	93	1.705	1.771	1.605	933
Segundo Mercado	21	26	49	11	20	122	22	35
Latibex	366	557	723	160	158	217	226	148
Pro-memoria: contratación de no residentes (% s/ total bolsas)								
	57,6	57,1	58,2	58,3	59,3	59,3	nd	nd

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados de julio y agosto.

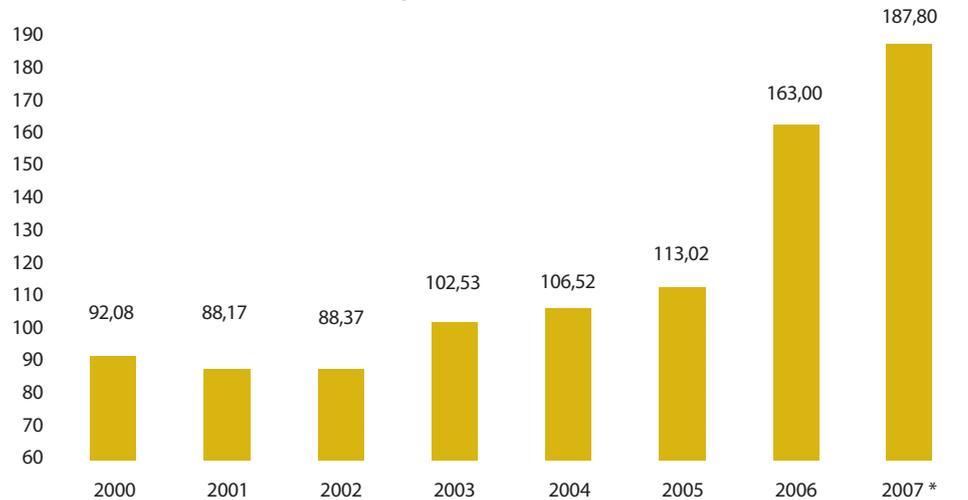
2 Sociedades de inversión de carácter financiero.

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.

Los elevados niveles de contratación y el descenso de la capitalización en el mercado continuo desde mayo volvieron a elevar la rotación o ratio entre la contratación y la capitalización en el tercer trimestre, hasta el 187, por encima del dato de 2006, que ya supuso una fuerte subida (véase gráfico 12).

Rotación¹ del mercado bursátil español



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 agosto.

4.3 Resultados de las empresas cotizadas

A pesar de las correcciones en las cotizaciones experimentadas en el tercer trimestre, los últimos datos disponibles sobre los resultados de las empresas continuaron siendo favorables. Así, los resultados totales antes de impuestos de las empresas del IGBM aumentaron en el primer semestre de 2007 un 26,9% respecto al mismo periodo del año anterior. Sólo nueve empresas de las 127 consideradas tuvieron pérdidas, por un importe que apenas representa el 1% de los beneficios totales obtenidos. Por sectores, se observan diferencias significativas en la evolución de los resultados (véase cuadro 24) en la que ha influido, además de la marcha del negocio, la venta de participaciones y la compra de activos de algunas de las principales empresas cotizadas.

El único sector que tuvo un descenso en los resultados antes de impuestos fue “petróleo y energía”, con una caída del 2,3%. Ello se explica en parte por el negativo comportamiento de los resultados antes de impuestos de Endesa, que descendieron un 15,2%. Sin embargo, hay que señalar que esta caída se debió a la ausencia de resultados extraordinarios en 2007 a diferencia del año anterior en que tuvo lugar la desinversión en Auna. Por el contrario, Iberdrola aumentó sus beneficios en un 14,9% gracias a haber recogido la adquisición de Scottish Power.

El resto de sectores siguió aumentando sus beneficios a un ritmo importante. Destacó el sector de “materiales básicos, industria y construcción”, y en

concreto el subsector de “construcción” que siguió teniendo fuertes aumentos de beneficios en el primer semestre de 2007, un 110,9% respecto al mismo periodo del año anterior. Todas las empresas incluidas en este subsector tuvieron un crecimiento muy fuerte de los beneficios. Los resultados de FCC y ACS recogieron las desinversiones en Realia y Continental Auto respectivamente.

El sector de “tecnología y telecomunicaciones” también aumentó sus beneficios en el primer semestre de 2007 en una cuantía significativa, gracias a un aumento de los resultados antes de impuestos de Telefónica de un 54,9% respecto al primer semestre de 2006.

En el sector de “servicios financieros e inmobiliarios” destacó el subsector de “inmobiliarias y otros”. Los resultados antes de impuestos aumentaron un 34,2% en el primer semestre de 2007 respecto al mismo periodo de 2006, pese a las pérdidas en las que incurrieron Astroc y Reyal Urbis, que en el mismo periodo de 2006 habían tenido beneficios³. El subsector de “banca” incrementó sus beneficios un 23,4%. Destacaron el Grupo Santander (+40,5%), Banco de Sabadell (+53,1%) y Bankinter (+98,7%, por la venta de parte de su negocio de seguros).

Resultado antes de impuestos¹ de las empresas del IGBM

CUADRO 24

Miles de euros, salvo otra indicación	I semestre 2006	I semestre 2007	% var. anual
Servicios financieros e inmobiliarios²	13.043.651	15.954.478	22,3
Inmobiliarias y otros ¹	753.610	1.011.481	34,2
Banca	11.044.277	13.626.850	23,4
BBVA	4.475.320	4.701.008	5,0
SCH	4.243.783	5.960.622	40,5
Petróleo y energía	9.554.287	9.334.423	-2,3
Endesa	2.715.000	2.303.000	-15,2
Repsol YPF	3.112.000	2.857.000	-8,2
Iberdrola	1.280.090	1.470.451	14,9
Mat. básicos, industria y construcción	2.673.535	5.412.728	102,5
Construcción	1.806.227	3.808.988	110,9
Tecnología y telecomunicaciones	3.336.238	5.269.800	58,0
Telefónica	3.356.991	5.199.747	54,9
Bienes de consumo	1.118.950	1.293.058	15,6
Servicios de consumo	1.200.378	1.596.479	33,0
Total mercado continuo	31.796.099	40.341.245	26,9

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.

2 En el caso de Metrovacesa, las cifras de los dos periodos corresponden al porcentaje de capital de la empresa que seguirá cotizando.

³ Astroc pasó de tener ganancias de 99.338 miles de euros en el primer semestre de 2006 a pérdidas de 75.521 miles de euros en el primer semestre de 2007. Reyal Urbis pasó de ganar 8.699 miles de euros en el primer semestre de 2006 a perder 63.908 miles de euros en el primer semestre de 2007.

Agencias reguladoras financieras independientes

Gonzalo Gil (*)

(*) Gonzalo Gil ha sido subgobernador del Banco de España.

1 Introducción

En un conocido artículo sus autores decían "claramente los políticos delegan decisiones sustanciales de poder en determinadas áreas, pero ¿por qué? Dos son las contestaciones potenciales: una es optimista y se relaciona con la necesidad de división del trabajo, distribución de capacidades, etc. Otras son más cínicas... y el tipo de delegación escogida es aquella que maximiza el beneficio para los políticos electos, en vez de para el bienestar social..." es decir, "desean delegar las tareas que les exponen a un riesgo con pocas ventajas (maximización de rentas, consolidar alianzas, etc.)" (Alesina y Tabellini, 2005).

Sea cual sea la motivación que pensemos como más probable, optimista o cínica, lo cierto es que, con independencia de ella, lo importante es que la delegación sea adecuada y real. Tanto una delegación pensada para evitarse riesgos políticos como otra destinada al bienestar social, en términos muy amplios, pueden resultar igualmente beneficiosas o perjudiciales y eso tanto para los políticos como para el bienestar general.

El artículo trata de analizar de qué manera puede organizarse la delegación en agencias independientes que actúen como tales pero que al tiempo sean responsables en el sentido de que estén sometidas a rendición de cuentas.

Los rasgos más generales de las características que se mencionan son válidos en su esencia para cualquier tipo de agencia independiente en la que el Gobierno "delega" determinados poderes (una agencia de energía, o de vigilancia de la competencia, o una agencia financiera).

Cada una de ellas tendrá sus propias características junto a elementos comunes. El artículo se centra en las agencias reguladoras/supervisoras del Sistema Financiero (en adelante agencias), que han sido las de aparición más reciente¹.

2 Origen de las agencias reguladoras/supervisoras

La cuestión de las agencias independientes, su razón de ser y su capacidad para actuar dentro del marco político democrático sin vulnerar los principios básicos del mismo ha sido y es un motivo de continuos debates y cambios en la historia de los diferentes países, proceso en el que los Estados Unidos ha desempeñado un papel pionero con una incorporación mucho más tardía y desigual de los países europeos, continentales sobre todo.

¹ El trabajo hace referencia a las agencias reguladoras/supervisoras independientes en el sector financiero. En el texto, por sencillez, se las denomina agencias reguladoras pero, en general, desarrollan ambas funciones. En el esquema jurídico español sería el equivalente a las administraciones independientes.

Política y administración no son dos campos de acción separados ni los responsables de su ejercicio pueden trabajar como si lo fueran. La fijación de objetivos es una prerrogativa del poder político pero no parece lógico pensar que puedan desarrollarla en el vacío. Tampoco las agencias encargadas de la administración y ejecución de determinadas tareas pueden estar completamente ajenas al diseño de los objetivos políticos. Es decir, debe haber una interacción entre las autoridades políticas y las agencias reguladoras independientes.

Majone (1993) lo formula de la siguiente forma: "Un proceso descendente de decisiones políticas en el que los administradores, de una forma deductiva, tuviesen que derivar de aquellas decisiones programas específicos de actuación, sería prácticamente imposible y, también indeseable". Por otro lado, también "un enfoque ascendente en el cual los políticos renunciasen a la responsabilidad de formular objetivos de política general, es imposible —los administradores no tienen la información necesaria, ni los criterios para decidir— y también indeseable, pues complicaría enormemente el problema de la rendición de cuentas política".

El intento de solucionar el dilema planteado por la necesidad de establecer este tipo de instituciones independientes, debido a su especificidad y capacidad técnica para tratar asuntos complejos y cambiantes, evitando al tiempo su configuración como un "cuarto poder" no responsable, ha atravesado muy diversas vicisitudes. En ellas el papel de estas agencias ha pasado por distintas etapas de aceptación o rechazo².

Ha sido necesario esperar hasta bien entrados los años 80 para que, por una serie de razones prácticas y teóricas³, el objeto de análisis y discusión dejara de ser la posibilidad o no de someter a estas agencias independientes a un control democrático, para considerarlo como un hecho objetivo y centrar toda la atención en la forma de ejercerlo.

La proposición que sirve de base al ejercicio del control democrático de estas instituciones independientes es el "modelo de diálogo". Una solución en la que diferentes niveles de los políticos y de las agencias reguladoras independientes mantienen abiertas vías de comunicación que en ningún caso deben tener nada que ver con instrucciones o sugerencias formuladas con mayor o menor ambigüedad. Este modelo, sobre el que volveré más adelante, es el que facilita la solución al dilema planteado y requiere para su articulación institucional una serie de elementos informales básicos que tendrán mayor o menor fuerza según sea la resistencia o aceptación de las diferentes tradiciones constitucionales, administrativas y políticas, así como su forma de ejercerlas.

Este elemento de las diferentes tradiciones es clave y explica, en buena medida, el atraso de Europa respecto a Estados Unidos en cuanto a la implantación de estas agencias (Majone, 1993) que en Europa han encontrado, hasta un pasado reciente, una resistencia general a su establecimiento⁴.

² Ver (Majone, 1993) para un análisis detallado de estas vicisitudes, especialmente en el caso de Estados Unidos y su comparación con el desarrollo de las mismas en Europa.

³ Entre estas se citan: "Los desarrollos formales en la modelización de los problemas de control; los análisis de correlación de series temporales de los resultados de las agencias con indicadores de preferencias de los políticos que actúan como "principales"; desarrollo de mecanismos de control como aplicación práctica de la teoría del nuevo institucionalismo; la elección de presidentes como Reagan y Thatcher comprometidos con el objetivo del control del Estado y la reducción del papel de las "burocracias públicas"...Desde el punto de vista teórico los desarrollos procedentes de la aplicación de la economía de organizaciones y, en particular, de la teoría de la agencia al estudio de la discrecionalidad burocrática" (Majone, 1993).

⁴ "...en su lugar importantes funciones fueron asignadas a obscuras oficinas en la bóveda de algún gran Ministerio o a un comité eficazmente protegido de cualquier tipo de revisión judicial o escrutinio independiente. De aquí la reducida visibilidad de la política regulatoria europea" (Majone, 1993).

3 Razones del interés por las agencias

Una serie de factores contribuyen a explicar la atención por este tipo de instituciones en los últimos años. Por un lado, las crisis acaecidas en los años 90 y su rápido contagio despertó el interés por su establecimiento, cuya inexistencia contribuyó, en algunos casos, al agravamiento de las crisis (Quintyn, Taylor, 2002). Existe un consenso sobre el hecho de que "los políticos en los países afectados intervinieron en el trabajo de los reguladores —con resultados desastrosos frecuentemente. Es ahora completamente aceptado que la injerencia política ha causado o empeorado, de una manera consistente, la inestabilidad financiera." (Quintyn, Taylor, 2004).

En relación con la aparición de estas crisis y su rápido contagio, cobraron fuerza los trabajos de las organizaciones internacionales que elaboran normas y códigos de funcionamiento de aplicación general y, en paralelo, surgieron también los ejercicios de Evaluación de los Sistemas Financieros (FSAP) que desde entonces vienen desarrollando el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) y a los que me referiré posteriormente.

Aunque no directamente relacionados con la crisis, pero sin duda influidos por ella, durante los años siguientes se produjeron importantes cambios en los mercados y sistemas financieros que llevaron a profundas modificaciones en los sistemas de regulación y supervisión tanto a nivel nacional como internacional (Gil, Segura, 2007).

Por último, el hecho de que los Bancos Centrales (BC) hubiesen avanzado rápidamente en el camino del logro de su independencia, sirvió de impulso al desarrollo de estas agencias que, si bien en algunos casos aparecían integradas en un BC por lo cual se beneficiaban del "contagio" de la independencia ya ganada por éste, en otros tenían existencia separada y tomaban al BC como modelo.

4 Carácter distinto de las agencias financieras respecto a las pertenecientes a otros sectores

Los reguladores/supervisores tienen como objetivos generales asegurar la estabilidad tanto de las entidades financieras como la del sistema en su conjunto. El Gobierno establece regulaciones sobre las agencias con la doble finalidad de proteger al consumidor, cliente de las entidades financieras y favorecer el mantenimiento de la estabilidad financiera que es considerada un "bien público".

El campo de actuación de las agencias financieras presenta unas características específicas muy distintas de las que se dan en instituciones similares que actúan en otros sectores y, además, las repercusiones de sus actuaciones son mucho más amplias, tanto en intensidad como por los intereses a los que pueden afectar, incluso antes de haber tomado decisión concreta alguna. Esto hace que los criterios para su buen gobierno deban ser distintos y, desde luego, más exigentes que para el resto.

En efecto, la supervisión del sistema financiero es más intensa y rigurosa que la ejercida en otros sectores, ya que los reguladores/supervisores del mismo realizan no sólo análisis de las entidades a distancia, sino que también efectúan continuamente inspecciones directamente en las entidades y, sobre todo, "pueden intervenir cuando las entidades financieras no cumplen los requisitos mínimos establecidos para asegurar la estabilidad. Incluso pueden, en casos extremos, privar de los derechos de propiedad a los propietarios de las entidades con problemas graves" (Quintyn, Taylor, 2004). Es decir, los supervisores tienen el "poder coercitivo del Estado frente a los ciudadanos cuando revocan licencias bancarias" (Lastra, Word, 1999).

Finalmente, las características de los procesos de supervisión varían según los sectores a los que se aplican. En términos generales, en los sectores no financieros la supervisión es más concreta y actúa cuando aparecen señales de incumplimientos, mientras que en el área financiera las actuaciones suelen ser más intensas, continuas y, en muchos casos, previas a cualquier manifestación externa.

Aunque las consideraciones que se hacen en el trabajo son, en su mayor parte, de aplicación general a todas las agencias reguladoras del sistema financiero —seguros, valores, banca—, no deja de ser cierto que tiene un sesgo hacia estas últimas. Es cierto que los asuntos que se discuten tienen validez general pero esto no debe hacer que se olvide que los objetivos básicos de cada agencia en cada sector y la plasmación práctica de los mismos en actuaciones concretas son diferentes y esto puede tener repercusiones sobre la estructura de buen gobierno de las mismas.

Mientras que para las agencias de valores las consideraciones sobre la eficiencia del mercado son prioritarias, para las del sistema bancario la solvencia y la estabilidad sistémica ocupan un lugar preponderante y para las de seguros, la protección de los asegurados es crucial.

De hecho, en los análisis del FSAP, además de los principios generales, también se analiza el cumplimiento de códigos de principios específicos: "los Principios Básicos para una Supervisión Bancaria Efectiva" y los "Principios IOSCO para valores".

No sería, en cambio, adecuado exagerar las diferencias ya que, aunque cada una en su terreno, todas las agencias se orientan a un mismo fin y la protección de los consumidores, asegurados o inversores, la mejora en la eficiencia y eficacia de los mercados y el reforzamiento de la solvencia, son importantes para el mantenimiento de la estabilidad financiera.

5 Agencias independientes

Aceptada la necesidad de una regulación de los mercados financieros hay que plantearse cuál sería su esquema institucional más adecuado. La "delegación" de la tarea de regulación y supervisión es un asunto plenamente aceptado, aunque sólo fuera por el simple hecho de la cantidad de conocimientos especializados que requiere, por la necesidad de agilidad en su funcionamiento para enfrentarse a los

cambios, etc., pero existen razones de más calado. Esta delegación puede adoptar y, de hecho ha adoptado, varias formas. En algunos casos la delegación se ha canalizado a través de algún organismo público o dependiente directamente del Gobierno. Este sistema ha sido bastante común en situaciones, anteriores en el tiempo, en las que existían niveles de desarrollo económico, sistemas financieros, esquemas institucionales y organización democrática de la sociedad muy diferentes de los actuales. La otra alternativa de delegación es la que se plantea en este trabajo: la delegación en alguna agencia independiente.

Esta segunda alternativa presenta en la situación actual de los sistemas financieros indudables virtudes, pues "teóricamente ofrecen la ventaja de proteger a los mercados de potenciales ingerencias políticas, además de mejorar la transparencia, estabilidad y calidad técnica de los procesos regulatorios y supervisores, especialmente cuando es necesario hacer frente a situaciones de extrema complejidad" (Quintyn y Taylor, 2002).

La aceptación de la independencia de este tipo de agencias parece ser un asunto generalmente aceptado aunque con mayores o menores grados de reticencia. La tarea de estas agencias es evidentemente "delegada" por el Gobierno y puede, por ello, existir una genuina preocupación de que se transforme en un "cuarto poder" no sometido a los controles y contrapesos a los que los restantes poderes del Estado están sometidos en las sociedades democráticas.

Por ello el enfoque institucional es de extrema importancia y su diseño debe ser cuidadoso. Este debe evitar dos escollos igualmente peligrosos; por un lado, las interferencias políticas y, por otro, la captura del regulador por la industria. La independencia política de estas agencias ha creado el temor de que puedan perseguir sus propias agendas, que podrían ir en contra de la que sería la agenda política de una mayoría en un régimen parlamentario. Por otro lado, la existencia de estas agencias con un sistema de rendición de cuentas ineficiente (independencia descompensada) puede hacerlas más sensibles a su captura por grupos de presión e intereses privados. En efecto, dado que "la industria, como regla, captura y utiliza la regulación en su beneficio" (Stigilz, 1971), es necesario regular estas agencias de modo que también pueda conjugarse este peligro.

El riesgo de ser un "cuarto poder" no sometido a los límites de los otros poderes del Estado requiere una cuidadosa consideración en la que los "elementos informales" juegan, o deberían jugar, un papel crucial. Ni que decir tiene que estos elementos van a depender muy fundamentalmente de factores de difícil concreción. En efecto, la cultura política nacional determina si un país es capaz de alcanzar una independencia regulatoria y supervisora real. Si no existen instituciones políticas duraderas y transparentes, con nítidas divisiones entre los tres poderes; si no están enraizadas en la sociedad civil, en sus políticos y en sus medios de comunicación, las ideas sobre la conveniencia de instituciones con una independencia equilibrada, sean financieras o de otro tipo; y los sistemas de controles y equilibrios constitucionales no funcionan adecuadamente, tanto más difícil será el asentamiento de este tipo de instituciones dotadas de mecanismos formales que puedan ser efectivas.

Manteniéndonos todavía en el marco de lo que podríamos llamar precondiciones para diseñar un marco efectivo de actuación de estas entidades independientes, es

conveniente poner de manifiesto algunas reflexiones sobre asuntos no siempre bien entendidos. En primer lugar, la independencia no puede ser absoluta. En ninguna circunstancia puede darse esta situación y no conviene engañarse. Por ello, como después se verá, es tan importante el establecimiento de mecanismos transparentes y formales de "rendición de cuentas". Para que una agencia de este tipo pueda desarrollar con eficacia su tarea es necesario que se mantenga en contacto continuo con todo tipo de interlocutores. Es obvio que debe tener vías de información con las entidades que trabajan en los mercados que debe supervisar pero también deben, "como un principio de buen gobierno, mantenerse en contacto con las realidades políticas mientras desarrollan sus mandatos" (Das y Quintyn, 2002).

La evidencia disponible sobre el funcionamiento de estas agencias parece mostrar que rara vez actúan de forma irresponsable, antes bien, establecen un modelo de diálogo con las autoridades políticas. Algunos autores (Majone, 1993, Das y Quintyn, 2002, entre otros) señalan que "uno de los modelos teóricos preponderantes sobre la interacción entre autoridades políticas y agencias independientes es el "modelo de diálogo" que defiende el punto de vista de que las agencias estatutariamente, independientes de hecho, deben hacer todo lo posible para informarse de las intenciones, deseos y opiniones del liderazgo político y deben anticipar sus reacciones a los nuevos propósitos políticos. En otras palabras, el modelo indica que las agencias reguladoras independientes están sujetas a alguna "fórmula" de control político, a una autocensura. Obviamente, la argumentación anterior debe ampliarse al contacto y transmisión de información, en los dos sentidos, con los distintos participantes en los mercados regulados.

Una posición coincidente con la anterior, formulada de manera más coloquial es la siguiente: "¿En qué consiste la independencia?, ¿consiste en no hablar con persona alguna de los problemas sobre los que hay que tomar decisiones? Sólo a un majadero se le ocurriría pensar que las decisiones mejores son las tomadas de forma autista, con la menor información posible. Es, no sólo un derecho sino una obligación de quienes toman decisiones y asumen las consiguientes responsabilidades, disponer de toda la información relevante y conocer los argumentos y opiniones en primer lugar, de los técnicos de la casa pero, también, de todos los agentes implicados, lo que incluye a la industria, en su caso, a otros supervisores y, también, al regulador, es decir, al Gobierno. Y todos ellos pueden tener incentivos para capturar al supervisor y, con todos ellos, también existen conflictos de intereses potenciales. Conocer argumentos y opiniones, pero no aceptar instrucciones" (Segura, 2007).

Como se decía más arriba, todo lo anterior debe ser considerado como la base ideológica y política, como el sustrato necesario para que las agencias independientes puedan funcionar adecuadamente. Esos elementos remiten inevitablemente al "factor político y humano" y, por tanto, corren el riesgo de ser considerados, en el mejor de los casos, como buenas intenciones con mayor o menor proclividad a cambiar según de donde sople el viento. Por ello ha sido necesario que durante los últimos años se haya ido construyendo un esquema institucional formalizado y transparente que enmarque el funcionamiento de estas entidades haciéndolas, además de independientes, con obligación de rendición de cuentas y, todo ello, de tal forma que puedan minimizar, que no suprimir totalmente, los riesgos potenciales derivados del "factor" mencionado.

6 Esquema formalizado

La estructura institucional que permita el funcionamiento de dichas instituciones requiere una serie de elementos que deben funcionar en conjunto y articulándose entre sí, de tal forma que pueda asegurarse el cumplimiento de las condiciones necesarias para que sean efectivas, evitando al mismo tiempo los diferentes riesgos señalados en las páginas anteriores. En la segunda mitad de los años 90 el enfoque de la regulación de estas agencias era objeto de diversas críticas relativas al desequilibrio entre poderes y controles. La posición sobre su situación señalaba que "... la experiencia de Estados Unidos indica que una actividad compleja y especializada como la regulación sólo puede ser dirigida y mantenida con rendición de cuentas, mediante una combinación de instrumentos de control: vigilancia legislativa y ejecutiva, requerimientos estrictos de procedimiento, participación pública y, más importante, revisión judicial. Comparado con este estándar, la regulación en Europa es altamente discrecional, con escasa y débil rendición de cuentas ante el Parlamento, con ausencia de salvaguardas en los procedimientos e insuficiente participación pública" (Majone, 1994).

En la discusión de estos asuntos durante ese periodo —concentrada, el grueso de la misma, en torno a las discusiones académicas, parlamentarias y políticas sobre la nueva autoridad de servicios financieros (FSA) que estaba iniciándose en esos momentos— el procedimiento tradicional, o al menos en el que se confiaba, era que los reguladores rendían cuentas, a través de los ministros, al Parlamento. Este principio fue muy discutido⁵ y empezó a configurarse un nuevo modelo más complejo y que no confiaba de una manera exclusiva en la línea tradicional.

Existe un consenso sobre los factores que deben constituir la base de este esquema institucional que enmarca el funcionamiento adecuado de estas agencias. Estos elementos son los siguientes: independencia, rendición de cuentas, transparencia e integridad y, aunque la literatura académica considera que independencia y rendición de cuentas constituyen el núcleo de un buen gobierno, los otros dos, transparencia e integridad, refuerzan todo el conjunto y, en parte, están incluidos en los dos anteriores. Una independencia no equilibrada por los otros componentes mencionados tendría resultados imposibles de asumir o, por decirlo más claramente, no podría existir. El juego de los elementos mencionados es necesario también por el hecho de que la independencia tiene dos dimensiones: independencia del poder político pero, también, independencia de la industria tal como se ha comentado anteriormente (Quintyn y Taylor, 2002).

6.1 Sobre la independencia

La evidencia empírica respalda la afirmación sobre el carácter prioritario de la independencia operativa para el funcionamiento de estas agencias (Quintyn, Ramírez y Taylor, 2007)⁶.

⁵ "El enfoque tradicional de que los reguladores están sometidos a rendición de cuentas, vía los ministros, ante el Parlamento, no resulta muy convincente, ya que se trata de una visión profundamente equivocada, con frecuencia absurda, fuertemente inconveniente y, en determinados momentos perjudicial, ya que evita el desarrollo de genuinos instrumentos para garantizar la rendición de cuentas". C. Foster "Two concepts of accountability. Is a bridge possible between them?" (Public Policy and Management Association, 1999).

⁶ Por otro lado, en el marco de los ejercicios de evaluación de los sistemas financieros del FMI, que se verán más adelante, y dentro del conjunto de "Principios Básicos para una Supervisión Efectiva", el correspondiente a la independencia operativa, es uno de los que menos veces ha obtenido la calificación de "pleno cumplimiento".

Mientras que para los BC el asunto de la independencia es prácticamente un territorio conquistado, la situación de las agencias de supervisión/regulación está más retrasada. Por ello, con cierta frecuencia, la literatura sobre este tema utiliza como referencia y ejemplo lo ya alcanzado por la mayoría de los BC (Fischer, 1995)⁷. En términos muy generales, se trata de dotar a este tipo de agencias de la capacidad necesaria para poder actuar con autonomía en la fijación de las normas y regulaciones técnicas, dentro del marco señalado por la ley, es decir, para actuar con plena libertad sobre el sector objeto de supervisión y regulación.

La naturaleza del trabajo a realizar, su grado de especialización y complejidad, así como la velocidad con la que evolucionan y cambian los sistemas financieros y, por lo tanto, los problemas con que se enfrentan estas agencias, hacen de ésta una tarea inadecuada para un Gobierno, o para un comité dependiente directamente de algún Ministerio. Es por estas razones un trabajo adecuado para las agencias, que pueden actuar con rapidez, conocimiento y estabilidad en el desarrollo de sus mandatos legales.

Por otro lado, el proceso político de aprobación de normas es necesariamente lento y, por ello, susceptible de ser sometido a interferencias, razón por la cual lo más práctico y útil es que la agencia sea la responsable de la elaboración de las normas y regulaciones, así como de su posible cambio o adaptación dentro del marco de los objetivos políticos. Un proceso regulatorio, siguiendo el esquema Lamfalussy, podría ser tan eficaz en este terreno como lo está siendo en la elaboración de directivas comunitarias.

El argumento anterior adquiere una mayor profundidad en la literatura de la inconsistencia temporal: "la literatura de la inconsistencia temporal nos dice que, en verdad, resulta muy difícil para los políticos comprometerse de una manera creíble con estrategias y soluciones a largo plazo. Los políticos viven con los ciclos cortos de elecciones y sus horizontes normalmente no van más allá de la próxima elección. Además los políticos se encuentran con otro problema de este tipo ya que no pueden comprometerse a posteriores legislaturas y gobiernos, aprobando políticas públicas vulnerables al incumplimiento y, por ello, generando problemas de credibilidad" (Majone, 1997) (Das y Quintín, 2002). Por ello, la delegación del poder de regulación en una agencia independiente elimina cualquier déficit de credibilidad del Gobierno y es una muestra de la buena gobernanza del mismo. Por otro lado, la agencia podrá desarrollar su tarea con más eficacia en la medida en que haya contribuido a elaborar las normas que aplica (Das, Quintyn, Kauffman, 2000 y otros).

Aunque todo este poder delegado en las agencias tiene varios contrapesos que se analizarán más adelante, merece la pena subrayar ahora un requisito que cabe exigir a estas entidades respecto al cual el estado del arte está muy atrasado, aunque va adquiriendo creciente importancia. Se trata de que la agencia, antes de implantar una regulación, debería valorar el coste de la regulación para la industria o, de una manera más exacta, hacer un ejercicio de valoración coste-beneficio.

⁷ La referencia a los BC permite distinguir entre independencia en la fijación de objetivos y la independencia operativa. "La conclusión más importante tanto de la práctica como de la literatura académica es que el BC debe tener independencia operativa pero no debe tener independencia para la fijación de estos objetivos" (Debelle y Fischer, 1994 y Fischer, 1995).

Pasando a una argumentación más concreta, la independencia, para ser contemplada en su conjunto, requiere la consideración de cuatro facetas de la misma: institucional, regulatoria, supervisora y presupuestaria.

Es necesario detenerse, siquiera brevemente, en hacer algunos comentarios sobre las mismas.

6.1.1 Institucional

Debe tener, en cuanto a su actividad, un estatuto como institución independiente de los poderes políticos. Los elementos clave en que debe materializarse esta independencia son:

- a) **Reglas claras en el nombramiento y separación del cargo para los altos representantes de la institución y los miembros de los consejos.** Ambos extremos pueden plantear problemas cuya aparición parece difícil evitar a priori pues dependen de lo que podríamos llamar, tomando la expresión contable, "factores intangibles". En efecto, en principio, los criterios en ambos casos son obvios: poner al frente de la agencia a profesionales con la preparación técnica adecuada, con experiencia en el sector de que se trate y establecer unas reglas de salida vinculadas únicamente a la competencia y probidad de los órganos rectores, pero en ningún caso a las decisiones concretas que toman o, dicho de otra manera, a las posibles discrepancias con las políticas de quienes los nombraron.
- b) **Garantizar seguridad en cuanto a los plazos para el ejercicio de la función.** Un periodo equilibrado, sin fuertes argumentos a favor de una u otra duración, pero siempre dentro de plazos no muy largos (6/7 años). Son más importantes las normas de no renovación y de no coincidencia de las mismas con el ciclo electoral.
- c) **Nombramiento por el ejecutivo y comparencia inicial en el Parlamento.** Se han manejado en la práctica y en la teoría otras posibilidades. El nombramiento por el ejecutivo dota a la agencia de una mayor seguridad y respaldo y establece una línea bastante clara en el momento inicial, que no tiene porque plantear problemas posteriores si se establecen unas normas de rendición de cuentas adecuadas. Por otro lado, el ejecutivo es el responsable directo de la normativa y de su forma de aprobación; todo ello sin olvidar el hecho de que la interacción en la Unión Europea —en la que los asuntos financieros tienen una gran relevancia— requiere de los países participantes importantes esfuerzos de coordinación a nivel nacional e internacional. En este contexto, el Ministerio encargado de este asunto es el que está en mejores condiciones para coordinar todos los aspectos, entre los cuales un papel clave compete a las agencias. Es cierto que, volviendo a los "intangibles" mencionados más arriba, también esta opción puede plantear problemas si el proceso de selección se hace por las razones equivocadas (Majone, 1993)⁸.

⁸El instrumento más poderoso de control ejecutivo parece ser el poder de nombrar y de separar. Wood y Waterman (1991) señalan que la presidencia de Reagan, más que cualquier otro caso, es representativa del uso de los nombramientos para afectar al control político. El equipo de transición de Reagan estuvo meses analizando a aquellos que podían ser nombrados, enfatizando lealtad e ideología por encima de cualquier otro atributo".

El nombramiento por el Parlamento, que en teoría también sería posible, puede presentar —y hay abundantes ejemplos— mayores problemas al existir la tendencia a trasladar al funcionamiento de la agencia los efectos de discusiones que no tienen nada que ver con el funcionamiento de estos organismos, es decir, lo contrario de lo que se busca: aislarlos del debate político. Tampoco un nombramiento conjunto Ejecutivo-Legislativo solucionaría el problema, ya que la existencia de "dos jefes" nunca ha sido una buena solución, ni en este caso ni en el de ninguna otra institución financiera, por el grado de ambigüedad que introduce en la vida de la institución.

- d) **Estructura de gobierno: Órganos colegiados con participación de profesionales reconocidos.** Presidente y Vicepresidente nombrados por el Ejecutivo, concitando todos los apoyos posibles pero bajo su decisión y responsabilidad. El Presidente debe ser la máxima autoridad aunque las decisiones deben ser tomadas colegiadamente. Se debe también asegurar la sintonía entre Presidente y Vicepresidente y no buscar equilibrios distintos de aquellos relacionados con la competencia técnica y complementariedad. En la propuesta de nombramiento del Vicepresidente, el Presidente debería jugar un papel fundamental. Hay diferentes formas de organizar esto y todas pueden ser válidas si se garantiza el cumplimiento del requisito anterior.

El papel de los Consejos —su composición, sus funciones y la selección de sus miembros— es fundamental para que las agencias puedan desarrollar sus funciones de forma conveniente. La adecuada definición de los Consejos, clave para el buen gobierno de la entidad, proporciona un apoyo importante a la rendición de cuentas interna, reforzando con ello la independencia de la misma.

El modelo de Consejo (o Consejos) escogido en cada circunstancia depende en gran medida del esquema institucional vigente en cada país, así como de las circunstancias socioeconómicas y financieras del mismo. Por ello existe diversidad de casos y no se trata de catalogar y valorar cada uno. Sí, en cambio, tiene sentido esbozar unas ideas generales sobre los mismos.

Es bastante general que los nombramientos de los miembros de estos Consejos (consejeros independientes o no-ejecutivos) sean realizados por el Gobierno "únicamente en base a su integridad individual y experiencia". Sus funciones dentro de cada institución dependerán del modo de funcionamiento de la misma; por otro lado, lo normal es que tengan plazos tasados para el ejercicio de sus funciones, con renovación o no, y que su sustitución sea gradual con el fin de mantener la continuidad y que tengan una independencia real en el ejercicio de sus funciones.

En ocasiones, el modelo de funcionamiento es distinto y se integran en los Consejos otros tipos de consejeros no independientes en el sentido mencionado antes. Se trata de personas que, desempeñando sus tareas en las instituciones de origen, sean estas agencias independientes o estatales, las

⁹ Esto obviamente señala la necesidad de prescindir de cualquier otro criterio ad-hoc como puede ser el derivado de cubrir determinadas cuotas. "¿Pero de verdad pueden, el Parlamento y el Gobierno de un Estado serio, andar pactando los nombramientos de magistrados, vocales, consejeros y demás personajes centrales del parnaso político con los entes territoriales de ese mismo Estado?" (Sosa Wagner y Sosa Mayor 2006).

simultanean con funciones similares en los Consejos de otros organismos públicos. El deseo de un mayor grado de coordinación entre diferentes instituciones y la gestión de procesos de transformación o fusión de agencias son las causas más frecuentes de esta situación. Por su propia naturaleza estas situaciones deberían ser temporales, en algunos casos porque los procedimientos de coordinación han encontrado otras vías más eficaces de lograrla por el propio desarrollo de los sistemas financieros (acuerdos de cooperación, por ejemplo) y, en otros, porque los procesos de transformación o fusión han culminado.

A pesar de la utilidad de estos mecanismos hay que tener en cuenta que presentan algunos riesgos potenciales derivados del hecho de que al no estar sus tareas tasadas —es casi imposible— pueden tener que participar en decisiones de carácter puntual para las que no tienen por qué estar preparados y pueden plantearles conflictos de competencias.

El nombramiento de Presidente, Vicepresidente y consejeros son muy importantes pero, igualmente, lo son la selección de técnicos que van a desarrollar en ella su trabajo y los modos de funcionamiento interno de la institución en cuestión. Hay que tener en cuenta que, en muchas ocasiones, las interferencias políticas se confunden con problemas de organización interna y que las mencionadas interferencias, si existen, pueden ser neutralizadas si la agencia se ha dotado de mecanismos y procesos de funcionamiento adecuados. El prestigio de la institución, a todos los niveles, depende de la competencia técnica y ésta debe ser, por tanto, la regla básica para su organización¹⁰. El prestigio, por otro lado, facilita enormemente la tarea de regulación y supervisión haciéndola más eficaz y, al tiempo, más flexible. Es un hecho que la "persuasión moral" y los procesos de negociación, siempre respaldados por cobertura legal, son auxiliares muy eficaces para que la agencia cumpla sus objetivos, pero solo funcionan si el prestigio de la institución esta incólume.

- e) **El asunto de la transparencia.** Aun admitiendo siempre que su necesidad es un asunto muy discutido, y que adquiere formas muy diversas, entre el cero y el infinito debe haber puntos intermedios situados a lo largo del espectro posible. Una solución sensata sería admitir que hay cuestiones sobre las que en ningún caso podría aplicarse una norma de transparencia a las decisiones adoptadas y otras, que implican decisiones de otro tipo, que fijan criterios o que marcan posiciones, cuya publicación es beneficiosa y debería ser obligatoria. No puede ser muy difícil encontrar una solución. Por otra parte, hay que tener en cuenta que la tensión entre transparencia y confidencialidad es mucho mayor en una agencia de este tipo que en un BC: "mientras que las razones para las decisiones de Política Monetaria dejan de tener efectos de importancia al poco de producirse —y esto suele hacerse con rapidez—, no ocurre lo mismo con las decisiones regulatorias, ya que la agencia debe proteger los intereses de los stockholders y asegurar la

¹⁰Por otro lado, no hay nada más vulnerable que el prestigio de las instituciones. Se trata de un instrumento tan potente como elusivo. En una conferencia del CEMLA uno de los participantes enunció lo anterior de una forma muy gráfica, idiosincrásica podría decirse: "El prestigio lo adquieren las instituciones a la velocidad que crece la palmera y lo pierden a la velocidad que cae el coco".

imparcialidad y limpieza del proceso. La publicidad puede dañar las investigaciones y hacer imposibles las decisiones imparciales" (Hüpkes, Quintyn, Taylor, 2006).

Otra perspectiva de la transparencia es aquella que vincula la intensidad de su implantación en el sistema con el papel de la disciplina de mercado. Esta disciplina puede ser, desde luego, un refuerzo para las tareas del supervisor si es capaz de discriminar, por el propio mercado, entre las diferentes calidades en la gestión de riesgos de las entidades.

Para que esta disciplina de mercado pueda ejercer un papel discriminador de riesgos se requiere que los participantes en los mercados puedan tener un acceso adecuado a toda la información que les permita ejercer dicha capacidad y, para esto, la interacción de los mercados con el supervisor es fundamental.

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea ha subrayado esta necesidad de actuación conjunta cuando dice que "la interacción de la supervisión prudencial y la disciplina de mercado es crítica para promover la estabilidad a largo plazo, tanto de las instituciones, como de los sistemas bancarios. La eficacia de esta interacción depende, en gran parte, del ejercicio de una transparencia significativa" (Basilea 1998).

6.1.2 Regulatoria

Se refiere a la capacidad que deben tener estas agencias para establecer las reglas y regulaciones aplicables a la actividad de las instituciones financieras con el fin de proteger la solvencia y estabilidad, tanto individual como del sistema en su conjunto. El proceso político de aprobación de normas es necesariamente lento y, por ello, susceptible de ser sometido a interferencias, políticas o de otro tipo, que alargan los periodos innecesariamente. Por ello debería encomendarse a la agencia la elaboración de normas, dentro del marco de los objetivos políticos, y garantizar así, en caso necesario, su posible cambio con rapidez. Es una posición ampliamente compartida (el *ownership argument*) que si el regulador puede elaborar estas reglas, la aplicación de las mismas ganará en eficacia y, sobre todo, hará el proceso de cambio mucho más eficiente.

Este juego de poderes y sus necesarios contrapesos plantea también evidentes riesgos de exceso de regulación, que puede desanimar la elaboración de regulaciones ante el peso del aparato formalizador y, lo que es más importante, la atención del regulador se desvía produciendo "la disolución del proceso regulatorio, en vez de la protección de personas respecto a una acción arbitraria (Hamilton citado por Page, 2001).

Los riesgos de la sobre regulación pueden ser compensados, tal como muestra el caso de la FSA, con los requisitos que se han impuesto en esta Institución, aunque el equilibrio no resulta fácil ya que "la medida del éxito de los supervisores es la prevención de desastres. Por ello, existe una tendencia natural del regulador/supervisor de asegurarse contra malos resultados... mediante

sobrerregulación y sobresupervisión y, si algo sale mal, tratar de que el problema no sea atribuido a un fallo suyo" (Goodhart, 2001)¹¹.

También las discusiones sobre la constitución de la FSA han formado el principal banco de pruebas sobre la búsqueda de un sistema de regulación equilibrado. Esta institución está dotada con una gama de poderes muy amplia sobre la que, aún manteniéndola durante el proceso de discusión parlamentaria, se establecieron una serie de limitaciones. Además de todas las salvaguardias relacionadas con los procesos de consultas a los supervisados, la publicación de borradores, los grupos de discusión de las medidas, la explicación razonada de cada una de ellas y de su finalidad, etc., deben destacarse dos obligaciones no usuales en otros reguladores como son: la obligación de acompañar cada medida de un análisis coste-beneficio y su compatibilidad con el mandato de la FSA y, además, un análisis de su posible efecto sobre la competencia.

Un elemento importante, de escasa implantación por el momento en los reguladores, es el requisito de someter todas las regulaciones a un proceso de valoración de sus costes-beneficios como una vía de autocontrolar el proceso de creación de normas. El hecho, obvio, es que regular en exceso impone un coste demasiado oneroso a las entidades al que habría que añadir, como ocurre en algunos casos, el coste de financiar al supervisor. El exceso de regulación y el coste de la misma tienen efectos negativos sobre el sistema financiero y, a la larga, sobre la economía en general, ya que reducen la capacidad competitiva de las entidades sometidas y desaniman la entrada de nuevas inversiones.

La FSA aplica el análisis de coste-beneficio, desarrollando el mandato de su Estatuto, a diversos aspectos de su actividad regulatoria que requieren, entre otras, la integración del análisis coste-beneficio en un marco económico más amplio, la necesidad de distinguir cuidadosamente entre los impactos regulatorios que desvían recursos de un grupo a otro de aquellos otros impactos que se producen en la economía real (Simpson, Meeks y Klumpes, 2000).

6.1.3 Supervisora

Tanto las posiciones académicas como la experiencia práctica coinciden en que este componente de la independencia de las agencias es el que plantea más complicaciones y el que reviste una mayor complejidad en su implantación. La independencia supervisora es, al mismo tiempo, la más crucial de las facultades de las agencias, ya que de ella depende, en buena medida, el correcto funcionamiento del sistema financiero que es a su vez el soporte de la estabilidad financiera.

Este componente incluye un conjunto de actividades de las agencias sobre las entidades financieras que, desde la concesión y retirada de licencias para ejercer la actividad, hasta la apertura de expedientes, sanciones y formulación

¹¹Esto puede conseguirse mediante la tolerancia con los supervisados. Sí, en algunos casos, esto puede dar resultados positivos, pero también puede dar lugar a pérdidas sistémicas. Goodhart lo argumenta así: "La cuestión es cómo los reguladores deben tratar de alcanzar la extensión óptima de las pérdidas financieras. El óptimo será siempre mayor que cero, pues el coste de una supervisión intrusiva, una regulación restrictiva y limitaciones a la competencia e innovación tratando de llevar las pérdidas a cero, siempre sobrepasarán en costes para el Sistema Financiero a los beneficios que podrían obtenerse de prevenir todas las posibles pérdidas.

de observaciones, pasando por las inspecciones de las entidades tanto "in situ" como a distancia, configuran el núcleo básico de su actuación y la razón última de su existencia.

El ejercicio de esta actividad tiene una característica que la condiciona fuertemente, pero que también le dota de una mayor eficiencia. Se trata de la confidencialidad que debe revestir la relación del supervisor con los supervisados. Dadas las características de los sistemas financieros, su propensión al contagio y su vulnerabilidad ante noticias o rumores (verdaderos o falsos) es necesaria una discreción reforzada. La literatura contempla el riesgo de que esta confidencialidad necesaria pueda propiciar la aparición de interferencias que serían, según esta posición, menos visibles y, por lo tanto, más dañinas.

No parece, esta última, ser una razón de peso para matizar el carácter de necesidad absoluta de la confidencialidad. Además, cuando la independencia funciona en conjunción con otras características que deben reunir estas agencias, sobre todo las normas de rendición de cuentas, ese posible problema desaparece.

Esta independencia merece un subrayado en varios puntos concretos:

Respecto a la concesión y revocación de licencias la última palabra debería corresponder al supervisor. Es éste el que tiene la capacidad y los medios para saber y decidir "quién tiene que entrar" (las características de los aspirantes, su capacidad financiera, los proyectos que presentan, sin olvidar la consideración de otros aspectos relacionados con el conjunto del sistema etc.) y "quién debe salir", obviamente, cuando se cumplan todos los requisitos procedimentales establecidos. La no atribución plena al supervisor de esta capacidad puede contribuir a debilitar su posición, a crear interferencias no deseadas con otros órganos de la Administración, a complicar los procesos administrativos y todo esto aún en el caso de que finalmente los distintos actuantes coincidan en la decisión final. En este punto se centraba una de las recomendaciones del FSAP de FMI para España (FSAP, 2006).

Como inherentes al adecuado ejercicio de esta función caben mencionar también otros requisitos. La protección legal de los supervisores en el ejercicio de sus funciones es importante. Las decisiones tienen que ser obviamente recurribles y los procedimientos de apelación o reclamación ante los tribunales deben ser garantistas, pero al mismo tiempo se debe evitar su alargamiento pues generan falta de confianza, retrasan el funcionamiento de entidades en condiciones no ideales e, incluso, en el caso de decisión a su favor, también pueden resultar perjudicadas por el alargamiento del proceso y no digamos sus clientes. Esto afecta además a todo el sistema y también la reputación del supervisor puede verse afectada.

Otro requisito importante es la fijación y mantenimiento de unos niveles adecuados de remuneraciones, proyectos de carreras claras (incluyendo una continua formación) que permitan mantener el nivel técnico y la experiencia acumulada evitando al mismo tiempo un tipo de "captura" distinto del mencionado anteriormente, la de los especialistas que trabajan en estas agencias.

Un último punto que ha sido objeto de consideración es la necesaria pero difícil conciliación de la discreción y flexibilidad del supervisor con el tratamiento equitativo (que no tiene que implicar igualdad) de las entidades supervisadas. Este es un punto que en ocasiones genera confusión y merece un comentario.

Las actuaciones del organismo supervisor deben ser previsibles y responder a criterios conocidos pero no invariables (Segura 2007). Es necesario que sean duraderas porque generan una base sólida de actuaciones futuras, pero deberán modificarse en ocasiones cuando lo exijan los cambios de mercados y estas variaciones debieran ser conocidas —por el saludable efecto de la transparencia— cuanto antes.

La igualdad para todos no es un buen criterio, pues puede ser injusto además de inaplicable. Las actuaciones deben ser neutrales y simétricas pero no iguales para todos con independencia de las circunstancias de cada caso. "Los supervisados sí deben estar convencidos de que un competidor, en circunstancias semejantes a las suyas, será tratado de igual forma que él por el supervisor" (Segura 2007).

Complicado, evidentemente, pero inevitable. Su dificultad puede acrecentarse en la medida que se consoliden algunas tendencias que apuntan, por oposición al sistema tradicional basado en libros de reglas, hacia una supervisión basada en principios. Posiblemente estemos en este momento en un proceso de transición entre ambos modelos. Quizás el caso más claro de este proceso de transición (McCarthy, 2007) sea el de la FSA.

6.1.4 Presupuestaria

Esta última faceta de la independencia es de formulación sencilla pero de crucial importancia y puede condicionar toda la actuación de las agencias. El control de su presupuesto y la aplicación de sus recursos a las prioridades decididas por la agencia es un requisito operativo de la mayor importancia. Permite a las agencias desarrollar sus funciones y anticiparse a los posibles nuevos acontecimientos con mayor agilidad y sin interferencias. Los procesos administrativos tradicionales de la Administración del Estado, especialmente los relativos a la contratación de personal y a los sistemas de incentivos, pero también otros de carácter más burocrático, como pueden ser las contrataciones de servicios, etc., suponen limitaciones importantes a la actividad de estas agencias. Las propias características del territorio sobre el que actúan estas agencias demandan —y esto no supone ausencia de controles— una mayor agilidad en su funcionamiento.

Los modelos existentes en estos momentos son bien sencillos. Por un lado la dependencia de los presupuestos del Estado, que implica un grado de atadura importante y que puede sufrir recortes en épocas de crisis. La mayor burocratización también sería un inconveniente ya mencionado. En estas circunstancias la agencia difícilmente puede planear una actividad a medio plazo y con continuidad (la dependencia política).

Otra alternativa es la de financiación de las tareas supervisoras mediante cargos sobre las entidades supervisadas. Aquí aparecería, en cambio, la dependencia de

la industria. Parece, en cualquier caso, un sistema mejor que el anterior. Puede ocurrir que sí el sistema entra en crisis, que es el momento en el que se requieren más esfuerzos por parte del supervisor, la industria, debido a esas condiciones generales, se muestre más reticente. La FSA, desde la reforma del año 2000, adoptó este sistema de financiación. Una combinación de ambos puede ayudar a paliar algunos de los problemas mencionados (Gil y Segura, 2007).

Pueden funcionar otros modelos mixtos compuestos de presupuesto público e industria financiera o bien otro, que implica un esquema institucional distinto, consistente en que el supervisor está integrado en el BC con lo cual actúa con cargo al presupuesto del mismo. Este parece ser el más favorable, ya que a las ventajas del BC une la de la financiación "contagiándose", además, de la autonomía que tienen reconocida los BC.

6.2 Sobre la rendición de cuentas

Con frecuencia la existencia de agencias financieras independientes ha estado bajo sospecha, generada por el hecho de que el amplio poder de que disponían y la independencia que se les concedía no estaban compensados por adecuados mecanismos de responsabilidad (en un sentido muy amplio) que obligasen a una rendición de cuentas. El concepto de rendición de cuentas es, de por sí, un concepto elusivo y complejo. Además, su contenido ha cambiado en los últimos años porque tanto el entorno político como el social y económico-financiero han experimentado continuos cambios que han forzado una permanente ampliación de sus niveles de exigencia.

Una serie de circunstancias, relacionadas con la operativa de estas agencias, explica la mayor complejidad que su "rendición de cuentas" tiene frente a la de otras entidades, entre ellas los BC. Por un lado, la dificultad del concepto, antes mencionada, hace que, con frecuencia, ésta haya sido identificada, erróneamente, con "control" haciendo que aquella característica sea algo completamente incompatible con la independencia. De hecho, la rendición de cuentas y la independencia son complementarias y se refuerzan mutuamente. Por otro lado, es cierto, además, que estas agencias, al tener poderes mucho más amplios, con repercusiones más importantes sobre los supervisados y sobre el sistema en su conjunto y operar en un entorno con varios "principales" incrementan la complejidad de su aplicación.

Es decir, "aunque los poderes Legislativo, Ejecutivo y Judicial son, por razones obvias, los "principales" más importantes de las agencias supervisoras, éstas también deben "rendir cuentas" directamente a un número mayor de "principales" —incluyendo las entidades que supervisan, los clientes de esas entidades supervisadas, el público en general y sus iguales" (Hüpkes, Quintyn y Taylor, 2006).

Se trata, pues, de establecer unos mecanismos que sirvan de contrapeso y justificación a la independencia de estas instituciones, sin eliminar esta característica fundamental del quehacer de las mismas. Esto sólo se consigue mediante el juego de elementos complementarios, la rendición de cuentas es sólo uno de ellos, de tal forma que se llegue "a una situación en la que ningún

elemento aislado pueda controlar la agencia, pero que ésta, no obstante, esté bajo control" (Majone, 1994; Moe, 1987).

Cada una de las facetas de la independencia mencionadas en el apartado anterior tiene, como es lógico, su correspondiente forma de rendición de cuentas. Así, al tener delegada una autoridad por parte del Ejecutivo y el Legislativo —esto es una independencia institucional—, la agencia deberá rendir cuentas ante ambos poderes. Con el Legislativo deberá establecerse una serie de contactos y comparecencias, tanto regladas como a petición del Órgano en circunstancias especiales. Con el Ejecutivo, por otro lado, se deberán establecer también canales institucionales de comunicación que deberán ser complementados con "un diálogo entre la agencia y el Ministerio de Economía. Información acerca del sector supervisado, sin embargo, solo debería fluir en forma agregada. Ningún dato confidencial o individual de una entidad debería ser compartido en circunstancias normales y la confidencialidad de la información supervisora está normalmente contemplada en la Ley" (Quintyn, Ramírez y Taylor, 2007).

El poder de regulación que le conceden los detentadores originales del mismo obliga a la agencia a establecer mecanismos de rendición de cuentas frente a las entidades supervisadas y los clientes de las mismas. Sí, además, la agencia en cuestión se financia, en todo o en parte, con cargo a las entidades, la obligación de dar cuentas se torna más rigurosa. La publicación de regulaciones y prácticas supervisoras, así como el establecimiento de canales de consulta con los supervisados, la presentación de informes y, fundamentalmente, una valoración de la eficacia de la regulación y su coste para la industria, etc., son elementos clave de transparencia, "transparencia, consulta, participación y representación son poderosos vehículos para establecer y mantener la rendición de cuentas".

Dada la inmunidad y protección que, en general, los miembros de las agencias tienen a la hora de desarrollar sus funciones supervisoras, parece lógico pensar que un elemento importante de la rendición de cuentas debe ser la capacidad de recurrir las actuaciones del mismo por parte de los supervisados mediante la existencia de procedimientos legales. Igualmente, para las entidades supervisadas también debe existir la posibilidad de que los clientes puedan recurrir.

La presencia simultánea de todos los elementos analizados y la interrelación entre ellos son la justificación última de la existencia de estas agencias independientes. Varios autores señalan que "una vez aceptado que la rendición de cuentas genera legitimidad, y que la legitimidad respalda la independencia, está claro que la relación entre rendición de cuentas e independencia no implica ningún *trade-off*, pero si una relación de complementariedad".

7 Estudios empíricos

Se han hecho algunos trabajos, no muchos, para valorar hasta qué punto en el período reciente —las dos décadas que enmarcan el cambio de siglo

aproximadamente— se ha avanzado en el proceso de dotar a estas agencias de las características de funcionamiento que han sido descritas en los apartados anteriores.

Uno de estos estudios (Quintyn, Ramírez y Taylor, 2007)¹² trata de evaluar dicha evolución haciendo hincapié, sobre todo, en la mayor o menor intensidad con que la "independencia" y la "rendición de cuentas" han ganado terreno en el desarrollo de las actividades de las agencias.

La cobertura del estudio se circunscribe a las agencias responsables de la supervisión/regulación bancaria en aquellos países, un total de 32 (13 de ellos únicamente con cambios en legislación y 19, además, con cambios institucionales) que, en el periodo señalado, han experimentado reformas en sus sistemas de supervisión/regulación.

El trabajo es bastante detallado y no tiene cabida aquí pero en general concluye que los compromisos con la independencia no están completamente asumidos y la confianza en la "rendición de cuentas" y, en consecuencia, la interacción entre ésta y la independencia, no es completa. Por otro lado, pone de manifiesto que los políticos muestran una cierta resistencia a dotar de independencia a estas agencias y las someten a controles adicionales con frecuencia disfrazados de normas de "rendición de cuentas".

Otro trabajo empírico con metodología y muestras diferentes (Arnone, Darbar, Gambini, 2007), utilizando como base los ejercicios de evaluación del FMI/BM, desde su inicio hasta 2004, analiza las relaciones entre la calidad de la supervisión bancaria y las normas de gobierno de las agencias supervisoras. Para ello analiza el grado de cumplimiento de los principios básicos para una supervisión efectiva (principios de Basilea) y el código de transparencia de las políticas financieras (del FMI) y las correlaciones entre ellos.

Las conclusiones van en la misma línea que las del ejercicio anterior, y en sus palabras: "encontramos una correlación positiva entre transparencia del supervisor y la eficacia de la supervisión bancaria; además, mejor rendición de cuentas e integridad del supervisor están asociadas con mayor independencia que, a su vez, se vincula con un más completo cumplimiento de los principios de Basilea".

8 La práctica: normas internacionales y ejercicios de evaluación

El hilo conductor de todas las reflexiones anteriores ha sido subrayar la importancia que, para el mantenimiento de la estabilidad financiera, tiene la existencia en los sistemas financieros¹³ de entidades supervisoras/reguladoras que, dotadas de unas características determinadas —"independencia", "rendición de

¹²El estudio se centra en el establecimiento de las reformas desde un punto de vista estrictamente legislativo, es decir, no llega a analizar la aplicación práctica de dichas reformas.

¹³La argumentación también serviría, con los ajustes adecuados según el objeto de la agencia, para otras distintas de las que actúan en los sistemas financieros, de hecho estas "otras" existen desde mucho antes.

cuentas", "integridad" y "transparencia"— desempeñan un papel fundamental en la preservación de las crisis o en la gestión de las mismas, en el caso de que surjan¹⁴. Con independencia de las dudas de los ejercicios mencionados antes, lo cierto es que la penetración de estas ideas, y las prácticas derivadas de las mismas, ha sido creciente en los últimos años.

A esta evolución han contribuido eficazmente los trabajos de las organizaciones internacionales que establecen códigos y normas con recomendaciones para los sistemas financieros y para los reguladores/supervisores de los mismos¹⁵.

Junto al trabajo de estas organizaciones, e interactuando con ellas, han desempeñado un papel fundamental los ejercicios de evaluación de los sistemas financieros que el FMI y el BM vienen realizando desde el estallido de la crisis asiática de los años 90 con el fin de poner en funcionamiento todas las políticas necesarias para tratar de evitar su repetición en el futuro (más de 100 países de todos los continentes han realizado estos ejercicios hasta el momento).

La experiencia asiática puso de manifiesto la facilidad del contagio de un país a otro lo cual acentuó la necesidad de una cooperación internacional que asegurase el fortalecimiento de la arquitectura financiera internacional.

Apoyados en las normas propias y en los conjuntos de normas de otros organismos que acabo de mencionar, estos ejercicios han sido el vehículo para mejorar la resiliencia de todos los sistemas financieros. Así pues, su importancia es difícil de exagerar¹⁶. Realizan una evaluación independiente de todos los aspectos del sistema financiero tratando de buscar las vulnerabilidades de los mismos y, aunque la publicación de buena parte del ejercicio es potestad de las autoridades nacionales, el FMI recomienda la publicación de todos los resultados y pruebas realizadas (así se hizo en el caso de España) permitiendo que los mercados puedan valorar todos los riesgos, siendo, además, una excelente oportunidad para favorecer la cooperación internacional que es uno de los objetivos que se señalaron al principio¹⁷.

14 Una revisión de los casos más destacados, en los que las carencias de las agencias han contribuido a la aparición de inestabilidad financiera, puede encontrarse en varios trabajos de las referencias. Después de un análisis de los mismos Quintyn y Taylor (2002) concluyen que: "...el apoyo de los políticos a regulaciones débiles y la tolerancia como consecuencia de presiones políticas (impidiendo que los reguladores actúen sobre instituciones respecto a las que tenían indicios de la necesidad de intervención) son los tipos más comunes de erosionar la integridad de las funciones supervisoras". No obstante, conviene señalar que los casos reseñados son: Korea, Japón, Indonesia y Venezuela.

15 Los más importantes de estos códigos son los establecidos por las tres organizaciones sectoriales: banca, mercados y seguros, respectivamente: Principios básicos para una supervisión bancaria efectiva (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, BSBC); principios del mercado de valores (Organización Internacional de Comisiones de Valores, IOSCO); principios básicos de seguros (Asociación Internacional de Supervisores de Seguros, IAIS); y, adicionalmente, principios básicos para sistemas de pagos sistemáticamente importantes (Comité de Pagos y Sistemas de Liquidación, CPSS); Código de Buenas Prácticas de Transparencia en Políticas Monetaria y Fiscal (FMI).

16 Un análisis detallado del funcionamiento de estos ejercicios puede encontrarse en Baliño (2006) y una descripción de su aplicación en el caso de España en "El Banco de España y la Evolución del Sistema Financiero" varios autores (2006) y preparación del FSAP en Garrido (2005).

Esta cooperación internacional se ve favorecida también por la composición de los equipos que realizan el trabajo. Un equipo de 10/15 personas dirigido por funcionarios del FMI y el BM y compuesto por expertos de diferentes países. En el equipo del ejercicio para España (2006) 7 de sus miembros eran de procedencia muy variada: Comptroller of the Currency (USA), Banco de la Reserva del Perú, Securities and Exchange Commission (USA), Autorité des Marchés Financiers (Francia), Comisión Nacional de Seguros y Finanzas (Méjico) y Riskbank (Suecia). Un análisis más amplio de las pruebas de resistencia de los sistemas financieros en el marco de estas evaluaciones, en Blanco, Roberto y García-Herrero, Alicia (2004) (REF, mayo 2004).

17 Esta cooperación internacional se ve favorecida también por la composición de los equipos que realizan el trabajo. Un equipo de 10/15 personas dirigido por funcionarios del FMI y el BM y compuesto por expertos de diferentes países. En el equipo del ejercicio para España (2006) 7 de sus miembros eran de procedencia muy variada: Comptroller of the Currency (USA), Banco de la Reserva del Perú, Securities and Exchange Commission (USA), Autorité des Marchés Financiers (Francia), Comisión Nacional de Seguros y Finanzas (Méjico) y Riskbank (Suecia).

Su metodología está en línea con los objetivos del programa: "medir la capacidad y resistencia del sistema, reducir la probabilidad de crisis sistémicas, limitar la severidad de las crisis que eventualmente pudieran ocurrir y solucionar las debilidades existentes" (Baliño, 2006). Sus herramientas son cuantitativas —pruebas de esfuerzo, indicadores de la salud del sistema— y cualitativas —evaluación del cumplimiento de normas y códigos, así como, mecanismos para prevenir y manejar una crisis¹⁸.

9 Recapitulación

- 1) Junto a la tributación y el gasto público, la regulación es el tercero de los instrumentos que el Gobierno suele utilizar para llevar a buen fin sus objetivos.

La regulación se genera básicamente en el entorno del Gobierno y sus diferentes departamentos ya que es él quien en origen detenta los poderes para promoverla. No obstante, en determinadas ocasiones, y por circunstancias ya mencionadas en el trabajo, el Gobierno "delega" parte de sus poderes, mediante los procedimientos jurídicos y parlamentarios reglados, en instituciones independientes que operan en áreas concretas. Esta "delegación" y la propia existencia de las entidades reguladoras Independientes, han atravesado distintas vicisitudes en su desarrollo, pero desde los años noventa del siglo pasado han experimentado un proceso de creciente consolidación.

El trabajo se ocupa de un tipo determinado de agencias independientes, las que actúan en el sector financiero, pero las reflexiones que se hacen en el mismo son en su esencia aplicables a las otras agencias independientes que actúan en distintos sectores (energía, competencia, etc.). Es un hecho de aceptación general que este tipo de agencias reguladoras/supervisoras financieras, establecidas con todas las garantías necesarias, constituyen un elemento crucial para el desarrollo y mantenimiento de la estabilidad financiera, que es considerada un "bien público".

- 2) Las crisis de los años 90, su rápido contagio de unos países a otros, la inexistencia de este tipo de agencias, más las interferencias políticas en algunas ocasiones y los acelerados cambios en los mercados financieros internacionales pusieron de manifiesto la necesidad de distintos tipos de medidas, entre ellas la potenciación de este tipo de instituciones.

El desarrollo de las mismas ha sido apoyado por dos elementos decisivos: por un lado, los trabajos de los organismos internacionales que elaboran códigos, normas de conducta etc. que tienen aplicación internacional y, por otro, la actividad iniciada en aquellos años con los ejercicios de

¹⁸Un análisis más amplio de las pruebas de resistencia de los sistemas financieros en el marco de estas evaluaciones, en Blanco, Roberto y García-Herrero, Alicia (2004) (REF, mayo 2004).

evaluación de los sistemas financieros que desde entonces vienen desarrollando el FMI y el BM y que apoyan, en los países que se someten a ellos, la creación y fortalecimiento de este tipo de agencias.

- 3) Tras el periodo de transición, antes mencionado, la presencia de estas agencias, y su necesidad, se ha transformado en algo que nadie discute; así, toda la literatura académica y los ejercicios empíricos se han concentrado, no tanto en la necesidad o no de estas instituciones, sino que, dándola por hecho, el objetivo es el establecimiento de las condiciones necesarias para que su actuación sea óptima. Este objetivo, aunque complejo, puede formularse con suficiente claridad: el establecimiento de entidades independientes que no puedan configurarse como un "cuarto poder" no responsable ni sometido a las normas de control democrático en sus actuaciones.
- 4) La proposición que sirve de base al ejercicio del control democrático antes mencionado es un "modelo de diálogo" en el que diferentes niveles del estamento político y de las propias agencias mantienen abiertas vías de comunicación que nunca deben confundirse con instrucciones o sugerencias más o menos ambiguas. Conviene precisar un punto importante que debería ser bien entendido: la independencia de estas entidades no puede ser absoluta, en ninguna circunstancia puede darse esta situación. Para que la agencia pueda desarrollar sus funciones con eficacia es necesario que se mantenga en contacto con todo tipo de interlocutores. Es obvio que deben tener vías de información con las entidades que supervisan, con los agentes que participan en los mercados y con los inversores, pero también, como un principio de buen gobierno, deben mantenerse en contacto con las realidades políticas mientras desarrollan sus mandatos con el fin de conocer las intenciones y deseos así como anticipar las reacciones de los políticos.

A partir de esta premisa, la configuración de estas entidades requiere una cuidadosa consideración en la que los elementos informales — vinculados con las tradiciones constitucionales, administrativas y políticas— deben jugar un papel crucial. Estos elementos dependen de factores de difícil concreción. En efecto, la cultura política nacional determina si un país es capaz de alcanzar una independencia regulatoria y supervisora real. Si no existen instituciones políticas duraderas y transparentes —con nítidas divisiones entre los tres poderes—; si no están enraizadas en la sociedad civil, en sus políticos y en sus medios de comunicación las ideas sobre la conveniencia de instituciones con una independencia equilibrada, y si los sistemas de controles y equilibrios constitucionales no funcionan adecuadamente, más difícil será el asentamiento en nuestro país de este tipo de instituciones.

- 5) Gran parte de las consideraciones anteriores remiten inevitablemente al "factor humano y político" y, por lo tanto, corren el riesgo de ser consideradas, en el mejor de los casos, como buenas intenciones con mayor o menor proclividad al cambio, dependiendo de dónde sople el viento. Por ello, ha sido necesario constituir un esquema institucional formalizado y transparente que enmarque el funcionamiento de estas entidades.

- 6) En la composición del mismo existe un consenso sobre los elementos que deben integrarlo: independencia, rendición de cuentas, transparencia e integridad, serían los criterios básicos sobre los que debería basarse su funcionamiento. Se considera que la independencia y rendición de cuentas constituyen el núcleo de "buen gobierno" de estas agencias. Los otros dos elementos, transparencia e integridad, refuerzan el conjunto y, en parte, están implícitos en los anteriores. Todos ellos, actuando de una manera simultánea, configuran una forma de actuación que garantice que estas entidades independientes produzcan resultados excelentes en cuanto al incremento de la "resilience" de las entidades financieras y el reforzamiento de la estabilidad financiera, tanto individual como para el conjunto del sistema.
- 7) La actuación de estas agencias reguladoras independientes ha demostrado ser un elemento clave en la gestión para el mantenimiento de la estabilidad financiera siempre y cuando han actuado de acuerdo con los principios formulados. No obstante, convendría insistir en el hecho de que una estructura institucional, por muy perfecta que sea, puede mostrarse estéril — independencia descompensada— si lo que antes se ha denominado "el factor humano y político" no está convencido de la bondad del instrumento. Quizás por ello sea conveniente cerrar el artículo con la misma preocupación con que se abrió: sea cual sea la motivación que pensemos como más probable, optimista o cínica, lo cierto es que, con independencia de ella, lo importante es que la delegación sea adecuada y real.

10 Bibliografía

Alesina, A. y Tabellini, G. (2005): "Why do Politicians Delegate?", *NBER Working Paper Series 11531. National Bureau of Economic Research. July.*

Arnone, M., Darbar, S.M. y Gambini, A. (2007): "Banking Supervision: Quality and Governance", *IMF Working Paper WP/07/82. International Monetary Fund. April.*

Baliño, T. (2006): "El Programa de Evaluación del Sector Financiero del Fondo Monetario Internacional/Banco Mundial", en Baliño, T. y otros: "El Banco de España y la Evolución del Sistema Financiero". *Notas de Estabilidad Financiera, N^o 5. Diciembre.*

Blanco, R. y García-Herrero, A. (2004): "Las Pruebas de Estrés en los Programas de Evaluación del Sistema Financiero", *Revista de Estabilidad Financiera, N^o 6. pp. 107-121. Banco de España. Mayo.*

Crujisen, C.V.D. y Eijffinger, S. (2007): "The Economic Impact of Central Bank Transparency: A Survey", *CentER Discussion Paper Series No. 2007-06 February.*

Das, U.S. y Quintyn, M. (2002): "Crisis Prevention and Crisis Management: The Role of Regulatory Governance", *IMF Working Paper WP/02/163. International Monetary Fund. September.*

DeBelle, G. y Fischer, S. (1994): "How independent should a Central Bank Be?", *Working Papers in Applied Economic Theory* 94-05. Federal Reserve Bank of San Francisco.

Fischer, S. (1995): "Central-Bank Independence Revisited", *The American Economic Review*. Vol. 85, No. 2, *Papers and Proceedings of the Hundredth and Seventh Annual Meeting of the American Economic Association*, pp. 201-206. May.

Foster, C. (2000): "Two concepts of accountability: is a bridge possible between them?", *Public Management and Policy Association*.

Garrido, I. (2005): "El FSAP, un Instrumento para la Estabilidad y el Desarrollo", *Revista de Estabilidad Financiera*, N^o 9. pp. 9-28 Banco de España. Noviembre.

Gil, G. y Segura, J. (2007): "La Supervisión Financiera: Situación Actual y Temas para Debate", *Revista de Estabilidad Financiera* No. 12. pp. 9-40. Banco de España. Mayo.

Goodhart, C. (2001): "Regulating the Regulator: An Economist's Perspective on Accountability and Control", *Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century*, E. Ferran, C.A.E. Goodhart, eds., Hart Publishing Co.

Hüpkes, E., Quintyn, M. y Taylor, M.W. (2005): "The Accountability of Financial Sector Supervisors: Principles and Practice", *IMF Working Paper WP/05/51*. International Monetary Fund. March.

Hüpkes, E., Quintyn, M. y Taylor, M.W. (2006): "Accountability Arrangements for Financial Sector Regulators", *Economic Issues* 39. International Monetary Fund.

Lastra, R.M. y Wood, G. (1999): "Constitutional Approach to Central Bank Independence", *Quarterly Journal of Central Banking*. Volume X, No. 3. Pp. 34-40.

Lastra, R.M. y Shams, H. (2001): "Public Accountability in the Financial Sector", *Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century*, E. Ferran, C.A.E. Goodhart, eds., Hart Publishing Co.

Majone, G. (1993): "Controlling Regulatory Bureaucracies: Lessons from the American Experience". *European University Institute*. Florence. May.

Majone, G. (1994): "The Rise of the Regulatory State in Europe", *West European Politics*, 17.pp. 77-101. Citado por Page, A. (2001).

Mascindaro, D., Nieto, M.J. y Prast, H. (2006): "Financial Governance of Banking Supervision: A Primer". *October*.

McCarthy, C. (2007): "Speech on Financial Regulation: Myth and Reality". *British American Business London Insight Series and Financial Services Forum*. February.

Page, A. (2001): "Regulating the Regulator: A lawyer's Perspective on Accountability and Control". *Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century*, E. Ferran, C.A.E. Goodhart, eds., Hart Publishing Co.

Quintyn, M. y Taylor, M.W. (2002): "Regulatory and Supervisory Independence and Financial Stability". *IMF Working Paper WP/02/46. International Monetary Fund. March.*

Quintyn, M. y Taylor, M.W. (2004): "Should Financial Sector Regulators Be Independent?". *Economic Issues 32. International Monetary Fund. March.*

Quintyn, M., Ramírez, S. y Taylor, M.W. (2007): "The Fear of Freedom: Politicians and the Independence and Accountability of Financial Sector Supervisors". *IMF Working Paper WP/07/25. International Monetary Fund. February.*

Segura, J. (2007): "Discurso de toma de posesión como Presidente de la CNMV y comparecencia en la Comisión de Economía del Congreso". *Mayo.*

Simpson, D., Meeks, G., Klumpes, P. y Andrews, P. (Editor) (2000): "Some cost-benefit issues in financial regulation". *Occasional Paper Series, No 12. Financial Services Authority, FSA. October.*

Stigler, G.J. (1988): "The Theory of Economic Regulation". *Chicago Studies in Political Economy. The University of Chicago.*

Sosa Wagner, F. y Sosa Mayor, I. (2006): "El Estado Fragmentado". *Madrid. Editorial Irotta.*

Wood, D.B. y Waterman, R. (1991): "The Dynamics of Political Control of the Bureaucracy", *American Journal of Political Science Vol. 85, pp. 801-28 (Citado en Majone 1993).*

Basle Committee on Banking Supervision (1998): "Enhancing Bank Transparency". *Public disclosure and supervisory information that promote safety and soundness in banking systems. September.*

El proceso de consolidación de los mercados de valores internacionales

Nuria Baena Tovar (*)

(*) Nuria Baena Tovar pertenece a la Dirección de Estudios y Estadísticas de la CNMV.

1 Introducción

En la actualidad nos encontramos en pleno proceso de adaptación del panorama bursátil internacional a los profundos cambios que se han producido en las dos últimas décadas. Uno de los fenómenos que más impacto ha tenido ha sido la desmutualización de los mercados, que ha supuesto un cambio en la orientación de la gestión de las sociedades rectoras de los mercados hacia objetivos de rentabilidad, eficiencia y satisfacción de las necesidades de los intermediarios e inversores de una manera competitiva. El desarrollo tecnológico y el carácter liberalizador de la regulación en la Unión Europea han debilitado el tradicional monopolio de las bolsas al permitir la participación de sistemas alternativos de contratación en igualdad de condiciones que las bolsas de valores históricas.

El nivel de competencia entre los mercados de valores internacionales se ha incrementado considerablemente. La búsqueda de negocio de las sociedades gestoras de las bolsas ha intensificado los movimientos estratégicos de integración entre mercados para reforzar la posición competitiva. El proceso de consolidación está en estos momentos abierto y los movimientos futuros son difíciles de predecir. Hasta el momento resultan destacables los procesos de integración NYSE- Euronext y LSE- Borsa Italiana.

En este artículo se ofrece una visión general del proceso de cambio de los mercados de valores internacionales. En primer lugar se analizan qué factores están o han cambiado en los mercados de valores y su impacto sobre el nivel de competencia del sector. Posteriormente se detallan las posibles formas de consolidación e integración entre mercados y sus ventajas e inconvenientes. Los principales movimientos estratégicos en las bolsas y los mercados de productos derivados son tratados en el apartado siguiente. Por último se contemplan cuáles son los retos regulatorios de estos cambios y las posibles actuaciones de las autoridades para garantizar que la integridad de los mercados y la protección de los inversores no se vean dañadas.

2 Competencia e integración entre mercados

La cuestión de las agencias independientes, su razón de ser y su capacidad para actuar dentro del marco político democrático sin vulnerar los principios básicos del mismo ha sido y es un motivo de continuos debates y cambios en la historia de los diferentes países, proceso en el que los Estados Unidos ha desempeñado un papel pionero con una incorporación mucho más tardía y desigual de los países europeos, continentales sobre todo. Los mercados de valores internacionales están

desarrollando su actividad en un entorno más competitivo que hace una década. Los cambios han sido importantes y seguirán siéndolo en el futuro. Son muchos los factores que están haciendo aumentar el grado de competencia en el sector: los procesos de desmutualización de las sociedades gestoras de las bolsas, los avances tecnológicos, la desregulación, el incremento de los niveles de transparencia y de acceso a la información, la liberalización del acceso a los sistemas de contratación, etc.

Hasta el momento puede decirse que la mayor competencia está fomentando los procesos de integración entre los mercados de valores. No obstante, recientemente está aumentando la preocupación porque pueda producirse en el futuro el fenómeno contrario; es decir, una fragmentación de los mercados. A continuación se explican los principales elementos de competencia en el sector y sus efectos sobre la integración o fragmentación.

2.1 Los procesos de desmutualización

La estructura de propiedad y la gestión de las sociedades rectoras de las bolsas se han modificado sustancialmente desde la segunda mitad de los años 90. Las tradicionales asociaciones mutualistas orientadas a la satisfacción de las necesidades de los miembros del mercado, sin ánimo de lucro, en las que cada miembro tenía un voto se han transformado en empresas financieras cuyo objetivo es la maximización del valor de las acciones para los accionistas-propietarios, los cuales no tienen por qué ser los propios miembros o usuarios del mercado.

Esta desmutualización ha supuesto la separación entre los derechos de contratación en el mercado y la propiedad de las acciones, de forma que nuevos accionistas ajenos a la actividad de intermediación pueden pasar a tener poder de decisión en la empresa. Este proceso suele finalizar, como veremos más adelante, con la salida a cotización de la empresa gestora de la bolsa en el propio mercado.

Una de las funciones principales de la desmutualización es reducir el control de los intermediarios en la toma de decisiones pues se entiende que dichas decisiones podían entrar en conflicto con las necesidades de los otros dos principales participantes en los mercados de valores, las empresas cotizadas y los inversores.

Otro de los objetivos de la desmutualización y posterior cotización de las sociedades rectoras de los mercados bursátiles es la obtención de recursos financieros. La proliferación de sistemas de contratación alternativos a las bolsas con costes reducidos ha incrementado considerablemente el nivel de competencia por la captación del flujo de órdenes de compra y venta de una gama de intermediarios cada vez más globales e internacionales. En estas circunstancias, los mercados están modernizando las infraestructuras de contratación y liquidación para que éstas sean cada vez más eficientes en términos de agilidad y coste.

Por otra parte, algunas de las principales bolsas están llevando a cabo procesos de expansión o compra de otros mercados (véase apartado 3). La

desmutualización –por ampliar la gama del accionariado- y la cotización –al permitir la emisión de acciones nuevas- les facilita la obtención del capital que necesitan las inversiones en tecnología y las fusiones y adquisiciones de otros mercados. También les permite dar acceso al mercado a inversores no residentes o institucionales.

Los principales efectos de la desmutualización son:

- (i) la eliminación de las barreras a la transmisión de las acciones de las empresas gestoras de las bolsas. En caso de cotización, las acciones se negocian libremente, normalmente en el propio mercado.
- (ii) el fomento de los procesos de integración entre mercados. La cotización de las acciones facilita la valoración de los mercados en los casos de compras amistosas y permite las compras hostiles a través de ofertas públicas de adquisición de acciones (opa).
- (iii) cambios en el gobierno corporativo de los mercados bursátiles. Como se ha comentado, la nueva estructura de propiedad busca una estructura de gestión más eficiente mediante la reducción del control del consejo por parte de los intermediarios. Para lograrlo se integran consejeros independientes o consejeros que defiendan los intereses de los propietarios no miembros.

Pero, además, las bolsas, como empresas privadas cotizadas, deben cumplir las normas internacionales de buen gobierno corporativo, que han sido objeto de reciente revisión tanto en la Unión Europea como en Estados Unidos. La competitividad de las bolsas se ve reforzada por la utilización de estas prácticas, que contribuyen a que se transformen en empresas más transparentes, además de líquidas y más dinámicas.

Como puede apreciarse en el cuadro 1, los procesos de desmutualización se concentraron en los años 2000 y 2001. Prácticamente todos los mercados de valores europeos están en la actualidad desmutualizados. En Estados Unidos las desmutualizaciones son posteriores y están sin desmutualizar mercados como el Chicago Board Options Exchange (CBOE) o American Stock Exchange (AMEX).

Los procesos de desmutualización y cotización en los mercados de valores internacionales

CUADRO 1

Mercado de valores	Desmutualización	Cotización
Bolsa de Estocolmo (OMX)	1993	1998
Bolsa de Helsinki	1995	Sí, integrado en OMX
Bolsa de Australia	1996	Octubre 1998
Bolsa de Copenhague	1996	Sí, integrado en OMX
Bolsa de Ámsterdam	1997	Sí, integrado en Euronext
Borsa Italiana	1997	No
Bolsa de Islandia	1999	Sí, integrado en OMX
Bolsa de Toronto	1999	2002
Bolsa de Singapur	1999	Noviembre 2000
Bolsa de Hong Kong	2000	Junio 2000
Nasdaq	2000	Febrero 2005 ¹
Bolsa de Londres (LSE)	2000	Julio 2001
Mercado de futuros de Sydney	2000	Abril 2002 ²
Euronext	2000 ⁵	Julio 2001
Chicago Mercantile Exchange (CME)	2000	Diciembre 2002 ³
Bolsas y Mercados Españoles (BME)	2000	Julio 2006
Bolsa de Grecia	2000	Agosto 2000
Deutsche Börse	2001	Febrero 2001
Bolsa de Oslo	2001	Sí ⁴
Bolsa Suiza (SWX)	2001	No
New York Stock Exchange (NYSE)	2006	Marzo 2006
Chicago Board of Trade (CBOT)	2005	Octubre 2005

1 Desde la desmutualización hasta esta fecha se negoció OTC

2 Sale a cotizar en la Bolsa de Australia

3 Cotiza en NYSE.

4 Se negocia OTC.

5 Fecha de constitución como holding de las bolsas de Ámsterdam, Bruselas y París.

Fuente: Bolsa de Madrid e IOSCO.

La admisión a cotización se produce tras la desmutualización con un desfase temporal en general breve. El primer mercado oficial en cotizar fue la bolsa australiana, en octubre de 1998. La cotización de los principales mercados europeos (London Stock Exchange, Deutsche Börse y Euronext) se produjo en el primer semestre de 2001. En los mercados norteamericanos (Nasdaq y NYSE) es bastante más reciente, en febrero de 2005 y marzo de 2006 respectivamente. El holding que agrupa a los mercados españoles (BME) ha sido el último, en julio de 2006.

Además existen mercados desmutualizados pero que no cotizan, aunque hay que decir que en general saldrán a bolsa a corto o medio plazo. Éstos son los casos de Borsa Italiana, la Bolsa de Tokio y la Bolsa de Varsovia.

2.2 El desarrollo tecnológico

El incremento de la competencia entre mercados de valores procede también de los importantes avances tecnológicos que se han producido en la última década. Éstos han supuesto la aparición de sistemas alternativos de negociación o ATS¹ que permiten satisfacer ciertas demandas y servicios de los inversores no cubiertos por los mercados oficiales tradicionales, en los que había dominado la negociación con presencia física o de corros. En estos últimos no se alcanza la liquidez que requiere la internacionalización y sofisticación de la actividad financiera y la mayor

¹ Alternative Trading Systems.

presencia de inversores institucionales (fondos de inversión, *hedge funds*, fondos de pensiones y compañías de seguros).

El carácter electrónico de la contratación y la ejecución automática de órdenes han supuesto la concentración de liquidez, la posibilidad de negociar operaciones de gran tamaño y la capacidad de evitar prácticas abusivas ocultas en los corros como el “*front-running*”². Todo ello se ha traducido en una reducción de los costes de transacción y en una mayor rapidez en la ejecución de órdenes. Los nuevos sistemas de contratación electrónica ofrecen ventajas en otros aspectos como la extensión del horario de negociación, la ampliación de la gama de valores negociados, la participación de inversores institucionales no miembros, el anonimato y la adaptación a necesidades específicas como la negociación por bloques.

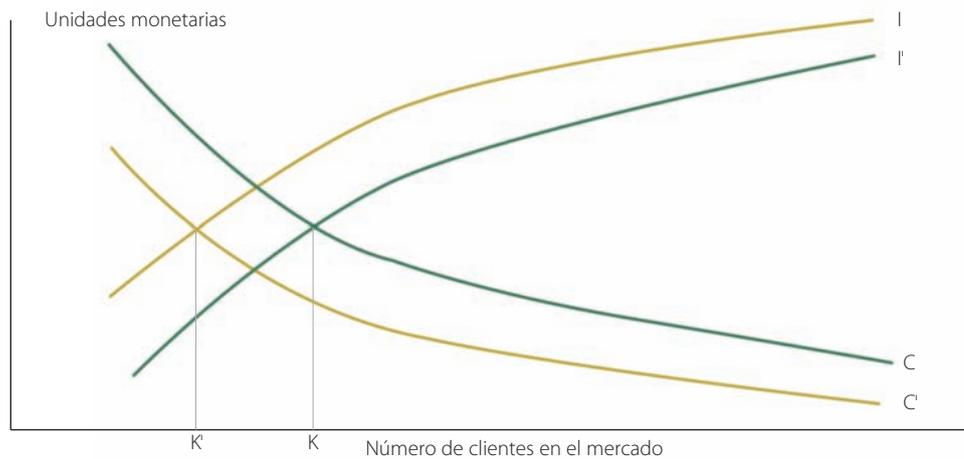
La importancia de que las plataformas de negociación sean eficientes ha llevado a muchos mercados a realizar importantes inversiones para modernizar sus infraestructuras de negociación. Por ejemplo, en marzo de 2006 NYSE adquirió la plataforma de contratación Archipelago que le permitió utilizar a partir de entonces su sistema de negociación totalmente electrónico. Hasta entonces, la negociación en el NYSE se había realizado mediante el sistema de corros.

Los sistemas alternativos de negociación se han convertido en competidores de los mercados bursátiles tradicionales, fundamentalmente en la negociación al contado. Por tanto, puede decirse que la tecnología ha debilitado el monopolio natural de las bolsas en la contratación de acciones y ha incrementado la competencia a nivel internacional en el sector. La implantación de sistemas de negociación electrónica ha hecho que el punto de equilibrio o breakeven entre costes e ingresos, que determina el nivel de actividad a partir del cual se empiezan a obtener beneficios, sea menor (véase gráfico 1).

Por un lado, la negociación electrónica permite beneficiarse de las economías de escala derivadas de los elevados costes fijos que supone la implantación de estos sistemas. La existencia de unos costes fijos elevados hace que el coste medio disminuya a medida que aumentan las transacciones o el número de clientes en el mercado. El desarrollo tecnológico de las plataformas de negociación supone una reducción del coste medio por cliente en el mercado, es decir, que con el mismo número de clientes el coste del servicio disminuye. En el gráfico 1 esto se refleja en el desplazamiento de la curva de costes medios C a C' .

Pero además, por la parte de los ingresos, los sistemas de negociación electrónicos permiten beneficiarse de economías de red derivadas de la conexión de un número elevado de usuarios a una misma infraestructura de negociación. Los ingresos medios obtenidos por el mismo número de clientes son mayores. En el gráfico 1, puede apreciarse el desplazamiento de la curva de ingresos medios I a I' . El resultado es la ya mencionada reducción del break even, que en el gráfico 1 pasa de K a K' . Esto quiere decir que cada mercado necesita de un menor número de clientes para que sus resultados comiencen a ser positivos.

² Consiste en utilizar la información sobre las órdenes de compra y venta de un cliente que realice operaciones de gran volumen en beneficio del intermediario, esto es, asignarse la compra de los valores a un precio inferior o la venta a un precio superior al solicitado por el cliente.



2.3 La regulación

La normativa que regula la actividad en los mercados de valores también tiene una influencia significativa en el nivel de competencia en el sector. En el ámbito europeo, la Directiva de Servicios de Inversión (DSI)³ de 1993 consagró, en lo que se refiere a los mercados y sistemas de negociación, el derecho de los intermediarios financieros a acceder y operar en los mercados de valores de los Estados miembros de la Unión Europea.

En la actualidad se está llevando a cabo una profunda revisión de la DSI. Esta Directiva ha sido reemplazada por la Directiva MiFID⁴ de 2004 que introduce cambios importantes en la actividad de los intermediarios y de los mercados de valores. Este texto legislativo comenzará a aplicarse en los Estados miembros en noviembre de 2007.

La MiFID introduce nuevos competidores de las bolsas al permitir que las órdenes de compra y venta se ejecuten fuera de ellas a través de “sistemas multilaterales de negociación o MTF⁵”. Se trata de plataformas de contratación que conectan a diferentes compradores y vendedores con unas normas regladas de funcionamiento y que son operados por una empresa de servicios de inversión (ESI) o por un gestor de mercados. Por tanto, los MTF compiten directamente con el negocio tradicional de las bolsas.

En este sentido, cabe mencionar la existencia del proyecto Turquoise, un MTF promovido por un consorcio de siete grandes bancos de inversión⁶ internacionales cuyo objetivo es la construcción de un mercado de acciones pan-europeo que sea más competitivo en términos de coste para realizar operaciones

3 Directiva 93/22/CEE, del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables.

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

5 *Multilateral Trading Facilities*. También pueden denominarse *Alternative Trading Facilities* o ATS.

6 Los siete bancos de inversión son: Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley y UBS.

transfronterizas que si se realiza operando en los diferentes mercados nacionales. Este MTF operaría sin ánimo de lucro y a él tendrían acceso otros intermediarios financieros e inversores como bancos, sociedades de valores y gestores de fondos.

A ello se añade la denominada “internalización sistemática de órdenes”, que introduce la posibilidad de que las órdenes que reciba el intermediario no se ejecuten ni en mercados ni en plataformas de contratación, sino contra las propias posiciones del intermediario. Por tanto, la MiFID permitirá que el intermediario negocie por cuenta propia ejecutando órdenes de clientes fuera de mercados regulados o de sistemas de negociación multilateral, de forma organizada, frecuente y sistemática.

El grado de competencia que efectivamente vayan a ejercer estos “internalizadores sistemáticos” dependerá del volumen de operaciones que puedan ejecutar pues esta operativa deberá cumplir unos requisitos. Un primer aspecto se refiere a la transparencia previa en la negociación que afecta principalmente a las operaciones de un tamaño inferior al denominado “volumen estándar de mercado”. En concreto, el internalizador sistemático tiene la obligación de publicar los precios de compra y venta a los que está dispuesto a comprar y vender los valores que estén admitidos a negociación en un mercado regulado. Las órdenes de tamaño superior podrán internalizarse sin necesidad de publicar los precios. La no exigencia de transparencia previa puede suponer una cierta ventaja competitiva respecto a los mercados regulados. El impacto final dependerá en buena medida de qué “volumen estándar de mercado” se establezca.

Otro de los aspectos que también influirán en el nivel de competencia de los internalizadores sistemáticos es la exigencia de cumplimiento del principio de “mejor ejecución”. Esto quiere decir que las órdenes deberán ejecutarse en los sistemas de contratación que ofrezcan al cliente las mejores condiciones. Por tanto, en ocasiones la negociación a través de MTF o mediante internalizadores automáticos no se podrá realizar si se pueden conseguir mejores condiciones de ejecución en un mercado regulado. Los elementos que determinarán la “mejor ejecución” serán principalmente el precio y el coste de la transacción. También se tendrán en cuenta la velocidad y forma de ejecución y liquidación.

La MiFID introducirá además mayor competencia entre los sistemas de registro, compensación y liquidación utilizados con posterioridad a la negociación al reconocer al intermediario la libertad de elección y la obligación a los mercados a facilitarlos. Esta posibilidad afectará especialmente a aquellas empresas que gestionan mercados que tienen integrado el sistema de registro, compensación y liquidación. Este modelo de “integración vertical” ha sido el adoptado por mercados como Deutsche Börse, Bolsas y Mercados Españoles y Borsa Italiana y psiblemente tendrá que cambiar.

Estas nuevas posibilidades de contratación en el ámbito europeo están incrementando la preocupación del sector por una posible reducción de la liquidez del mercado, que se traduciría en un aumento de los diferenciales de precios de compra y venta (*spreads*) y en un incremento de los costes de negociación. Se argumenta que existe la posibilidad de que se creen “pools” de liquidez opacos controlados por los principales participantes en los mercados.

Los beneficios para los inversores de un incremento de la competencia podrían ser neutralizados por el coste de la fragmentación: la ampliación de *spreads*, la reducción de los niveles de transparencia y el incremento del coste de la información del mercado.

Por otra parte, en el último año algunos de los principales mercados de valores de Estados Unidos han optado por las fusiones y adquisiciones de mercados europeos (véase apartado 3). Las causas de estas fusiones transcontinentales parecen deberse más a la normativa existente que a razones puramente económicas.

Las obligaciones que impuso la Ley Sabarnes-Oxley⁷ de julio de 2002 a las empresas cotizadas en los mercados norteamericanos parecen estar reduciendo la admisión a cotización de nuevas empresas, en términos relativos respecto a aquellos mercados internacionales en donde la regulación es menos exigente. Por otra parte, muchos inversores institucionales no están de acuerdo con la regla denominada “*trade-through*” que exige el cumplimiento del principio de mejor ejecución en el ámbito de todos los mercados de valores de Estados Unidos. Esta regla puede suponer que una orden de compra canalizada al NYSE tenga que ser casada con la orden de venta de otro mercado (como por ejemplo el Nasdaq o Philadelphia Exchange) si el vendedor estuviera ofreciendo un precio más bajo.

Si bien esta regla es favorable para los inversores, no resulta tan beneficiosa para los inversores institucionales. Éstos operan con grandes bloques de acciones y la regla del “*trade-through*” puede hacerles tener que fraccionar una orden en varias de menor volumen, con el consiguiente incremento de costes y tiempo de ejecución. Estos inversores prefieren operar en mercados con suficiente liquidez para negociar con volúmenes elevados y asumir el riesgo de que no se realicen al mejor precio.

3 Situación actual del proceso de integración de los mercados de valores internacionales

Los movimientos estratégicos de alianzas, fusiones y adquisiciones entre mercados han sido muy numerosos en la última década. Como se señala en el cuadro 1, hasta 2006, los principales cambios se produjeron en los mercados de valores europeos. En éstos, a la desmutualización y el desarrollo tecnológico se unieron dos factores adicionales que dinamizaron el proceso de integración de mercados a nivel europeo: la introducción del euro y el impulso legislador hacia la consecución de un mercado europeo de servicios financieros.

En los dos últimos años, el proceso de integración europeo ha adoptado una

⁷ La Ley Sabarnes-Oxley se aprobó en julio de 2002 como respuesta a los escándalos corporativos y financieros de 2001. Su objetivo era mejorar la protección de los accionistas mediante la introducción de medidas más exigentes tanto en las sociedades cotizadas como en los profesionales que prestan servicios financieros a las sociedades. Entre estas obligaciones podemos citar el aumento de las obligaciones de transparencia de la información pública presentada cuya veracidad debe ser certificada por los directivos de la sociedad. También se incrementaron las exigencias de responsabilidad en el gobierno corporativo y en la gestión de información confidencial y se endureció el régimen sancionador asociado a incumplimientos. Además, se reforzó la regulación y supervisión de los auditores.

perspectiva transatlántica, por el interés de los mercados de valores norteamericanos en tomar posiciones en los mercados de valores europeos. La fusión más relevante ha sido la protagonizada por la Bolsa de Nueva York (NYSE) y el grupo Euronext, decidida en junio de 2006 y completada a principios de 2007. Supuso la creación del nuevo holding NYSE-Euronext que fortalece la posición del mercado norteamericano a nivel internacional tanto en términos de capitalización como de contratación (véase gráfico 2). La fusión les permitirá beneficiarse de importantes economías de escala por la combinación de las plataformas y sistemas de tecnología e información.

Capitalización y contratación¹ de las principales bolsas mundiales

GRÁFICO 2



Fuente: World Federation of Exchanges.

¹ La contratación es la acumulada en 2006. La capitalización es la de finales de 2006.

Una de las principales preocupaciones de NYSE, hasta ahora, ha sido que las empresas decidan salir a cotizar en London Stock Exchange (LSE) por los menores requisitos y costes existentes en ésta última tras la publicación de la Ley Sarbanes-Oxley, especialmente en el segmento de pequeñas y medianas empresas. La integración con Euronext permite a NYSE competir con LSE en la admisión a cotización de empresas, especialmente de países emergentes como India y China, que estaban mostrando un interés especial en acceder a los mercados de valores norteamericanos. Los planes de expansión de NYSE no se están limitando a Europa sino que abarcan también la región asiática, con la adquisición del 5% de National Stock Exchange of India en febrero de 2007 y la firma de un acuerdo de intenciones con la Bolsa de Tokio en marzo de 2007 de cara a una posible alianza.

El planteamiento estratégico que defiende Deutsche Börse (DB) se centra en la creación de una bolsa europea, más concretamente de una organización bursátil europea basada en un modelo federal. Con este objetivo, como un primer paso concretó en mayo de 2006 una propuesta de fusión con el grupo Euronext. Se integraría todos los negocios de DB y Euronext en un nuevo grupo, incluyendo las actividades de post-contratación de DB. También DB entabló

conversaciones con la bolsa italiana, al considerarlo como un segundo paso de cara a la creación de una bolsa europea. No obstante, ninguna de esas propuestas se han llevado a cabo.

Euronext aceptó la propuesta de fusión con NYSE que le confería un mayor grado de autonomía a nivel europeo, pese a las reticencias de los operadores de la bolsa de París que fueron recogidas en el Informe Lachmann de octubre de 2006. En este informe se evaluaron varios escenarios de consolidación para Euronext. Sobre el proyecto de integración de Euronext y NYSE se reconocían factores positivos para Euronext pues: (i) ofrece oportunidades para el desarrollo de los mercados de Euronext, especialmente en el negocio de derivados y (ii) su implementación es relativamente sencilla por las similitudes en las estrategias, organización y cultura de los dos mercados y por la ausencia de obstáculos técnicos y legales, en particular en temas de competencia.

Sin embargo, el Informe Lachmann también proporcionaba argumentos en contra de la fusión entre NYSE y Euronext. Por un lado, porque el proyecto de fusión no clarificaba la asignación de las significativas sinergias esperadas en materia de costes y por tanto en qué medida se beneficiarían los usuarios de los mercados de Euronext. Tampoco se veía claro que se fuera a producir una mejora en la liquidez de las acciones cotizadas en Euronext, dado que en los términos de la fusión no está recogida la creación de un “pool” común de liquidez para los dos mercados. Además, se señalaba que las estructuras de gobierno corporativo y la localización de la oficina central daban el control a NYSE.

El segundo escenario considerado en el Informe Lachmann era la integración entre Euronext y DB. Si bien se reconocían oportunidades de expansión para los mercados de Euronext, se veían también riesgos de instrumentación por las importantes diferencias existentes en la actividad y modelo de mercado. El tercer y último escenario considerado era incorporar a la integración de Euronext y NYSE el negocio de renta variable al contado de DB. Esta era la opción más acorde a los deseos de todos los usuarios de Euronext, por las sinergias que se generarían de la ampliación del “pool” de liquidez en la contratación de renta variable. DB seguiría manteniendo pleno control de las otras líneas principales de negocio, la contratación de derivados y las actividades de post-contratación. Este escenario fue rechazado por DB.

El atractivo de LSE se ha fortalecido en los últimos años. Las empresas norteamericanas la utilizan cada vez más como centro neurálgico de sus negocios, incentivadas por un tratamiento más flexible para las empresas extranjeras y los inversores que en Estados Unidos.

El mayor mercado bursátil en Europa, LSE, ha sido objeto de diversas opas desde que en 2000 el mercado sueco OM presentó una opa hostil. DB realizó dos intentos entre finales de 2004 y marzo de 2005. El banco de inversión australiano Macquaire se sumó a esta pugna por LSE lanzando una opa a finales de 2005. Euronext también manifestó su interés por la compra de LSE a finales de 2004 aunque finalmente no llegó a concretar una oferta. A finales de 2006 fue el Nasdaq norteamericano el que lanzó una opa, tras haber ido elevando su participación en el capital de LSE hasta el entorno del 30%.

Ninguna de las ofertas de compra tuvo un resultado positivo. En la mayoría de los casos, LSE adujo motivos de infravaloración del precio ofrecido por la compra de las acciones. En otros, fueron los propios accionistas de la empresa oferente los que mostraron su desacuerdo con la oferta realizada. Por el momento, LSE mantiene su independencia y ha optado por fusionarse con el mercado bursátil italiano (Borsa Italiana). Esta decisión, adoptada en junio de 2007, tiene como objetivo, según indicaron las partes, combinar negocios complementarios (renta variable, renta fija negociada en la plataforma MTS⁸, derivados, ETF, bonos de titulización) y eficientes (el sistema de contratación de LSE y de post-contratación de Borsa Italiana) de forma que les permita diversificar la base de productos y clientes e incrementar la liquidez de los dos mercados. No obstante, algunos analistas han interpretado la decisión de LSE como una medida defensiva frente a posibles futuras opa tanto por parte de Nasdaq como de otros mercados.

Los mercados de valores nórdicos y bálticos se han concentrado en el grupo OMX. El proceso de integración ha sido lento y gradual. Partió de la alianza NOREX que entre 1998 y 2000 agrupó a las bolsas de Estocolmo, Copenhague, Oslo e Islandia. En 2002, la bolsa de Helsinki tomó el control de las bolsas bálticas de Tallin y Riga, creando HEX. Éste pasó a fusionarse con la bolsa de Estocolmo (OM) en 2003, dando lugar a OMX. En el primer trimestre de 2004 adquirió la bolsa de Vilnius y en febrero de 2005 se fusionó con la bolsa de Copenhague, adoptando la denominación de OMX. La compra de la bolsa de Islandia se produjo en 2006.

El grupo OMX opera en los mercados de renta variable de siete países⁹ de la región nórdica y báltica. La bolsa de Oslo no está integrada en el grupo, si bien OMX tiene una participación del 10% en su capital. En la actualidad existe una lucha por el control del grupo OMX, que ha llevado a lanzar dos opa competidoras: una por parte del mercado de valores tecnológicos norteamericano Nasdaq, tras ser rechazada su oferta sobre LSE, y otra por parte de la bolsa de Dubai de los Emiratos Árabes Unidos. En esta lucha por el control del grupo OMX también está participando la Qatar Investment Authority. Hasta el momento, el proceso de opa sigue abierto, aunque el Nasdaq y la bolsa de Dubai parecen haber llegado a un acuerdo.

El hóliding que agrupa a los mercados españoles Bolsas y Mercados Españoles (BME) ha mantenido hasta el momento una posición independiente en el contexto europeo. No obstante, las favorables cifras de resultados de BME la sitúan como pieza clave en el proceso de concentración del sector.

De hecho, en el folleto de la Oferta Pública de Venta (OPV) de BME se recoge la iniciativa unilateral de DB de explorar posibles vías para combinar los negocios de los dos mercados. En cualquier caso, hay que tener en cuenta que la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Ministro de Economía y Hacienda podrán oponerse a la adquisición o a la transmisión de una participación significativa¹⁰ del capital social de BME si se estima que puede dificultar o no se da un trato equivalente a las entidades españolas en el país de origen del adquirente.

⁸ La plataforma MTS es líder en la contratación electrónica de valores de renta fija en Europa. Borsa Italiana tiene una participación mayoritaria (del 60,3%) a través de MBE Holding desde que en agosto de 2007 decidió ejercer la opción de comprar la participación (del 51%) que tenía Euronext en MBE.

⁹ Estos siete países son: Dinamarca, Finlandia, Islandia, Suecia, Estonia, Letonia y Lituania.

¹⁰ Una participación se entiende que es significativa cuando alcanza, directa o indirectamente, al menos el 1% del capital o de los derechos de voto.

Los movimientos de consolidación también están siendo relevantes en el sector de los productos derivados. A finales de 2003, LSE y el grupo OMX formaron una joint venture denominada EDX London para la negociación de derivados sobre renta variable. También en 2003, el mercado de derivados español MEFF compró el 7,5% del capital de Mexican Derivatives Exchange, al que proporcionó su plataforma de negociación electrónica. En 2004 el mercado líder a nivel europeo y norteamericano, Eurex (véase cuadro 2), integrado en Deutsche Börse, buscando su expansión hacia Estados Unidos, compró Brokertec Futures, un mercado norteamericano respaldado por un grupo de bancos de inversión, y se estableció como Eurex US en Chicago. En abril de 2007 Eurex decidió fusionarse con International Securities Exchange (ISE). A finales de 2006 se anunció la fusión entre los dos principales mercados de derivados norteamericanos Chicago Mercantile Exchange (CME) y Chicago Board of Trade (CBOT).

Contratación en los mercados internacionales de futuros y opciones

CUADRO 2

Número de contratos, en miles		
Mercado	2006	2005
Korea Exchange	2.474.593	2.593.088
Eurex ¹	1.526.752	1.248.748
Chicago Mercantile Exchange (CME)	1.403.264	1.090.352
Chicago Board of Trade (CBOT)	805.884	674.651
Euronext. Liffe ²	730.303	757.927
Chicago Board Options Exchange (CBOE)	674.735	468.249
International Securities Exchange (ISE)	591.962	448.696
Mexican Derivatives Exchange	275.218	108.177
OMX	123.168	103.510
MEFF	46.974	40.218
Italian Derivatives Market (IDEM)	31.606	25.871

¹ Integrado en el grupo Deutsche Börse.

² Integrado en el grupo Euronext.

Fuente: Futures Industry Association.

Por tanto, el proceso de concentración entre los mercados de valores internacionales prospera de manera continua aunque no está exento de obstáculos de carácter variado (puramente empresariales, culturales, técnicos, legales, etc). Aunque los movimientos empresariales continuarán, se han configurado o se están constituyendo grandes centros de contratación de valores a nivel internacional: NYSE-Euronext, Nasdaq-OMX, LSE-Borsa Italiana y Deutsche Börse. En el ámbito de los mercados derivados, la estandarización de los productos negociados ha ido concentrando la negociación de cada producto en un determinado mercado: en Eurex los futuros sobre deuda pública de la zona euro, en Euronext.Liffe los futuros sobre tipos de interés a corto plazo de la zona euro y en CME- CBOT los futuros sobre tipos de interés de Estados Unidos.

Estos grandes centros de contratación, que están orientados más a los grandes inversores institucionales internacionales que operan a nivel global, buscan ventajas competitivas frente a potenciales sistemas alternativos de contratación electrónica en forma de costes transacción más reducidos y de dar acceso a la contratación de una gama de activos amplio tanto por el tipo de valor como por su procedencia geográfica. Los mercados de valores de menor tamaño, que quedan

al margen de estos procesos de concentración, basan más sus ingresos en la contratación de valores de carácter local, en la diversificación y la especialización de los servicios financieros prestados.

4 La regulación ante la desmutualización y el proceso de consolidación de los mercados de valores internacionales

4.1 Retos regulatorios

Los cambios en la estructura de propiedad y en los objetivos del negocio de las bolsas plantean desafíos a nivel regulatorio. El principal de ellos es la posibilidad de que, con un modelo de gestión de maximización de beneficios en un marco competitivo, la regulación no sea suficientemente adecuada y eficiente como para que los mercados, que normalmente tienen reconocidas capacidades reguladoras y supervisoras sobre las empresas cotizadas o del mercado, cumplan su función pública. Como empresas con ánimo de lucro los mercados (sus gestores) podrían centrar más sus decisiones en lograr cada año un crecimiento satisfactorio de las ganancias. A ello se añade una base de accionistas más amplia cuyo interés por la función pública de los mercados puede ser menor.

Uno de los riesgos de este conflicto de intereses sería que se produjera una rebaja de los requisitos y obligaciones exigidos con el fin de atraer a más empresas e inversores. También los mercados pueden optar por dar prioridad a las actividades comerciales o aumentar el rendimiento de los accionistas, lo que se podría traducir en una reducción de los recursos destinados al cumplimiento de la regulación, la asunción de más riesgos comerciales o una reducción de los recursos propios de los mercados. Por ello, es importante garantizar que la competencia no perjudique la integridad del mercado y la protección del inversor.

Los riesgos de conflictos de intereses se acentúan cuando los mercados, como empresas con ánimo de lucro, cotizan en los propios mercados. En estos casos, se plantean cuestiones como si resulta apropiado que el mercado realice la revisión y aprobación de los documentos para su propio listado o la de sus socios, y también si una vez que las acciones han empezado a cotizar puede el mercado actuar de manera creíble como su propio regulador.

Por otra parte, la creación de grupos de mercados plurinacionales supone un desafío para las autoridades supervisoras pues incrementa el número de participantes de diferentes países que se encuentran bajo el ámbito de supervisión nacional. En estos casos, los supervisores necesitan establecer mecanismos de coordinación y procedimientos para el intercambio de información que garanticen una adecuada protección del inversor.

4.2 Respuestas a los retos regulatorios y recomendaciones

Los riesgos señalados sugieren la necesidad de la adopción de medidas que garanticen el adecuado funcionamiento de los mercados una vez desmutualizados. Según un informe de IOSCO¹¹, la mayoría de las autoridades reguladoras han adoptado medidas, bien modificando la regulación existente o aumentando su supervisión. En los casos en que los mercados cotizan en sus propias plataformas, todas las jurisdicciones de los miembros de IOSCO introdujeron cambios para abordar los posibles conflictos de intereses.

Las medidas adoptadas se han concretado en las siguientes materias:

- gobierno corporativo: se han introducido cambios en los consejos directivos de los mercados para asegurar que incluyen personas que representen directamente los intereses públicos en general o que al menos tengan la independencia necesaria para considerar si el mercado está dando suficiente peso a sus responsabilidades reguladoras.
- separación de funciones: se han separado las divisiones que lleven las tareas comerciales y las de regulación.
- restricciones a la propiedad: en muchas jurisdicciones las autoridades reguladoras se han dotado de poderes sobre los accionistas significativos o de control. Estas facultades van desde la imposición de una notificación al regulador y/o la publicación de las participaciones que superen determinados niveles hasta el establecimiento de restricciones al superar un determinado nivel de participación en el capital del mercado.
- niveles de supervisión: se ha intensificado la supervisión de los mercados con ánimo de lucro, en especial, los que cotizan en las propias plataformas. El interés de las autoridades supervisoras se ha incrementado en especial en el área de los recursos financieros de los mercados.
- transferencia o anulación de funciones reguladoras.

Ante los retos regulatorios anteriores, el informe de IOSCO realiza una serie de recomendaciones a las autoridades supervisoras de los mercados. Es importante que éstas identifiquen los aspectos cambiantes en el entorno bursátil y que evalúen lo más pronto posible si requieren modificaciones de la regulación. En particular, se insta especialmente a tener en cuenta aquellos cambios que puedan afectar a la integridad del mercado, a su eficiencia o a la protección de los inversores.

Para llevar a cabo una adecuada supervisión se recomienda mantener un diálogo fluido con los mercados. En el caso de que se decidiese modificar el modelo de regulación debería evaluarse su impacto sobre los recursos a fin de garantizar que los mercados están adecuadamente organizados y dotados de los medios necesarios. Por último, se insta a que las autoridades reguladoras estén preparadas

¹¹ Informe del Comité Técnico del IOSCO: aspectos de regulación que se derivan de la evolución de los mercados, marzo 2006. IOSCO es la Organización Internacional de Comisiones de Valores.

para compartir información relevante sobre las operaciones transfronterizas y a que se establezcan acuerdos para facilitar el intercambio de datos relevantes.

Ya se han producido acuerdos entre las autoridades reguladoras para adaptar el modelo de regulación a los grupos de mercados de dimensión multinacional. En un primer momento, se firmó un *memorandum of understanding* (MOU) entre los reguladores de las bolsas que integraban en ese momento el grupo Euronext (París, Ámsterdam y Bruselas). Más recientemente, en enero de 2007, se ha producido la firma de un MOU entre las autoridades reguladoras¹² del grupo NYSE-Euronext. En este MOU se acordó, entre otros aspectos, el establecimiento de órganos de consulta, cooperación y deliberación, a través de un “consejo de reguladores” en el que tendrán cabida comités de dirección permanentes y grupos de trabajo sobre determinadas materias. También se acuerda la celebración de encuentros periódicos para discutir sobre aspectos regulatorios que preocupen a alguna de las autoridades reguladoras y sobre las implicaciones en la regulación que tendría un mayor grado de integración de los mercados.

Uno de los principales cambios que se producen es el paso de una colaboración periódica o puntual entre supervisores al establecimiento de unos protocolos y rutinas de cooperación de forma continua. No obstante, los acuerdos pueden adoptar diversas formas, con mayor o menor grado de compromiso, desde la firma de acuerdos más o menos explícitos de tipo bilateral o multilateral hasta una mera declaración de diálogo fluido entre las autoridades reguladoras.

5 Conclusiones

En la década de los noventa los mercados de valores internacionales iniciaron un proceso de transformación profundo en un contexto de fuerte aumento de la operativa transfronteriza. Un primer cambio importante ha sido la desmutualización de los mercados y su cotización en las propias plataformas de contratación, pues ha supuesto que las bolsas se transformen en empresas financieras más dinámicas que tienen como objetivo la maximización del valor de las acciones de las sociedades gestoras de los mercados. En la actualidad, la mayor parte de los principales mercados de valores internacionales están desmutualizados y sus acciones cotizan en bolsa. Los mercados de valores europeos han sido los primeros en efectuar estos cambios, en los norteamericanos este proceso es más reciente.

La desmutualización de los mercados ha intensificado el nivel de competencia en el sector, pero no ha sido su única causa. El desarrollo tecnológico ha debilitado el monopolio natural de las bolsas en la contratación de acciones, al permitir la aparición de sistemas alternativos de negociación de carácter electrónico. Éstos

¹²Las autoridades reguladoras que firmaron el MOU fueron *Securities and Exchange Commission* (Estados Unidos) y las cinco de los países de los mercados integrantes de Euronext: *Authority for the Financial Markets* (Holanda), *Autorité des Marchés Financiers* (Francia), *Banking Finance and Insurance Commission* (Bélgica), *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários* (Portugal) y *Financial Services Authority* (Reino Unido).

presentan ventajas como la reducción de los costes de transacción por el aprovechamiento de las economías de escala y de red, y la mayor rapidez en la ejecución de las órdenes. Las autoridades reguladoras también están fomentando la competencia entre mercados, especialmente en la zona euro donde la próxima entrada en vigor de la Directiva MiFID permitirá introducir nuevos competidores de las bolsas y la “internalización sistemática de órdenes” de los intermediarios.

La mayor competencia está actuando como elemento dinamizador de los procesos de concentración entre los mercados de valores internacionales, aunque recientemente también esté aumentando la preocupación por la posibilidad de que se traduzca en una fragmentación de los mercados.

Las bolsas desmutualizadas y cotizadas han revisado sus estrategias empresariales para mejorar sus perspectivas de negocio y su posición internacional. Las fusiones y alianzas entre mercados han sido muy numerosas en la última década. Hasta 2006 las reestructuraciones se produjeron en los mercados de valores europeos. En los dos últimos años, el proceso de integración europeo ha adoptado una perspectiva transatlántica por el interés de los mercados de valores norteamericanos en tomar posiciones en los mercados de valores europeos. Especialmente destacable es la fusión entre la principal bolsa mundial, NYSE, y el grupo Euronext decidida a mediados de 2006. La expansión europea de los mercados norteamericanos se debe, entre otras razones, a los requisitos y obligaciones que impuso la Ley Sabarnes-Oxley de julio de 2002, que han mermado la capacidad de las bolsas de Estados Unidos para competir por la admisión a cotización de nuevas empresas de países emergentes con otros mercados europeos, en especial con London Stock Exchange.

El proceso de concentración entre los mercados de valores internacionales parece haber llevado, hasta el momento, a la constitución de cuatro grandes centros de contratación de valores a nivel internacional: NYSE-Euronext, Nasdaq-OMX, LSE-Borsa Italiana y Deutsche Börse. No obstante, el proceso dista de haber finalizado, pudiendo afectar en el futuro a los mercados españoles.

Todas estas transformaciones en los mercados de valores internacionales plantean desafíos a nivel regulatorio. El cambio en el modelo de gestión y de la propiedad de las sociedades gestoras de las bolsas puede generar conflictos de intereses que pueden llegar a dificultar que los mercados cumplan su función pública. Para evitar que la integridad del mercado y la protección de los inversores se vean perjudicadas, la mayoría de las autoridades reguladoras han adoptado medidas en materias como gobierno corporativo, niveles de supervisión, o transferencia o anulación de funciones reguladoras por parte de los mercados.

La creación de grupos transnacionales de mercados supone algunos retos para la función de vigilancia de su actividad. Por ello, las autoridades supervisoras nacionales deben estudiar con detalle las iniciativas concretas de integración y asegurarse de su compatibilidad con la integridad de los mercados y la protección de los inversores. En todo caso, el proceso de integración financiera en Europa y en el resto del mundo exige el fortalecimiento de los mecanismos de cooperación entre los supervisores nacionales.

6 Bibliografía

Autorité des Marchés Financiers, US Securities and Exchange Commission (2007): “Structure and Regulation of Financial Markets”, *2007 Academic Conference, París, mayo 2007*.

Bolsa de Madrid (2006): “Las Bolsas de Valores se transforman: de la desmutualización a la cotización”, *Revista Bolsa de Madrid, julio 2006*.

Bolsa de Madrid (2006): “BME sale a Bolsa y alcanza el estatus de sus competidoras en el mundo”, *Revista Bolsa de Madrid, julio 2006*.

Castilla, Manuel (2001): “Regulación y competencia en los mercados de valores”, *Editorial Civitas*.

Di Noia, Carmina (1998): “Competition and Integration among Stock Exchanges in Europe: Network Effects, Implicit Mergers and Remote Access”, *The Wharton Financial Institutions Center, University of Pennsylvania*.

IOSCO (2006): “Issues Paper on Exchange Demutualization”, *Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, March 2006*.

Lachmann Report for Paris Europlace, Summary and Conclusions (2006): “Evaluation des scénarios de consolidation Boursiere impliquant Euronex t”, *Rapport de la mission confiee a Henri Lachmann par le president de Paris Europlace, 4 Octobre 2006*.

MacAndrews J. y Stefanadis C. (2002): “The Consolidation of European Stock Exchanges”, *Current Issues in Economics and Finance, 8 (6), Federal Reserve Bank of New York*.

Mahmood Bagheri y Chizu Nakajima (2004): “Competition and Integration among Stock Exchanges: The Dilemma of Conflicting Regulatory Objectives and Strategies”, *Oxford Journal of Legal Studies, vol. 24, no. 1, páginas 69-97*.

Mendiola A. y O´Hara M. (2004): “Taking Stock in Stock Markets: the changing governance of stock exchanges”, *Cornell University Working Paper*.

Oz Shy y Juha Tarkka (2002): “Stock Exchange Alliances, Access Fees, and Competition”, *University of Haifa and Bank of Finland*.

Cambios en los mercados financieros y su reflejo en España

Montserrat Martínez Parera y Víctor Rodríguez Quejido (*)

(*) Montserrat Martínez Parera y Víctor Rodríguez Quejido pertenecen al Gabinete de Presidencia de la CNMV.

1 Introducción

En los últimos años, los sistemas financieros de las principales economías han experimentado una notable transformación, tanto por el aumento de su peso como por el desarrollo de nuevos productos y técnicas de gestión, lo que ha modificado sensiblemente sus relaciones con la economía real.

Estos cambios han aumentado de forma considerable la complejidad de los mercados lo que, en un contexto de creciente internacionalización de los flujos de capital, dificulta cada vez más su análisis y comprensión. La especialización se revela, de este modo, como un valor necesario para participar en los mercados, lo que en ocasiones dificulta mantener una perspectiva global de los mismos.

El presente artículo pretende reflexionar sobre los cambios que se han producido en los mercados de valores internacionales, con el objetivo último de avanzar en la comprensión y análisis de las nuevas relaciones y de su creciente protagonismo y revisar, en términos generales, la experiencia de los mercados de valores españoles en dicho contexto.

Este trabajo se estructura de la siguiente manera. En el segundo apartado se revisan, de forma no exhaustiva, los principales elementos que han originado la transformación de los mercados de valores. En el tercer apartado se reflexiona sobre los posibles efectos de dichas transformaciones. El apartado cuarto revisa la experiencia concreta de los mercados de valores españoles. Las conclusiones se resumen en el último apartado.

2 Reciente transformación de los mercados financieros

De un tiempo a esta parte se han producido diversos cambios que han modelado el desarrollo y crecimiento de los mercados financieros, dando como resultado el creciente protagonismo del que gozan hoy en día en la estructura productiva de las principales economías.

La globalización financiera, entendida como el aumento de flujos financieros transfronterizos, ha sido una de las principales transformaciones, iniciada tras la liberalización de los mercados de capitales a finales del siglo XX, a las que se hace referencia para explicar el desarrollo de los mercados financieros. En concreto, se estima que, en porcentaje del PIB mundial, los flujos de capital transfronterizos se han doblado desde principios de 2000 y representan más del triple de lo que eran a principios de los años 90¹. Aunque no existe consenso absoluto sobre los

¹ Ver discurso de John Lipsky, "The Global Economy and Financial Markets: Where Next?", FMI (2007).

beneficios del aumento de la integración financiera en términos de estabilidad y crecimiento², se va adquiriendo la idea de que, aunque con matices en función de las condiciones de partida, la globalización de los mercados financieros juega un relevante papel como catalizadora del desarrollo de los mercados domésticos, impulsora de mejoras en las prácticas de gobierno corporativo - pues éstas tienden a adaptarse a las demandas de los inversores internacionales -, así como generadora de determinados beneficios en términos de política macroeconómica, entre otros.

Un claro exponente del proceso de integración de los mercados son los movimientos que en la última década se están produciendo en la organización de las principales infraestructuras de negociación y post-contratación, en un mercado cuya excesiva fragmentación le dota de economías de escala por explotar. Así, en los últimos años se suceden las alianzas y adquisiciones con el objetivo último de mejorar la posición ante el imparable proceso de integración de las infraestructuras de mercado. No existe aún consenso respecto al modelo de integración resultante de dicho proceso. Hasta la fecha, el único proyecto realmente exitoso ha sido el de Euronext³ que recientemente ha sellado su fusión con la bolsa de Nueva York (NYSE), conformando NYSE-Euronext. Una de las características del proceso de integración seguido hasta el momento es que ha respetado la localización de las plazas financieras existentes, interconectándolas de forma similar al sistema del mercado continuo español. En Europa, la nueva normativa comunitaria intensifica el proceso de integración, a la vez que introduce entornos adicionales de negociación respecto al sistema de tradicional de las bolsas, mediante los sistemas multilaterales de negociación y los internalizadores sistemáticos, que supondrán una nueva modificación de la estructura de los mercados.

En los últimos años, el proceso de cambio inducido por la globalización de los mercados financieros se ha acelerado a raíz de la intensidad del fenómeno de la innovación financiera que, en su sentido más amplio, ha permitido la aparición de nuevos productos, nuevos procesos y, en definitiva, nuevos mercados de valores. Elementos como el desarrollo de nuevas tecnologías de la información y de la comunicación son algunos de los que han impulsado dicho proceso de innovación. Ello sin olvidar la imprescindible colaboración que ha supuesto el contar con un progresivo desarrollo del adecuado marco jurídico.

En términos de productos, la innovación que se ha producido ha sido notable, especialmente en los instrumentos diseñados para la transferencia de riesgo. Esto es, derivados de crédito, como los *credit default swaps*, y otros productos estructurados diseñados con el mismo fin, los cuales han mostrado una tendencia creciente desde que aparecieron los primeros *swaps* de tipos de interés.

Impulsado inicialmente como instrumento de gestión del riesgo, el auge de la innovación financiera se ha manifestado con especial relevancia en el mercado de la titulización de activos, esto es, títulos respaldados por una cartera de activos que suelen tener nula o escasa liquidez, que se estructuran en términos generales por

² Kose, AM. Et al. (2006) ofrecen una interesante revisión de la literatura existente.

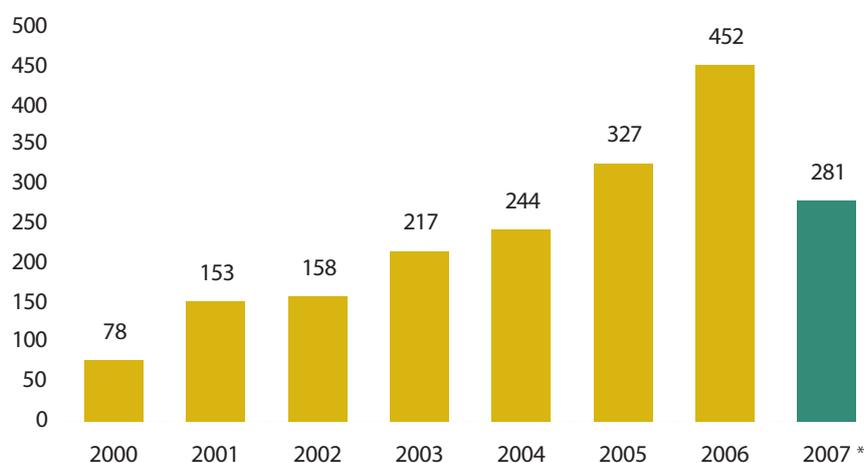
³ Que agrupa a los mercados de París, Bruselas, Amsterdam, Lisboa y Oporto, así como el mercado de derivados británico Liffe.

tramos transformando el riesgo y rentabilidad de los activos subyacentes. Sin pretender dar una descripción exhaustiva, la titulización de activos puede diferenciarse en función del tipo de activo que respalda las emisiones. Si la titulización está respaldada por préstamos hipotecarios, suele hablarse de la titulización hipotecaria o *Mortgage Back Securities* (MBS), dejando el término de *Asset Backed Securities* (ABS) para otros activos tales como los préstamos al consumo. Si la cartera subyacente consta de deuda corporativa, se conocen como *Collateralized Debt Obligation* (CDO), pudiendo esta deuda ser a su vez compuesta por préstamos o bonos, o incluso derivados de crédito (CDO sintético)⁴. El crecimiento de este tipo de emisiones, que ha sido intenso en EE.UU. desde mediados de la década de 1990, está también incrementándose en Europa en los últimos años, tal y como se puede observar en el gráfico 1.

Emisiones de titulización en Europa

GRÁFICO 1

Miles de millones de euros



Fuente: European Securitisation Forum.

* Datos hasta 2º trimestre de 2007.

La creciente demanda y oferta de los productos estructurados ha contribuido al desarrollo de una importante industria, que muestra el creciente atractivo de este tipo de mercados para una gran variedad de agentes. Emisores, fondos de titulización, gestores, contrapartidas, depositarios y aseguradores son algunos de los participantes en los mercados a los que se hace referencia. De hecho, el atractivo de la estructuración parece ir más allá de la simple transferencia de riesgos, en la medida en que responde también a una creciente demanda por parte de algunos inversores institucionales de activos de elevada calidad crediticia, los cuales, sin la especialización en tramos que ofrecen estas estructuras, contarían con escasa o nula liquidez en los mercados.

El término de innovación financiera, desde un punto de vista más amplio, se extiende a su vez al desarrollo de la ingeniería de la gestión de activos. La expansión del uso de técnicas de gestión activa de carteras, mediante el uso de estrategias apalancadas, en contraposición a la gestión tradicional de los fondos

⁴ Para más detalle sobre las distintas estructuras de titulización de activos y en concreto sobre los CDO ver la monografía de la CNMV "Estructuras de Titulización. Modelos de Valoración de CDOs" de Ramiro Losada (2006).

de inversión cuya operativa está sujeta a mayores restricciones de inversión y de apalancamiento, ha motivado el desarrollo de nuevos agentes e intermediarios en los mercados financieros, como los *hedge funds* y el capital riesgo, que gozan de creciente interés por parte de los inversores. En relación a los *hedge funds*, aunque su peso en el conjunto de los mercados es difícil de cuantificar⁵, tanto en volumen como en número, dada la opacidad existente todavía en el sector y el sesgo que ofrecen algunos datos, nadie duda de su creciente protagonismo. El gran volumen de negociación que generan cada día, mucho mayor al volumen de activos que tienen bajo gestión, como consecuencia de la elevada rotación de sus carteras y del uso de derivados y posiciones cortas, es un ejemplo al que habitualmente se hace referencia para denotar su creciente protagonismo.

De este modo, los anteriores cambios han ampliado de forma sustancial la oferta de inversión para los ahorradores, lo que ha supuesto un impulso adicional para la inversión colectiva canalizada a través de dichos intermediarios.

Esta nueva realidad es a su vez una nueva fuente de liquidez para los mercados financieros. Los nuevos agentes, al intensificar su operativa financiándose a corto plazo e invirtiendo a largo plazo, en la medida que invierten en activos de menor liquidez cuya prima les compensa el intercambio, desarrollan una función que tradicionalmente realizaban en exclusiva las entidades financieras. Este hecho ha colaborado en el aumento de liquidez que se ha experimentado en los últimos años, dado el entorno macroeconómico de tasas de inflación moderadas que ha permitido mantener los tipos de interés en niveles reducidos.

En conjunto, el aumento de los flujos de capital, el cambio institucional, el desarrollo de nuevas técnicas para gestionar el riesgo, la innovación de productos y el peso creciente de la intermediación en los mercados, en un entorno de notable liquidez, son algunos de los elementos que han transformado la arquitectura de los mercados de valores. Respecto a sus implicaciones para el conjunto del sistema, en términos de riesgos y de eficiencia, no parece existir consenso. En el siguiente apartado se ofrecen algunas reflexiones al respecto.

3 Algunas implicaciones de la transformación de los mercados financieros

En teoría, el aumento de la liquidez y el desarrollo de nuevos productos son elementos positivos en la medida que transforman los mercados financieros en la dirección correcta, esto es, hacia unos mercados más completos, tal y como lo definieron Arrow y Debreu⁶, a pesar del mantenimiento de determinados costes de transacción y asimetrías de información cuya total eliminación resulta imposible en el mundo real. En este sentido, el desarrollo de los mercados financieros, en la medida que ayuda

⁵ Los activos bajo gestión del conjunto de la industria suelen cifrarse entre 1 y 1,5 billones de dólares.

⁶ El modelo de Arrow-Debreu establece la hipótesis de mercados completos como aquéllos en los que existe un mercado, y por lo tanto un precio, para cada bien.

a completar los mercados, debería, por sí mismo, aumentar el bienestar del conjunto del sistema, generando beneficios para cada uno de sus integrantes.

Así, por ejemplo, el desarrollo de nuevos productos, como los derivados de crédito o los productos estructurados, posibilitan las transferencias de riesgo entre los distintos agentes lo que mejora su gestión y, por tanto, la distribución global del mismo. La diversificación del riesgo es, de hecho, uno de los principales motivos a los que se hace referencia para explicar el creciente recurso a los derivados de crédito o a la emisión de activos de titulización por parte de las entidades financieras. Los datos no parecen ser concluyentes respecto a si se está produciendo o no una transferencia efectiva del nivel de riesgo fuera del sector bancario. Algunas estimaciones sugieren que, aunque de cuantía limitada, en 2006 el 13% del total del mercado de *credit default swap* fue una transferencia neta de riesgo fuera del sector bancario. En cualquier caso, aunque la transferencia del riesgo de crédito se produjese sólo dentro de un mismo sector, las ventajas en términos de mejor asignación del riesgo se mantendrían, pese a ser éstas de menor cuantía.

Los beneficios de la diversificación y la consecuente reducción del coste de capital para obtener financiación adicional por parte de las entidades son los principales motivos que subyacen para transferir el riesgo. Los compradores de estos productos reciben a cambio una prima debido a la existencia de asimetrías de información y de riesgo moral. Por una parte, la entidad que emite los activos de titulización tiene mayor información respecto al riesgo de crédito del producto que el potencial comprador, por lo que éste debe ser compensado por dicha incertidumbre. Por otra parte, el emisor, al transferir gran parte del riesgo de los activos subyacentes, pierde el incentivo para realizar un seguimiento adecuado del subyacente, lo que podría derivar en una gestión inadecuada del riesgo. El potencial comprador exige, en consecuencia, una prima que compense por dichas incertidumbres.

Adicionalmente, en el caso concreto de la titulización, su proliferación se ve sustentada a su vez por la demanda, por parte de determinados agentes tales como los fondos de pensiones y otros inversores institucionales, de activos de elevada calidad crediticia cuya presencia en el mercado sería, en caso contrario, limitada. Gracias a la titulización de activos en tramos con niveles de riesgo distintos, se aumenta la oferta de activos de elevada calidad crediticia, al concentrar el riesgo de crédito en los tramos inferiores. Los fondos de pensiones, dada la naturaleza de su política de inversión, son demandantes de este tipo de productos.

El aumento de la liquidez, entendida como la facilidad de comprar y vender un activo sin que ello afecte a su valor, puede interpretarse a su vez como sinónimo de un aumento de la confianza en el sistema pues, al fin y al cabo, ésta refleja la posibilidad de realizar transacciones en el mercado y garantizar el buen funcionamiento del sistema. Si a ello se añaden las ventajas para el inversor final del aumento de la oferta de productos y la posibilidad de tener acceso a nuevas estrategias de inversión, lo que permite aumentar la competitividad de la inversión colectiva, reducir costes y, en definitiva, mejorar su eficiencia, el balance no puede ser sino positivo para el conjunto del sistema.

No obstante, si bien lo anterior apuntaría hacia unos mercados más eficientes y con menor nivel de riesgo, no es menos cierto que existen algunas incertidumbres todavía sin clarificar.

Por una parte, son frecuentes las voces que alertan sobre los problemas de la valoración de los productos estructurados dada su creciente complejidad, proceso que termina siendo una ardua tarea para los agentes. La evaluación de los riesgos y rendimientos de un activo estructurado requiere estimar la distribución de pérdida de los activos subyacentes, lo que no es sencillo dada la usual heterogeneidad de los mismos. Ello, a su vez, debe ser valorado en el contexto de la estructuración que ofrece el producto, considerando también las distintas mejoras crediticias que suelen acordarse en las emisiones y el grado de correlación existente. Cada uno de los modelos de valoración existentes presenta ventajas e inconvenientes para tratar de representar la realidad de los mercados. La incertidumbre resultante sobre el precio de los activos es una fuente de ineficiencia para la asignación de riesgos. Errores en la evaluación de los productos pueden producir pérdidas no esperadas, sensibilidades de los precios de los activos que no se corresponden con lo estimado por los modelos y, en definitiva, coberturas que pueden no ser tan efectivas como se preveía.

Por otra parte, existe poca información respecto a la actual distribución de riesgos dentro del sistema. Por ejemplo, en relación a tenencias de CDO (ver gráfico 2), los datos existentes muestran que los *hedge funds*, a los que tantas veces se hace referencia como uno de los principales operadores, poseen apenas el 10% del total de CDO emitidos, lo que podría llevar a minimizar su papel en el mercado de CDO. Sin embargo, también es cierto que dicho porcentaje puede ser una cantidad relevante para el conjunto de su cartera, a la vez que, dada la estructuración de los CDO por tramos de distintos niveles de riesgo, podría estar concentrada en los tramos con niveles de riesgo más elevados.

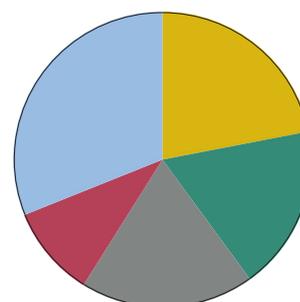
En un principio, debido a las asimetrías de información anteriormente citadas, lo óptimo para las entidades emisoras suele ser quedarse como señalización aquellos activos de menor calidad crediticia (*toxic waste*)⁷. No obstante, la literatura no es concluyente. Existen investigaciones recientes que concluyen que, bajo determinadas circunstancias, el emisor, como consecuencia de los beneficios en términos de reducción del coste del capital adicional, prefiere vender los activos más arriesgados en relación a los de nivel de riesgo inferior⁸. Ello implicaría que las transferencias de riesgos, con las cautelas anteriormente citadas, podrían estar concentrándose en los activos con mayores niveles de riesgo. De este modo, inversores institucionales como los *hedge funds*, sujetos a una menor regulación y transparencia, podrían ser tenedores de un porcentaje relevante de los mencionados activos de mayor riesgo.

Distribución CDOs por tipo de inversores

GRÁFICO 2

(Sin ajuste delta)

- Gestores 22%
- Fondos de pensiones 18%
- Seguros 19%
- Hedge Funds 10%
- Bancos 31%



Fuente: FMI, Lipskey (2007).

⁷ Véase Fender, I. y Mitchell, J. (2005).

⁸ Véase Duffie, Darrel (2007).

Finalmente, se desconoce el grado de interrelación que pueden llegar a alcanzar los mercados de capitales en el actual contexto de globalización e integración de los mercados de valores. Ello genera incertidumbre respecto a los efectos adversos que globalmente puedan llegar a ocasionar shocks o movimientos de precios cuyo alcance se estimaría inicialmente limitado. La confianza en el buen funcionamiento del sistema se reduciría y, por lo tanto, aumentaría el nivel de riesgo global.

Algunos estudios recientes, que asignan a los mercados mayores niveles de incertidumbre como consecuencia de la falta de transparencia, concluyen que ante una reducción de la liquidez la respuesta por parte de los agentes puede conducir a una crisis de efectos globales. Esto es, que la nueva realidad de los mercados implicaría periodos de inestabilidad inherentes a la nueva estructura⁹. En síntesis, puede afirmarse que se constata una mayor conexión entre el precio de los activos, la liquidez de los mercados y los mecanismos para transferir riesgos, como consecuencia del cambio en la arquitectura de los mercados.

En cualquier caso, el mercado continúa en constante transformación, estando incluso muchos de los cambios mencionados en sus fases iniciales de desarrollo. Así, puede aumentar la completitud de los mercados, se ampliarán las herramientas disponibles para mejorar la gestión del riesgo, y con ello la liquidez de los mercados, a la vez que se desarrollarán nuevos mercados. La clave parece estar en el camino que todavía queda por recorrer, pues es posible que durante el cambio se generen algunas incertidumbres, como la migración del riesgo de áreas normalmente sujetas a una elevada atención por parte del supervisor, que gozan normalmente de mayor transparencia, a otras que históricamente no han requerido tal atención. Las implicaciones de dicho cambio deben ser por tanto monitorizadas regularmente, de modo que se mantenga un adecuado grado de transparencia, tanto para la función supervisora como para que los agentes del mercado puedan desarrollar su actividad realizando una valoración adecuada de los riesgos que desean asumir.

4 Un análisis de los mercados españoles

España no ha quedado al margen de los sucesos y fenómenos relatados en el apartado anterior. Los mercados de valores españoles han sido partícipes del proceso de innovación financiera, el desarrollo tecnológico que se ha experimentado es equiparable al del resto de países desarrollados, se ha participado plenamente en el proceso de integración europea y globalización financiera, se disfrutado de un contexto de considerable aumento de la liquidez, gracias al favorable entorno macroeconómico y a la aparición de nuevos agentes en el mercado, y se ha intensificado el proceso de desintermediación bancaria - entendido como el abandono progresivo por parte de las entidades de crédito del tradicional papel de captadores de ahorro y oferentes de créditos-, aunque manteniendo su protagonismo como intermediarios de los mercados españoles. Sin embargo, el caso español presenta determinadas peculiaridades que se destacan a continuación.

⁹ Véase Caballero, Ricardo y Krishnamurthy, Arvind (2007).

4.1 Desarrollo de las infraestructuras de negociación en España

Desde el punto de vista del desarrollo de los mercados de valores, hace poco más de veinte años aún estaban comenzando a aparecer en España las infraestructuras de mercado, así como la función supervisora de los mismos. En este sentido, puede afirmarse que desde finales de la década de los años ochenta se ha producido una revolución en los mercados de valores españoles.

El año 1988 fue relevante en la medida que supuso la entrada en vigor de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV). Ello implicó la desaparición de la intermediación bursátil tradicional basada en la figura de los agentes de cambio y bolsa, fedatarios públicos que obtenían la capacidad de operar mediante una oposición, y su sustitución por entidades financieras, las Sociedades y Agencias de Valores, que pasaron a ser entidades supervisadas, con exigencias de recursos propios y libre concurrencia al sector siempre que cumpliesen una serie de requisitos.

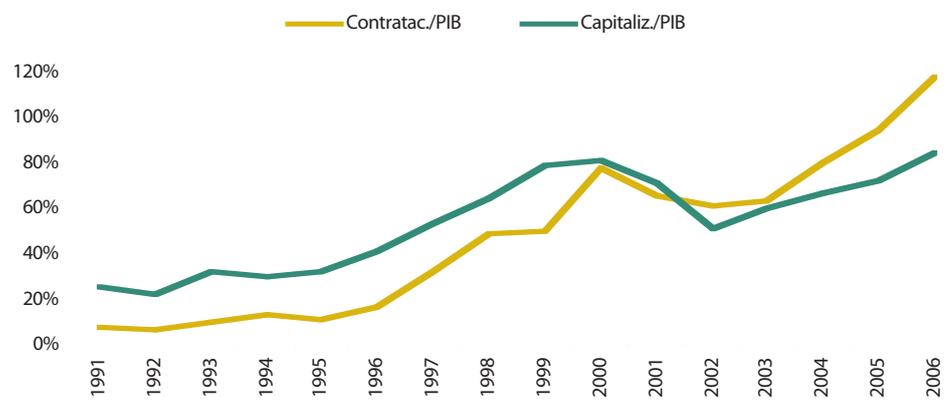
Por otra parte, también significó el nacimiento del supervisor único de los mercados de valores, la CNMV, con la función de velar por la correcta formación de los precios, por la transparencia del mercado y, en definitiva, por la protección de los inversores.

Dos años más tarde, se creó el Sistema de Interconexión Bursátil (o mercado continuo), que unificó la operativa bursátil de las cuatro bolsas españolas. Se pusieron las bases para la creación de mercados de valores distintos de las bolsas, así como para asegurar que las operaciones contratadas se llevasen a buen fin y su liquidación se hiciese de la forma más eficiente posible. Adicionalmente, a partir de 1992, se llevó a cabo el proceso conocido como “desmaterialización” de los valores negociables que supuso la transformación de los títulos físicos utilizados hasta ese momento en anotaciones en cuenta.

En esta fase inicial de desarrollo, la complicitad de la regulación fue clave. La normativa que fue apareciendo tras la promulgación de la LMV sentó las bases para el consiguiente desarrollo de los mercados de valores en España. Por citar algunas cifras, cabe resaltar las de capitalización y contratación de las bolsas españolas, las cuales, medidas en porcentaje sobre el PIB, siguen una tendencia creciente desde la época mencionada hasta la actualidad.

Contratación y capitalización en las bolsas españolas sobre el PIB

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV.

En los últimos años del pasado siglo XX, se produjeron dos hechos que permitieron un avance muy significativo hacia la madurez de las infraestructuras de mercado en España:

- Por una parte, se eliminó la exclusividad de las Sociedades y Agencias de Valores como miembros de las bolsas, con lo que otros intermediarios financieros pudieron adquirir tal condición, siendo especialmente relevante el caso de las entidades de crédito.
- Por otra parte, se inició la desmutualización de las bolsas, y de los mercados de valores en general. Este proceso rompió la identidad entre miembros del mercado y accionistas de las sociedades rectoras que gestionaban los mismos con lo que, desde ese momento, es posible que existan miembros que no sean accionistas del mercado y viceversa.

Estos dos acontecimientos constituyeron la semilla que dio lugar al proceso de unificación de la propiedad de las sociedades rectoras de los mercados que, tras la realización de una serie de pasos previos, culminó en 2002 con la constitución de Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A. (BME). La culminación del proceso de desmutualización permitió el pleno desarrollo de las infraestructuras de mercado y se sustanció en la salida a bolsa, en julio de 2006 de BME, de modo que el *holding* de mercados y sistemas de compensación y liquidación comenzó a cotizar en el mercado que la propia sociedad gestiona, tal y como habían ya hecho otros mercados de valores fuera de España a lo largo de los últimos años.

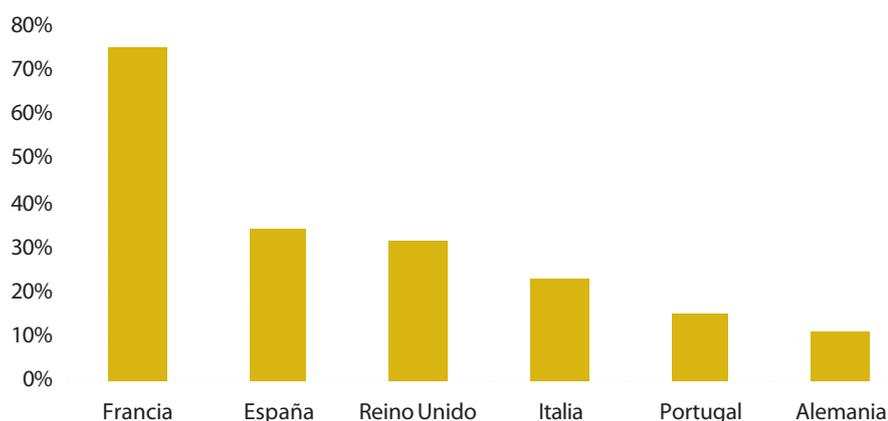
4.2 Productos y agentes financieros de los mercados de valores españoles - la innovación financiera

Durante la década de los años 1990, junto a la reforma de las plataformas de negociación, cabe destacar el fenómeno de desintermediación bancaria que facilitó el acceso de los inversores minoristas a los mercados de valores, aumentando la oferta de instrumentos en los que podían canalizar su ahorro en relación a los clásicos depósitos bancarios.

Ello fue posible, principalmente, a través del desarrollo de la inversión colectiva. De hecho, los fondos de inversión experimentaron, desde principios de la mencionada década de los noventa, un notable aumento tanto en número de entidades como en patrimonio gestionado, alcanzando su auge en 1998. Asimismo, el proceso de desintermediación también facilitó la inversión directa en los mercados, cuyo máximo exponente tuvo lugar en el periodo 1998-2000 coincidiendo con las privatizaciones de las grandes empresas públicas y la explosión de la cotización bursátil de las empresas tecnológicas.

Actualmente, la inversión colectiva en España es una parte fundamental del sistema financiero español, al ser el principal vehículo de participación del inversor individual en los mercados de valores. De hecho, si se compara con los principales países europeos, como muestra el gráfico 4, España es el segundo país en patrimonio de las instituciones de inversión colectiva sobre PIB después de Francia.

En porcentaje del PIB (2006)



Fuente: INVERCO y Eurostat.

El proceso de globalización e innovación financiera se plasmó en España en la aparición de figuras no vistas hasta ese momento. Así, en 1984 se promulgó la primera Ley de instituciones de inversión colectiva, en 1986 apareció la primera normativa referida a capital riesgo, en 1987 se regularon los fondos de pensiones, en 1988 aparecieron las sociedades y agencias de valores mencionadas en el apartado anterior y en 1992 surgió la primera regulación relativa a la titulización. Otras figuras son objeto de tratamiento normativo más tardío. Por ejemplo, los fondos de inversión libre o *hedge funds*, que son regulados por primera vez en el año 2005.

Dicho lo anterior, cabe puntualizar, no obstante, que, a pesar de que algunas de estas figuras comenzaron a regularse en fechas tempranas, su desarrollo real generalizado no se inicia hasta años más tarde. Ello ha sucedido, por ejemplo, con las entidades de capital riesgo, cuya proliferación sólo se observó a partir de 2003. En la actualidad, existen poco más de 250 entidades entre fondos, sociedades y sociedades gestoras. Los fondos de inversión libre, por su parte, comienzan a constituirse en España en 2006 y no es hasta 2007 cuando empiezan a adquirir cierta relevancia, aunque aún con cifras modestas en términos de número de entidades y patrimonio gestionado en relación a los fondos de inversión tradicionales y con la experiencia en otros países.

Si bien el desarrollo de los nuevos intermediarios se encuentra aún en una fase embrionaria en España, no puede decirse lo mismo de la innovación de productos, y en concreto del fenómeno de la titulización, que se ha desarrollado con una intensidad similar o mayor si cabe a la de otros países europeos.

El mercado de titulización español es uno de los más importantes de Europa, siendo el segundo, tras Gran Bretaña, en volumen total de emisiones. En 2006, las

⁹ Esto obviamente señala la necesidad de prescindir de cualquier otro criterio ad-hoc como puede ser el derivado de cubrir determinadas cuotas. "¿Pero de verdad pueden, el Parlamento y el Gobierno de un Estado serio, andar pactando los nombramientos de magistrados, vocales, consejeros y demás personajes centrales del parnaso político con los entes territoriales de ese mismo Estado?" (Sosa Wagner y Sosa Mayor 2006).

emisiones españolas representaron casi el 12% del total europeo frente al 51,8% británico. Durante la primera mitad de 2007, las cifras fueron del 14% y del 55% respectivamente¹⁰. De hecho, cabe recordar que Gran Bretaña es el país europeo con mayor volumen gracias a que muchas de las entidades residentes en otros países realizan allí sus emisiones, al ser Londres el principal centro financiero europeo y uno de los más importantes a nivel internacional.

En términos de distribución de riesgos, cabe preguntarse quiénes son los destinatarios finales de estos títulos. Actualmente, y condicionado a los datos existentes para el año 2007, los títulos emitidos mediante estas operaciones son suscritos en su práctica totalidad por entidades financieras, ya sean nacionales o extranjeras. Si se comparan estos datos con los correspondientes a 2005¹¹, no se observa un cambio significativo en la naturaleza de los suscriptores de estos valores. Gran parte de los suscriptores siguen siendo las entidades financieras, ya sean nacionales o extranjeras. Asimismo, alrededor del 55% de las emisiones son suscritas por entidades extranjeras (porcentaje que alcanzó el 58% en 2005), quedando menos del 50% en España.

Suscriptores de bonos de titulización en 2007 en España

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV.

No obstante, dada la estructuración de dichos productos en tramos con niveles muy dispares de riesgo, se debe acudir al detalle de las suscripciones según la calificación crediticia de cada tramo para poder obtener alguna conclusión acerca de las tendencias en términos de distribución de riesgos.

A este respecto, si bien en 2005 el tramo con menor calificación crediticia, o tramo *equity*, era asumido en su totalidad por las propias entidades financieras nacionales, en 2007 se observa que aparecen nuevos suscriptores que adquieren el 10% de los tramos con peor calificación crediticia. En concreto, las instituciones financieras nacionales distintas a las entidades de crédito, donde se encuentran inversores institucionales, asumen el 7,5% de dichas emisiones, mientras que las instituciones financieras extranjeras se quedan con algo más del 2%. Esto es, si

¹⁰Datos procedentes del *European Securitisation Forum*.

¹¹Disponibles en la Monografía publicada por la CNMV "Estructuras de Titulización: características e implicaciones para el sistema financiero", de Ramiro Losada (2006).

bien las entidades de crédito nacionales siguen siendo los principales tenedores de los tramos más arriesgados de las emisiones, se observa que otras instituciones financieras, a pesar de mantener un mayor apetito por los tramos de menor riesgo, son tenedores también de tramos con menor calificación crediticia.

Estructuras de titulización: Nominal suscrito por calificación crediticia

CUADRO 1

En 2007, hasta el 31 de agosto

Millones de euros

Calificación crediticia Standard & Poor's	AAA	(AA+,A-)	(BBB+,B-)	<B-	TOTAL
Total mercado español	35.377,4	1.074,2	865,3	366,3	37.683,2
Banco de España	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Entidades de crédito	30.663,7	996,4	716,3	338,3	32.714,7
Otras Instituciones Financieras	4.037,0	76,8	131,0	28,0	4.272,8
Empresas de seguros	666,7	1,0	18,0	0,0	685,7
Administración Pública	10,0	0,0	0,0	0,0	10,0
Total mercado extranjero	44.507,4	1.010,6	542,4	7,7	46.068,1
Instituciones Financieras extranjeras	39.834,1	743,1	394,7	7,7	40.979,6
Resto	4.673,3	267,5	147,7	0,0	5.088,5
Total suscrito	79.884,8	2.084,8	1.407,7	374,0	83.751,3

Fuente: CNMV.

Dicho lo anterior, cabe señalar dos hechos adicionales. Por una parte, estos títulos, a pesar de cotizar en el mercado regulado AIAF de renta fija privada, gozan de una liquidez limitada dado el número de operaciones que con ellos se realizan (en 2006 las operaciones cruzadas con este tipo de títulos en el Mercado AIAF representaron el 1,4% del total, mientras que el saldo nominal en circulación a 31 de diciembre representaba el 37,8% del total de AIAF¹²). Por otra parte, existe poca información sobre la tenencia final de dichos activos, lo que incrementa la falta de transparencia de este mercado.

Otro elemento del mercado español de titulización es el predominio, por encima de la media europea, de titulaciones cuyos activos están compuestos por títulos derivados de préstamos hipotecarios. Por citar algunas cifras, en 2006 el porcentaje medio en Europa de emisiones con respaldo hipotecario fue del 66% frente a un 83% en el caso español¹³. Dicho predominio se justifica por el notable crecimiento del mercado inmobiliario en España, motivado, en parte, por un entorno de bajos tipos de interés, un importante aumento de la población residente en un plazo de tiempo limitado, el mantenimiento de ciertos incentivos fiscales a la adquisición de vivienda frente al alquiler o a la posible relajación en los criterios de concesión de créditos. En definitiva, el mercado de titulización español presenta una mayor sensibilidad a la evolución del mercado inmobiliario que otros. Cambios en las condiciones del mercado hipotecario afectarían en mayor medida a las entidades financieras, tanto por los préstamos hipotecarios que mantienen en su balance, como por ser suscriptores de gran parte de la titulización hipotecaria. Adicionalmente, dada la creciente demanda de créditos hipotecarios, algunas entidades están titulizando préstamos hipotecarios como vía para obtener financiación con la que conceder nuevos préstamos

¹² Datos procedentes de la CNMV.

¹³ Datos procedentes del European Securitisation Forum.

hipotecarios que, a su vez, titilizan, reteniendo los tramos de menor calificación crediticia. Los inversores institucionales cuya demanda se muestra creciente en tramos de menor calificación crediticia también están aumentando su sensibilidad.

Finalmente, como característica diferencial del mercado español, cabe resaltar la elevada calidad crediticia de los títulos emitidos hasta el momento. Ello es consecuencia del notable grado de solvencia de las entidades bancarias originadoras, que siguen manteniendo la mayor parte del riesgo en su balance, y de las reducidas tasas de morosidad que actualmente están experimentando los créditos hipotecarios que respaldan los títulos emitidos.

En síntesis, los mercados de valores españoles han experimentado un notable desarrollo en los últimos veinte años, sobre todo si se considera el largo camino que han tenido que recorrer en el mismo periodo de tiempo debido a su situación de partida. Actualmente los mercados juegan un importante papel para la economía de nuestro país, a la vez que se han situado en primera línea internacional. El desarrollo de nuevos productos, como los fondos de inversión, y el consecuente proceso de desintermediación, permitió el auge de la inversión colectiva en sus distintas formas, sector que continúa en constante evolución tras la introducción de nuevas figuras. Las nuevas funciones de intermediación por parte de inversores institucionales y la constante innovación de productos también se está reflejando en España, aunque en cuantía todavía limitada. La titulización de activos, concentrada en el sector hipotecario, ha mostrado una notable actividad, lo que ha permitido a las entidades financieras mejorar la gestión de sus balances. Pese a que siguen siendo los principales tenedores de dichos títulos, se observan cambios en la colocación de las emisiones que deberán ser monitorizados en el futuro. En conjunto, nuevas funciones y nuevos agentes que regular y supervisar, en un contexto de constante integración e innovación de los mercados de valores.

5 Conclusiones

La naturaleza cambiante de los mercados financieros requiere de una atención constante para tratar de comprender la nueva realidad de los mismos. En un contexto de creciente interrelación e integración de los mercados, y de constante innovación financiera, el análisis debe abordarse desde una perspectiva global, tratando de valorar de forma adecuada los costes y beneficios de los distintos desarrollos.

Si bien no cabe duda que las novedades de los últimos años permiten avanzar hacia unos mercados más completos y eficientes, también es cierto que su crecimiento, con la aparición de nuevos productos y nuevos agentes, en un entorno de creciente complejidad, se está concentrando en áreas o sectores caracterizados por menores controles regulatorios o por controles quizás poco adecuados para la nueva operativa que desarrollan en la actualidad.

La función de regulación y supervisión, cómplice del notable éxito del desarrollo de los mercados de los últimos años, debe ahora ajustarse a la nueva realidad, adaptándose de forma que se mantenga la consistencia, efectividad y eficiencia del marco regulador y supervisor. Para ello es esencial, por una parte, disponer de un marco jurídico lo suficientemente flexible para adaptarse a los constantes cambios y, por otra, avanzar en el fomento de la transparencia, tanto para facilitar la mencionada labor de regulación y supervisión como para permitir que los agentes puedan realizar una adecuada valoración de sus riesgos.

6 Bibliografía

Duffie, Darrell (2007) “Innovations in Credit Risk Transfer: Implications for Financial Stability”, *Graduate School of Business, Stanford University, Junio, 2007*.

Fender, I. y Mitchell, J. (2005), “Structured finance: complexity, risk and the use of ratings” *Bank for International Settlements, BIS Quarterly Review, Junio 2005*.

Kose, A.M., Prasad, E., Rogoff, K. y Wei S. (2006): “Financial Globalization: A Reappraisal”. *Fondo Monetario Internacional, IMF Working Paper, WP/06/189*.

Losada López, Ramiro. (2006): “Estructuras de Titulización: características e implicaciones para el sistema financiero”. *Comisión Nacional del Mercado de Valores, Monografía nº 14, octubre 2006*.

Losada López, Ramiro. (2006): “Estructuras de Titulización. Modelos de Valoración de CDOs”. *Comisión Nacional del Mercado de Valores, Monografía nº 18, noviembre 2006*.

Lipsky, John (2007) “The Global Economy and Financial Markets: Where Next?”, *Fondo Monetario Internacional, FMI, conferencia en el Lwy Institute, Australia, 2007*.

II Estudios

El blindaje en la Bolsa española. 1996-2005

Domingo Javier Santana Martín
Inmaculada Aguiar Díaz (*)

(*) Domingo Javier Santana es profesor contratado doctor de la Universidad de las Palmas de Gran Canaria. Inmaculada Aguiar Díaz es profesora titular de la Universidad de las Palmas de Gran Canaria. Este trabajo es un resumen de la Monografía nº 22 de la CNMV, publicada con el mismo nombre.

1 Introducción

El crecimiento experimentado por el mercado bursátil español en la última década se ha traducido en una mayor presencia de inversores privados debido fundamentalmente al proceso de privatización de grandes empresas cotizadas. Este proceso ha convivido con la presencia de grandes accionistas, principalmente familias y entidades financieras, en el control de las sociedades cotizadas españolas. De este modo, la concentración de propiedad en manos de unos pocos accionistas es una de las principales características del gobierno corporativo en España (e.g., La Porta et al., 1999; Faccio y Lang, 2002; Santana y Aguiar, 2004). Por tanto, el problema de agencia al que se enfrentan las sociedades cotizadas en nuestro país se aleja del clásico conflicto entre accionistas y directivos apuntado por Jensen y Meckling (1976), ya que las mismas no están controladas por un grupo de directivos en nombre de una multitud de accionistas, sino por propietarios con participaciones en la propiedad significativas, por lo que tienen incentivos para implicarse en el proceso de toma de decisiones, así como en el control de la sociedad.

En este sentido, el nivel de control de los agentes internos (consejeros y/o accionistas significativos fundamentalmente) puede verse intensificado por la adopción de medidas de blindaje. De este modo, el blindaje puede definirse como un conjunto de instrumentos que proporcionan un mayor poder a los agentes que controlan las decisiones corporativas. La adopción de estas medidas es utilizada por dichos agentes para aumentar la posibilidad de continuidad en su posición, lo que puede incentivar la toma de decisiones en su propio interés. De esta forma, el blindaje puede ser utilizado como instrumento que posibilita la expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios, al reducir la disciplina ejercida por el mercado de control corporativo y la junta general de accionistas. Entre las distintas medidas defensivas, se pueden encontrar, por un lado, aquellas que requieren la aprobación de la junta general de accionistas para su adopción, como pueden ser la emisión de acciones con diferentes niveles de voto o la inclusión en los estatutos sociales de cláusulas de blindaje. Por otro lado, aquellas medidas de blindaje que no requieren el consentimiento de la junta general para ser utilizadas por los agentes controladores, entre las que se encuentran los cambios en la estructura de capital, los litigios con compradores potenciales o la reestructuración de las inversiones corporativas.

En este contexto, el gobierno corporativo adquiere una especial trascendencia como sistema cuya principal función se centra en defender los intereses de los inversores externos. Este hecho se ha configurado como una de las principales razones para justificar el desarrollo normativo experimentado en España relacionado con el gobierno de las sociedades cotizadas entre 1996 y 2005. Así, la publicación de los Informes de la Comisión Olivencia en 1998 y de la Comisión Aldama en 2003, y especialmente la entrada en vigor de la Ley 26/2003 han aumentado los niveles de transparencia y responsabilidad de los órganos de

gobierno de las empresas cotizadas españolas. De esta forma, el desarrollo normativo ha permitido aumentar de forma considerable el conocimiento sobre el sistema de gobierno de las empresas cotizadas españolas.

Entre los distintos mecanismos de gobierno corporativo, el análisis de las medidas de blindaje contenidas en los estatutos sociales adquiere especial relevancia dada su influencia sobre la protección de los derechos de los accionistas minoritarios y como consecuencia de la escasa transparencia que caracterizaba a las empresas españolas hasta el año 2003 en esta materia. De este modo, son escasos los estudios¹ sobre el blindaje que permitan conocer la evolución que ha seguido, en una década caracterizada por el fuerte desarrollo de los mercados españoles y el profundo dinamismo del entorno institucional, uno de los instrumentos de gobierno que pueden influir en mayor medida en el comportamiento de las empresas cotizadas españolas.

De este modo, concebido el blindaje como un mecanismo que limita los derechos de los accionistas minoritarios, el presente estudio tiene por objeto analizar el blindaje contenido en los estatutos sociales de las empresas no financieras cotizadas españolas en la década 1996-2005², tratando de dar respuesta a una serie de interrogantes tales como: ¿Cuál es el porcentaje de empresas cotizadas blindadas y cómo ha evolucionado dicho porcentaje en el periodo 1996-2005?, ¿cuál es el nivel de blindaje y cómo ha evolucionado dicho índice?, ¿qué medidas son las más utilizadas por las sociedades cotizadas españolas?, ¿se mantienen estas preferencias a lo largo de la década objeto de estudio?, ¿qué estrategia adoptan las empresas que se incorporan a bolsa a lo largo de este período?, ¿ha influido la normativa sobre transparencia en los mercados de valores que entró en vigor en el año 2003?

Con el fin de dar respuesta a estas cuestiones, el segundo apartado plantea la influencia del sistema legal en el nivel defensivo que las empresas introducen en sus estatutos sociales. En el tercero se plantean los aspectos metodológicos con especial referencia a la construcción del índice de blindaje. El cuarto presenta los resultados de la investigación empírica, objeto central del estudio, tratando de responder a las cuestiones planteadas. Finalmente se exponen las principales conclusiones.

2 Medidas defensivas y entorno institucional

Las medidas de blindaje pueden ser utilizadas por los agentes internos como mecanismos de expropiación de la riqueza de los inversores externos, ya que pueden reducir la amenaza ejercida por el mercado de control corporativo. En este sentido, Stulz (1988) argumenta que las disposiciones defensivas disminuyen la probabilidad de que se produzca un proceso de opa, lo que puede incentivar a los

¹ Ver Santana y Aguiar (2004) para un análisis de la evolución del blindaje contenido en los estatutos sociales de las empresas cotizadas españolas entre los años 1996 y 2002.

² El presente estudio es una síntesis de un trabajo más amplio publicado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Una década de blindaje en España. 1996-2005. Monografía nº 22.

agentes internos a atrincherarse. Además, la utilización de los instrumentos defensivos limita la disciplina que puede ejercer la junta general de accionistas sobre el consejo y los directivos. De esta forma, la mayor debilidad de los órganos internos de gobierno, ante la presencia de instrumentos defensivos, posibilita a los agentes involucrados en el proceso de toma de decisiones realizar acciones oportunistas que sean fuente de beneficios privados. En esta línea, Danielson y Karpoff (1998) afirman que la presencia de medidas defensivas, no sólo influye en el mercado de control corporativo externo, sino igualmente en el mercado de control corporativo interno, es decir, en aquel relacionado con los cambios de poder realizados por los actuales accionistas al influir en las políticas corporativas a través del ejercicio de sus derechos de voto en las juntas generales de accionistas.

Entre las posibles razones que justifican la aprobación por parte de los accionistas de disposiciones estatutarias defensivas que pueden ir en contra de sus propios intereses, DeAngelo y Rice (1983) señalan la preferencia por mantener en sus puestos a los directivos actuales, los elevados costes de información y transacción requeridos para combatir la aprobación de estas disposiciones, así como la presencia de accionistas controladores cuyo objetivo principal no sea la maximización del valor de la empresa sino la obtención de los beneficios privados. En este sentido, Cuervo (2002) argumenta que el comportamiento de los accionistas controladores o “núcleo de accionistas” en los países de la Europa Continental explica el uso de los mecanismos de defensa, siendo éstos presentados para su aprobación como instrumentos de protección del interés general, aunque en la mayoría de los casos defiendan fundamentalmente los intereses de directivos y accionistas controladores. De esta forma, la estructura de propiedad podría explicar la adopción de medidas defensivas por parte de las empresas. Así, a medida que aumenta la participación en la propiedad de los agentes internos, los beneficios de adoptar medidas defensivas disminuyen (e.g., Malatesta y Walking, 1988; Bebchuk, 1999; Field y Karpoff, 2002).

Por otro lado, el uso de medidas defensivas puede venir determinado por factores externos a las empresas, concretamente por el entorno institucional. Por un lado, la legislación establecida a nivel estatal, que regula de manera general las relaciones entre dichos inversores; por otro, la normativa específica de gobierno recogida en los estatutos sociales que se ocupa de aquellas posibilidades, lagunas o ausencias de la legislación estatal. De este modo, el sistema legislativo puede afectar al nivel de utilización de medidas defensivas. En este sentido, desde la creación en 1988 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) España ha experimentado un cambio legal e institucional significativo con el objetivo fundamental de incrementar la transparencia informativa de los mercados de valores y el nivel defensivo de los intereses de los inversores externos por parte del sistema legal. Este desarrollo institucional se acentúa a partir de la entrada en vigor de la Ley 26/2003 desarrollada posteriormente por la Orden ECO/3722/2003 y la Circular 1/2004 de la CNMV. Este marco legislativo permite aumentar de forma considerable los niveles de transparencia y responsabilidad de los órganos de gobierno de las empresas cotizadas españolas.

Así, los pilares más recientes en los que se fundamenta el desarrollo legislativo relacionado con el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en España se encuentran en la Ley 44/2002, de Medidas de reforma del sistema financiero, en la que se recoge, entre otros aspectos, la obligatoriedad de que las sociedades cotizadas cuenten con un comité de auditoría, se establecen mecanismos para lograr una mayor

independencia de los auditores y se modifica el régimen en materia de comunicación relevante al mercado por parte de las empresas cotizadas. Por otro lado, los informes elaborados por la Comisión Olivencia y, de forma más concreta, por la Comisión Aldama perfilan un conjunto de recomendaciones con el fin de que el legislador defina un marco normativo que desarrolle de manera adecuada el control sobre el sistema de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. Dichas recomendaciones se concretan en tres aspectos: los deberes de información y transparencia, la definición y el régimen de los deberes de los administradores, con especial incidencia ante conflictos de intereses y la obligación de que las sociedades cotizadas cuenten con mecanismos de gobierno como, por ejemplo, una reglamentación del funcionamiento del consejo de administración y la junta general de accionistas.

Estas recomendaciones son dotadas de soporte normativo en la Ley 26/2003 que, entre otros aspectos, introduce un nuevo título en la Ley 24/1988 del Mercado de valores dedicado a las sociedades cotizadas y, en concreto, al gobierno de las mismas. En este sentido, se establece la obligación de informar al mercado sobre el sistema de gobierno corporativo a través de la elaboración de un informe anual, bajo la responsabilidad del consejo de administración y disponible a todos los accionistas e inversores mediante su publicación en la página *web* de la sociedad. Además, se potencian los mecanismos para asegurar una transmisión de la información relevante a los accionistas externos y se facilita su participación en la toma de decisiones. Posteriormente la Orden ECO/3722/2003 y la Circular 1/2004 de la CNMV completan la legislación anterior al definir los contenidos mínimos y la estructura que debe seguir el informe anual de gobierno corporativo, así como determina las especificaciones técnicas y jurídicas que debe poseer la página *web* de las sociedades cotizadas españolas.

De este modo, el conjunto de normas vinculadas al gobierno de las sociedades cotizadas ha permitido a España, a pesar de situarse entre los países con sistema legal francés, presentar niveles de defensa de los accionistas minoritarios por encima de la media del conjunto de naciones enmarcadas en dicha familia legal. La Porta et al. (1998) desarrollan un índice que mide el nivel de defensa de los intereses de los accionistas minoritarios por parte del sistema legal, frente a directivos y grandes accionistas (*antidirector rights*). En dicho índice, España, en función de la legislación española vigente en 1993, logra 4 puntos frente a los 2,33 de la media de los países de origen legal francés. Posteriormente, Djankov et al. (2006), revisan dicho índice con la legislación vigente en el año 2003, alcanzando España 5 puntos frente a los 2,91 de la media de países con sistema legal francés. En esta misma línea, se muestran los índices de revelación y responsabilidad garantizados por el sistema legal contruidos por La Porta et al. (2006). Así, España logra una puntuación de 0,5 en el índice de revelación de información (*disclosure requirements*) frente a los 0,45 de la media de países de origen legal francés. Igualmente, en el índice de responsabilidad de los agentes internos (*liability standard*) España alcanza los 0,66 puntos siendo de 0,39 de media de los países con sistema legal francés.

De este modo, concebido el blindaje como un mecanismo que limita los derechos de los accionistas minoritarios, ante la mejora observada en el nivel de protección que ofrece la normativa española, cabe plantearse si ello se traduce en una reducción del blindaje corporativo contenido en los estatutos sociales de las empresas cotizadas españolas y, en caso, cabe preguntarse cómo se ha realizado esa posible disminución de los niveles defensivos de las sociedades cotizadas.

3 Aspectos metodológicos

3.1 Muestra y fuentes de información

La determinación de la muestra parte de las 108 empresas no financieras cotizadas en el mercado continuo a 31 de diciembre de 2005, de las cuales se han eliminado cinco compañías no domiciliadas en España, por lo que la muestra final queda constituida por 103 sociedades cotizadas españolas no financieras. El estudio se ha realizado a partir de los estatutos sociales vigentes a 31 de diciembre entre los años 1996 y 2005. Es preciso indicar que el número de empresas analizadas difiere en cada uno de los años del período objeto de estudio debido a las entradas y salidas de cotización de las empresas. Como puede observarse en el cuadro 1, el mayor número de incorporaciones netas a cotización se produce en los años 1997-1999, ya que a partir del año 2000 el número total de sociedades es más estable.

Número de empresas. 1996-2005

CUADRO 1

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Todas	52	65	72	80	85	89	93	95	98	103
Comunes	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52

Las fuentes de información a las que se ha acudido para recopilar los estatutos sociales de las empresas cotizadas difieren en función de dos periodos. El primero, entre 1996 y 2002, se caracteriza por la ausencia de obligación de dichas sociedades de publicar sus estatutos sociales. Por ello se solicitó a cada una de las empresas de la muestra sus estatutos sociales vigentes entre finales de 1996 y finales de 2002, con todas las modificaciones efectuadas a lo largo de dicho periodo, siendo muy escaso el nivel de respuestas afirmativas (aproximadamente un 10% de las sociedades analizadas). Ante dicha situación, se solicitó a cada uno de los registros mercantiles provinciales en los que se encuentran domiciliadas las empresas cotizadas nota simple de la información antes descrita, ya que ni el Registro Mercantil Central ni los registros provinciales poseen una base de datos en las que se recojan los estatutos sociales de las sociedades domiciliadas en España. En el segundo periodo, que transcurre entre los años 2003 y 2005, la aprobación de la ley 26/2003 y su desarrollo posterior, permitió la obtención de los estatutos sociales de las empresas cotizadas, y sus modificaciones más recientes, a través de las páginas web de las empresas.

3.2 Disposiciones estatutarias defensivas e índice de blindaje

Una vez recopilados todos los estatutos sociales de las empresas no financieras españolas cotizadas entre 1996 y 2005, y tras la lectura de los mismos, se extraen cinco disposiciones estatutarias defensivas recogidas en su normativa específica de gobierno: límite al porcentaje de voto que puede emitir un accionista, exigencia de mayorías cualificadas para la adopción de determinados acuerdos, antigüedad como accionista para ser consejero, antigüedad como consejero para ocupar el

puesto de presidente del consejo y renovación escalonada del consejo. Las características de estas disposiciones se muestran en la tabla 1.

Disposiciones estatutarias defensivas utilizadas por las empresas cotizadas españolas. 1996-2005

TABLA 1

Límite en el porcentaje de voto	En los estatutos sociales se introduce un porcentaje máximo de votos que puede emitir un accionista (generalmente un 10%) independientemente de poseer una participación superior.
Mayorías cualificadas	Los estatutos sociales exigen mayorías superiores a las establecidas en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas para la adopción de los llamados supuestos especiales (emisión de obligaciones, aumento o reducción de capital, fusión, modificación de estatutos, etc). Generalmente se exige una mayoría entre el 75 y el 90 por ciento del capital.
Antigüedad como accionista para ser consejero	Los estatutos sociales establecen el requisito de ser accionista durante un periodo de tiempo, generalmente entre 1 y 3 años, para ser consejero.
Antigüedad como consejero para ser presidente	Los estatutos sociales establecen el requisito de ser consejero durante un periodo de tiempo, generalmente entre 1 y 3 años, para ser presidente y/o vicepresidente del consejo de administración.
Renovación escalonada del consejo	Los estatutos sociales establecen el requisito de ser consejero durante un periodo de tiempo, generalmente entre 1 y 3 años, para ser presidente y/o vicepresidente del consejo de administración.

Así, las disposiciones encontradas en los estatutos sociales de las empresas cotizadas españolas pueden ser calificadas, siguiendo el criterio de agrupación propuesto por Danielson y Karpoff (1998), como disposiciones de control interno, de ahí que podamos afirmar que las mismas no afectan directamente al coste de un potencial comprador de acumular un paquete significativo de acciones, es decir, no intervienen de manera directa en el precio que se debe pagar o en la cantidad de acciones que se deben comprar para adquirir una empresa, sino que persiguen fundamentalmente elevar el coste de ejercitar el control por parte de un accionista externo al proceso de toma de decisiones de la empresa, hecho que dificulta de manera indirecta una posible adquisición hostil a los actuales agentes internos.

Por otra parte, estas disposiciones pueden agruparse en función del órgano de gobierno al que van dirigidas. Así, el límite en el porcentaje de voto que puede emitir un accionista y la implantación de mayorías cualificadas por encima de las establecidas de manera general por el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas para la aprobación de los llamados supuestos especiales (cambios estatutarios, emisión de obligaciones, variaciones en el capital social, etc), son disposiciones que van destinadas principalmente a la regulación del procedimiento de voto de la junta general de accionistas. Mientras que los requisitos de antigüedad y la renovación escalonada del consejo de administración son disposiciones estatutarias defensivas destinadas fundamentalmente a la regulación de la composición de dicho órgano de gobierno³.

³ Existen otras fuentes de blindaje que no son analizadas en el presente estudio por dos razones fundamentales. La primera, por no poseer un carácter público a lo largo de todo el periodo de análisis (e.g., cláusulas de blindaje de los altos directivos en sus contratos) o ser públicas sólo de manera reciente (e.g., reglamentos de junta general de accionistas o reglamentos de los consejos de administración). La segunda, por entender que son una segunda línea de defensa ante la amenaza de pérdida de control de los agentes internos actuales que actúan únicamente si las empresas no cuentan con medidas defensivas en sus estatutos o si las adoptadas en los mismos no han funcionado como mecanismo defensivo.

A partir de la identificación y recopilación de las disposiciones estatutarias se elabora un “índice de blindaje”. El mismo se construye de forma que se suma un 1 si una sociedad posee en sus estatutos una disposición y 0 en caso contrario. De esta manera, el índice puede tomar valores de cero a cinco. Así, un mayor valor del índice revela la presencia de un mayor nivel defensivo en los estatutos de una sociedad. La utilización de un índice de blindaje simple conlleva una serie de limitaciones, entre ellas el no recoger la importancia relativa de cada una de las disposiciones defensivas. No obstante, los trabajos precedentes que elaboran índices de blindaje (*e.g.*, Danielson y Karpoff, 1998; Gompers, et al, 2003; Nenova, 2003) utilizan índices simples bajo la argumentación de que son más transparentes y más fáciles de reproducir y no requieren ningún juicio sobre la eficacia de cada una de las medidas analizadas.

El análisis del blindaje corporativo se realiza desde la perspectiva cuantitativa, tratando de determinar la importancia relativa de las empresas blindadas así como del nivel de blindaje, y desde la perspectiva cualitativa, al analizar el tipo de medidas estatutarias defensivas utilizadas por las sociedades cotizadas españolas. Por otra parte, dado que el conjunto de empresas analizadas reúne tanto las que permanecen en la base desde 1996, como aquellas que se incorporan con posterioridad, resulta de interés realizar el análisis contemplando la evolución de los dos colectivos de empresas: el total y las comunes (permanecen todo el tiempo en la base). Este doble análisis permitirá determinar si un cambio en los niveles defensivos, ya sea del porcentaje de empresas blindadas o del índice de blindaje, se debe a variaciones producidas en relación con las mismas empresas o si, por el contrario, viene determinado por la incorporación de nuevas sociedades a cotización.

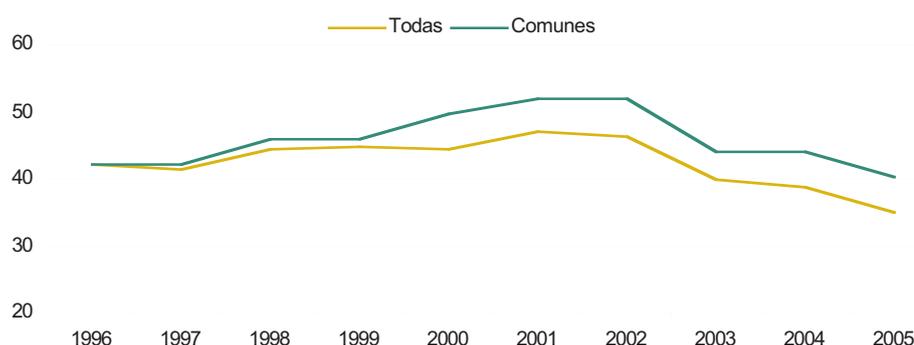
4 El blindaje en las sociedades cotizadas españolas. 1996-2005

4.1 Análisis de las empresas blindadas

Como puede observarse en el gráfico 1 (datos en cuadro A1 del anexo), el porcentaje de empresas cuyos estatutos contienen al menos una disposición defensiva, en adelante empresas blindadas, experimenta un descenso entre el inicio y el final de la década analizada, pasando de un 42% a un 35% para el total de empresas. No obstante, dicha evolución no se produce de forma lineal. Así, en el período 1996-2002 el porcentaje de empresas blindadas experimenta un incremento situándose en torno al 47%, al producirse una importante y progresiva reducción del número de empresas blindadas a partir del año 2003 en el que se reduce al 40%, y continúa descendiendo hasta el citado 35% en el año 2005.

Porcentaje de empresas blindadas. 1996-2005

GRÁFICO 1

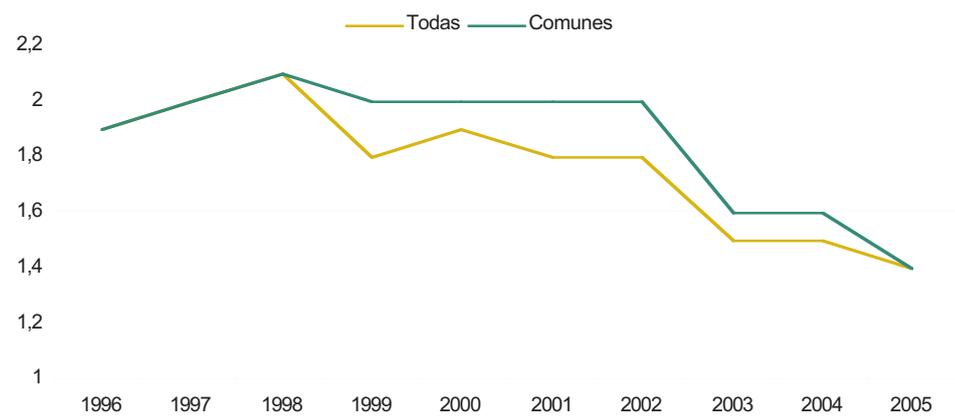


El colectivo de empresas comunes sigue una pauta similar al total de empresas entre 1996 y 1999, con un aumento del porcentaje de empresas blindadas del 42% al 46%. Este crecimiento se acentúa en los años 2000 a 2002 en el que alcanza los niveles máximos del período, por encima del 50%, produciéndose un notable descenso en 2003 en el que cae hasta el 44%, finalizando la década en el 40%.

Es de destacar que en el período 1996-1999, el de mayor incorporación de empresas a la bolsa (concretamente 28 de las 51 empresas se incorporan en los años 1997 a 1999), el porcentaje de empresas blindadas es prácticamente igual en las empresas totales y en el colectivo de empresas comunes. Sin embargo, en el período 1999-2001, a pesar de que el número de empresas que se incorporan es muy inferior a los años precedentes (8 empresas en 2001 y 2002), el porcentaje de empresas blindadas es muy superior en las empresas comunes. Ello indica que en el período 2000-2002 son las empresas que cotizaban en años anteriores las que introducen medidas defensivas en sus estatutos. En síntesis, en el conjunto del período el porcentaje de empresas blindadas aumenta entre 1996 y 2002 y desciende a partir del año 2003, lo cual es un reflejo de la normativa sobre transparencia que entra en vigor en este año.

4.2 Análisis del índice de blindaje

Los valores medios del índice de blindaje entre los años 1996 y 2005, para el total de sociedades cotizadas se presentan en el gráfico 2 (ver estadísticos descriptivos en cuadro A2 del anexo). En dicho gráfico se puede observar que el índice de blindaje de las empresas españolas ha oscilado, en términos medios, entre el 2,1 alcanzado en el año 1998 y 1,4 en 2005. No obstante, entre 1996 y 2002 se ha mantenido por encima de 1,8, descendiendo a partir del año 2003. En cuanto a las empresas comunes, es de destacar la estabilidad observada en el valor medio del índice, que se sitúa en 2 hasta el año 2002, descendiendo a partir de 2003 hasta alcanzar el mínimo de 1,4 en el año 2005.



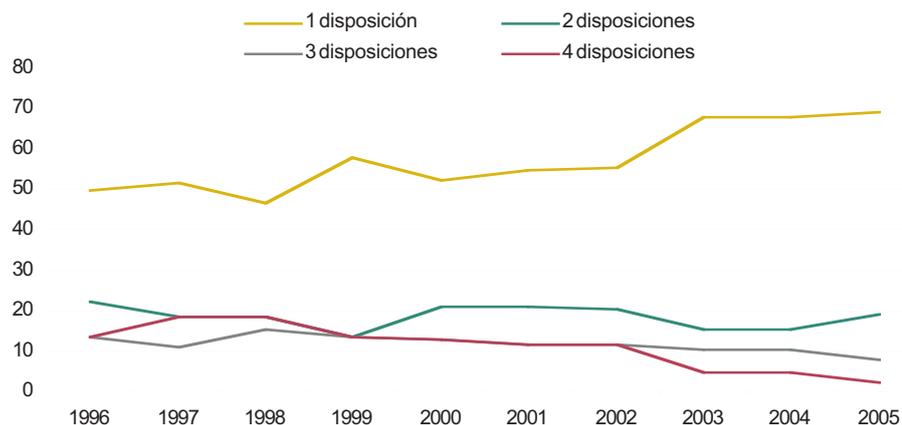
Como puede observarse, los valores medios del índice de blindaje de las empresas comunes son superiores o iguales en todos los años a los del total de empresas, lo cual refleja que las empresas cotizadas en todo el período mantienen sus niveles defensivos, mientras que las nuevas incorporaciones lo hacen con menores medidas defensivas, sobre todo a partir del año 1999, ya que en el periodo 1996-1998 los valores medios son exactamente iguales en ambos colectivos. Ello indica que las empresas que se incorporan a la bolsa presentan un índice de blindaje inferior, contribuyendo a reducir el valor medio del índice.

Es de destacar que de nuevo se detecta la incidencia de la normativa relativa a la transparencia en los mercados de valores, al observarse un importante descenso del índice de blindaje a partir del año 2003. Este descenso es estadísticamente significativo, tal como indica el contraste de Wilcoxon, tanto para el total de empresas como para el colectivo de empresas comunes (ver cuadro A2 del anexo).

Dado que por construcción el índice solo puede adoptar valores discretos y al estar acotado tanto en su límite inferior como superior, el análisis del índice y su evolución se puede efectuar a partir de la distribución de frecuencias. En relación con el total de empresas (ver gráfico 3 y cuadro A3 del anexo) se observa, en primer lugar, un predominio de sociedades con una sola disposición defensiva en sus estatutos y, además, una tendencia creciente a lo largo del período, pasando de un 50% en 1996 a un 69% en 2005; con un aumento más acusado en el año 2003, cuando alcanza el 68%.

Distribución del índice de blindaje 1996-2005. Todas

GRÁFICO 3

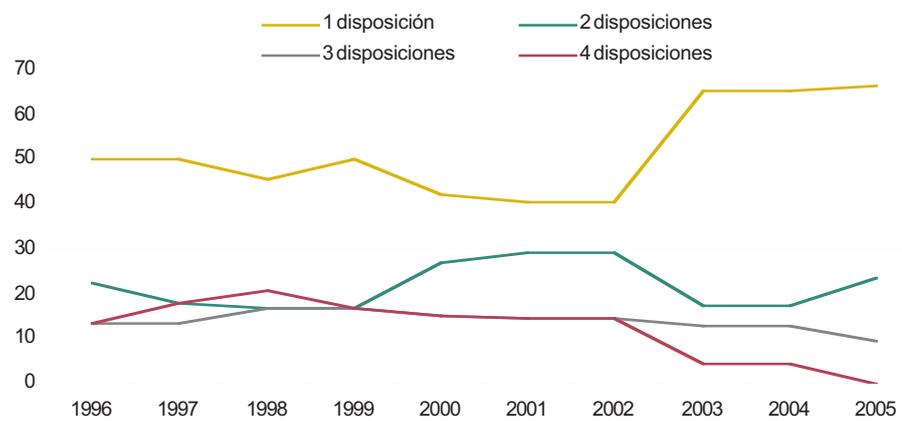


El porcentaje de empresas con dos disposiciones defensivas se mantiene muy estable en torno al 20% en este período, con la única excepción de 1999, año en el que desciende hasta el 13,8%. Asimismo, se observan repuntes por encima del 20% en los años 2000-2002. A partir de 2003 el porcentaje de empresas con tres disposiciones defensivas cae hasta el 8,3%, produciéndose una drástica reducción en el porcentaje de empresas con cuatro medidas defensivas, cayendo del 11,6% en 2001 hasta el 2,77% en el año 2005. De este modo, ninguna de las empresas cotizadas cuenta con cinco disposiciones defensivas en sus estatutos sociales.

Con respecto a las empresas comunes (ver gráfico 4) se produce una evolución similar a la comentada para el total de empresas, si bien presentan valores inferiores para el caso de una sola disposición defensiva, mientras que para valores del índice superiores a la unidad, ocurre lo contrario. La única excepción se observa para el valor máximo (4 disposiciones) en el que se da el caso de que los porcentajes de empresas comunes son superiores a los porcentajes referidos al total de empresas, en el período 2003-2005. De hecho, en el año 2005 no existe ninguna empresa con cuatro disposiciones defensivas entre el colectivo de empresas comunes.

Distribución del índice de blindaje. 1996-2005. Comunes

GRÁFICO 4



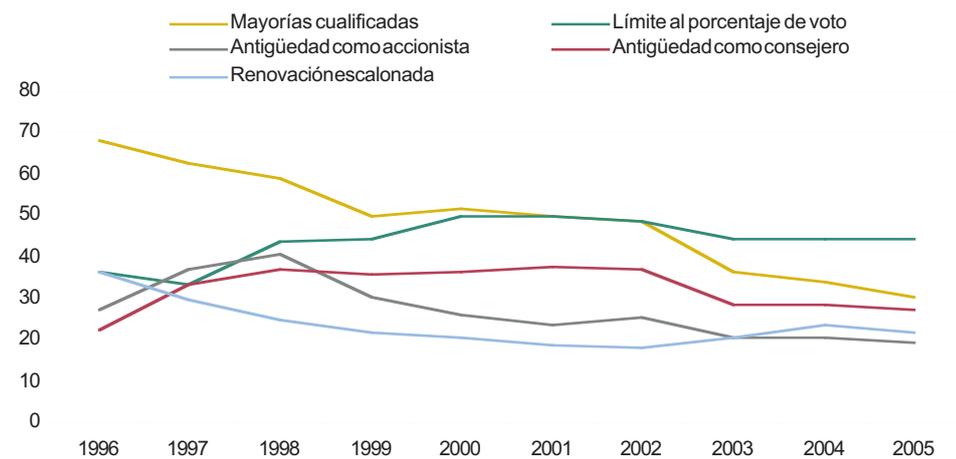
4.3 Análisis de las disposiciones defensivas

Con el análisis cualitativo, como se ha señalado, se pretende conocer el tipo de disposiciones más utilizadas por las empresas. La distribución de cada una de las disposiciones defensivas a lo largo del período analizado se refleja en los gráficos 5 y 6, para el total de empresas y para las empresas comunes, respectivamente (ver datos en cuadro A4 del anexo).

Como puede observarse en el gráfico 5, con respecto al total de empresas, hasta el año 2000 la disposición más utilizada por las sociedades cotizadas es la exigencia de mayorías cualificadas, si bien el porcentaje de empresas que cuenta con esta disposición desciende desde el 68% en el año 1996 hasta el 52% en el 2000. Evolución inversa presenta el porcentaje relativo al límite del porcentaje de voto el cual aumenta pasando del 36% en 1999 al 50% en el año 2000. Además, se observa una convergencia en la evolución de estas dos disposiciones en el citado período hacia el 50% en los años 2000 a 2002. A partir de 2003 se invierten las tendencias, ya que aunque en ambos casos se produce un descenso, los valores del límite al porcentaje de voto se sitúan por encima de las mayorías cualificadas, siendo la disposición más utilizada en este período.

Distribución de las disposiciones defensivas. 1996-2005. Todas

GRÁFICO 5

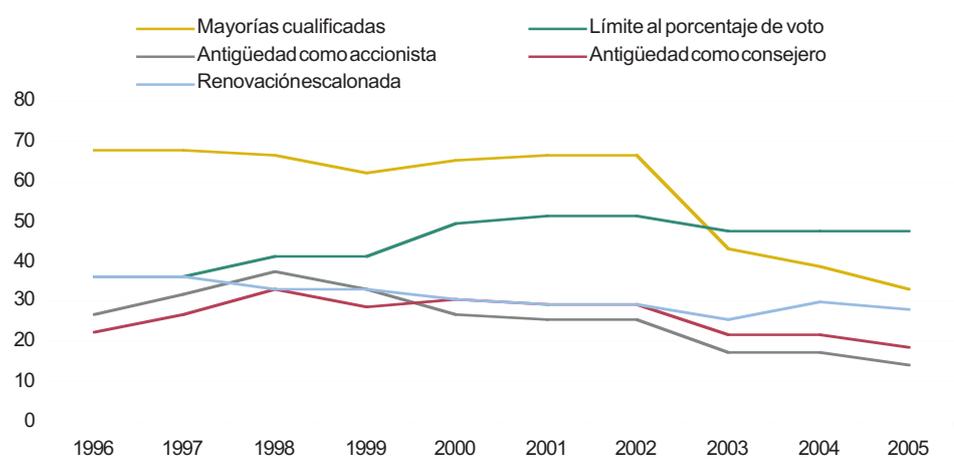


En relación con el establecimiento de requisitos de antigüedad como accionista para ser consejero es utilizado como medida defensiva por un porcentaje de empresas que llega hasta el 40% en 1998, a partir del cual comienza una escalada descendente, que se interrumpe en el año 2002 en el que alcanza el 25%, reduciéndose de forma significativa en el año 2003, hasta el 21%, valor en el que se estabiliza. En cuanto a la exigencia de una cierta antigüedad como consejero para poder ocupar el puesto de presidente del consejo, esta medida es utilizada por un porcentaje creciente de empresas superior al 30% hasta el año 2002, acusando un descenso en el año 2003 desde el 37% al 28%, si bien a partir de este año se consolida. Esta es la tercera disposición más utilizada en el período 2003-2005. Por último, la renovación escalonada del consejo es la única disposición en la que se produce un aumento en el porcentaje de empresas que la utilizan a partir de 2003, después de haber experimentado un descenso entre 1996 y 2002.

Como se refleja en el gráfico 6, al igual en el total de empresas, la exigencia de mayorías cualificadas es la medida defensiva más utilizada por las empresas comunes, si bien en este caso se observa una gran estabilidad en el porcentaje de empresas, el cual se sitúa en torno al 66% entre 1996 y 2002, produciéndose una drástica caída hasta el 43% en el año 2003 y un progresivo descenso en los siguientes años hasta alcanzar el valor mínimo del 33% en el año 2005. Esta evolución contrasta sensiblemente con la comentada en relación con el total de empresas, en el que el proceso de eliminación de esta disposición se produce de forma progresiva a lo largo de la década, si bien en ambos casos se acusa la mayor caída en el año 2003. Ello indica que las empresas que se mantienen en bolsa a lo largo de todo el período se resisten a eliminar esta disposición, mientras que en las nuevas salidas a bolsa es menos utilizada.

Distribución de las disposiciones defensivas. 1996-2005. Comunes

GRÁFICO 6



En cuanto al límite al porcentaje de voto que puede emitir un accionista, en las empresas comunes los valores oscilan entre el 36% de 1996 y el 51% de los años 2001 y 2002, presentando valores ligeramente superiores al colectivo total de empresas, aunque con una evolución similar. En el año 2003 desciende al 47%, valor en el que se mantiene hasta 2005. Es de destacar que esta disposición pasa a ocupar el primer lugar en el ranking a partir del año 2003. El porcentaje de empresas que mantiene la exigencia de una cierta antigüedad para ocupar un puesto en el consejo o para ocupar el cargo de presidente, así como la renovación escalonada del consejo, experimentan una caída a lo largo del período, lo cual refleja una eliminación progresiva de estas disposiciones en los estatutos de las sociedades cotizadas. La diferencia más relevante entre el total de empresas y las empresas comunes se produce en el ranking, ya que en este caso el puesto número tres lo ocupa la renovación escalonada del consejo en lugar de la antigüedad como accionista para ser consejero. Ello refleja que las empresas que se incorporan a la bolsa incluyen en sus estatutos en mayor medida el requisito de antigüedad como accionista que las empresas comunes.

En síntesis, al igual que en los análisis anteriores, la evolución del porcentaje de empresas que utilizan las distintas disposiciones refleja en líneas generales el descenso en todas y cada una de estas a partir del año 2003, a excepción de la renovación escalonada del consejo.

5 Conclusiones

En el presente estudio se ha analizado el blindaje corporativo en España a partir de las disposiciones contenidas en los estatutos sociales de las empresas no financieras cotizadas españolas en la década 1996-2005. Para ello se han recopilado las disposiciones encontradas en los estatutos de las empresas analizadas, las cuales pueden agruparse en función del órgano de gobierno al que van dirigidas. Así, el límite al porcentaje de voto que puede emitir un accionista y la implantación de mayorías cualificadas por encima de las establecidas de manera general en la Ley de Sociedades Anónimas para la aprobación de los llamados supuestos especiales (cambios estatutarios, emisión de obligaciones, variaciones en el capital social, etc.), son disposiciones que van destinadas principalmente a la regulación del procedimiento de voto de la junta general de accionistas. Por otro lado, los requisitos de antigüedad como accionista para ocupar un asiento en el consejo, o de antigüedad como consejero para ser nombrado presidente, así como la renovación escalonada del consejo de administración son disposiciones estatutarias defensivas destinadas fundamentalmente a la regulación de la composición de dicho órgano de gobierno. De este modo, a partir de la identificación y recopilación de las disposiciones estatutarias se elabora un “índice de blindaje”, que puede adoptar valores de cero a cinco, de forma que un mayor valor del índice indica la presencia de un mayor nivel defensivo en los estatutos de una sociedad.

En relación con el conjunto total de sociedades cotizadas, se observa una reducción del porcentaje de empresas blindadas entre el inicio y el final de la década analizada, pasando de un 42% a un 35%. No obstante, dicha evolución no se produce de forma lineal. Así, en el período 1996-2002 el porcentaje de empresas blindadas experimenta un incremento situándose en torno al 47%, produciéndose una importante y progresiva reducción de su ponderación a partir del año 2003 en el que se reduce al 40% y continúa descendiendo hasta el citado 35% en el año 2005. En cuanto a los valores medios del índice de blindaje, éstos han oscilado entre el 2,1 alcanzado en el año 1998 y el 1,4 de 2005, con un importante descenso a partir del año 2003. En relación con el tipo de medida adoptada por las empresas blindadas, el análisis revela que el porcentaje de sociedades que utilizan las distintas disposiciones experimenta, en líneas generales, un descenso a partir del año 2003, a excepción de la renovación escalonada del consejo. Así, hasta el año 2000 la disposición más utilizada por las sociedades cotizadas es la exigencia de mayorías cualificadas, si bien a partir de 2003 es superada por el límite al porcentaje de voto.

En referencia al blindaje del colectivo de sociedades que cotizan a lo largo de todos los años analizados (empresas comunes) es de señalar que este sigue una pauta similar al total de empresas, si bien el porcentaje de sociedades con medidas defensivas es superior en las comunes. Además, es de destacar la estabilidad observada en el valor medio del índice que se sitúa en 2 hasta el año 2002, descendiendo a partir de 2003 hasta alcanzar el mínimo de 1,4 en el año 2005. Asimismo, los valores medios del índice de blindaje de las empresas comunes son superiores o iguales en todos los años a los ofrecidos por el total de empresas, lo cual refleja que las sociedades cotizadas en todo el período mantienen sus niveles defensivos, mientras que las nuevas incorporaciones lo

hacen con menores medidas de blindaje, sobre todo a partir del año 1999. Ello indica que las empresas que se incorporan a bolsa a lo largo del periodo adoptan en menor proporción disposiciones defensivas en sus estatutos sociales. A su vez dichas sociedades presentan un índice de blindaje inferior, contribuyendo a reducir el valor medio del índice.

De este modo, el presente estudio ha permitido revelar la influencia del desarrollo institucional experimentado en España, en relación con la legislación sobre el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas, en el blindaje de dichas empresas. En este sentido, el cambio normativo ha contribuido a reducir el blindaje corporativo, lo cual se manifiesta tanto en el número de sociedades blindadas como en el nivel defensivo. Además, los resultados reflejan el predominio de los mecanismos defensivos destinados a limitar los derechos de los accionistas en la adopción de acuerdos en las juntas generales. Así, es de señalar el cambio en la estrategia defensiva de las sociedades cotizadas españolas ya que el límite en el porcentaje de voto que puede emitir un accionista pasa de ser una de las disposiciones menos utilizadas a principios de la década a ser la más adoptada a partir del año 2003. De este modo, la evolución seguida por el blindaje en nuestro país refleja que el desarrollo normativo ha propiciado una mayor defensa por parte del sistema legal a los accionistas externos. No obstante, se debe prestar especial atención a la importancia que toman las disposiciones que regulan el derecho de voto como mecanismos defensivos que pueden blindar a los agentes internos en detrimento de los intereses del resto de inversores.

6 Bibliografía

Bebchuk, L.A. (1999): "A rent-protection theory of corporate ownership and control", *National Bureau of Economic Research. WP 7203*.

Cuervo, A.(2002): "Corporate governance mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control", *Corporate Governance. Vol 10. N° 2. pp. 84-93*.

Danielson, M.C. y Karpoff, J.M. (1998): "On the uses of corporate governance provisions", *Journal of Corporate Finance. Vol.4. pp. 347-371*.

Deangelo, H. y Rice, E.M. (1983): "Antitakeover charter amendments and stockholder wealth", *Journal of Financial Economics, vol 11, pp. 329-360*.

Djankov, S., La Porta, R., López-De-Silanes, F. y Shleifer, A. (2006): "The law and economics of self-dealing", *Working paper*.

Faccio, L. y Lang, L. (2002): "The ultimate ownership of Western European corporations", *Journal of Financial Economics. Vol. 65. pp. 365-395*.

Field, L.C. y Karpoff, J.M. (2002): "Takeover Defenses of IPO Firms". *Journal of Finance, vol. 57, pp. 1857-1889*.

Gompers, P.A., Joy L., Ishii, J.L. y Metrick, A. (2003): "Corporate Governance and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, pp. 107-155.

Jensen, M.C. y Meckling, W.H. (1976): "Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.

La Porta, R., López-De-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (1998): "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106, pp. 1113-1155.

La Porta, R., López-De-Silanes, F. y Shleifer, A. (1999): "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*. vol LIV. N^o 2. Páginas 471-517.

La Porta, R., López-De-Silanes, F. y Shleifer, A. (2006): "Whats Works in securities laws?", *Journal of Finance*, vol LXI, pp. 1-32.

Malatesta, P.H. y Walkling, R.A. (1988): "Poison pill securities. Stockholder wealth, profitability, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol 20, pp. 347-376.

Nenova, T. (2003): "The value of corporate voting rights and control: a cross-country analysis", *Journal of Financial Economics*, vol 68, pp. 325-351.

Santana, D.J. y Aguiar, I. (2004): "Propiedad y Blindaje de las empresas cotizadas españolas. 1996-2002", *Monografía n^o 5. Comisión Nacional del Mercado de Valores*.

Santana, D.J. y Aguiar, I. (2007): "Una década de blindaje en España. 1996-2005", *Monografía n^o 22. Comisión Nacional del Mercado de Valores*.

Stulz, R.M. (1988): "Managerial control of voting rights. Financing policies and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, vol 20, pp. 25-54.

7 Anexo

Empresas blindadas. 1996-2005

CUADRO A1

(%)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Todas	42,3	41,54	44,44	45	44,7	47,19	46,23	40	38,77	34,95
Comunes	42,3	42,3	46,15	46,15	50	51,92	51,92	44,23	44,23	40,38
Nº de Emp.										
Todas	52	65	72	80	85	89	93	95	98	103
Comunes	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52

Estadísticos descriptivos del Índice de blindaje de las empresas cotizadas españolas*. 1996-2005

CUADRO A2

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Todas										
Media	1,9	2	2,1	1,8	1,9	1,8	1,8	1,5	1,5	1,4
Desviación T.	1,5	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	0,9	0,9	0,8
Mediana	1,1	1	2	1	1	1	1	1	1	1
Contraste de Wilcoxon Z			1996-1999		1999-2002			2002-2005		
			-0,357 (0,721)		-0,219 (0,827)			-1,752* (0,08)		
Comunes										
Media	1,9	2	2,1	2	2	2	2	1,6	1,6	1,4
Desviación T.	1,5	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	0,9	0,9	0,7
Mediana	1,1	1,5	2	2	2	2	2	1	1	1
Contraste de Wilcoxon Z			1996-1999		1999-2002			2002-2005		
			-0,853 (0,394)		-0,342 (0,732)			-2,138** (0,03)		

* Calculados sobre empresas blindadas

Distribución del índice de blindaje

CUADRO A3

% sobre empresas blindadas										
	Todas									
Nº de disposiciones	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1	50	51,8	46,8	58,3	52,6	54,7	55,8	68,4	68,4	69,4
2	22,7	18,5	18,7	13,8	21,0	21,4	20,9	15,7	15,7	19,4
3	13,6	11,1	15,6	13,8	13,1	11,9	11,6	10,5	10,5	8,3
4	13,6	18,5	18,7	13,8	13,1	11,9	11,6	5,2	5,2	2,7
5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Comunes									
Nº de disposiciones	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
1	50	50	45,8	50	42,3	40,7	40,7	65,2	65,2	66,6
2	22,7	18,1	16,6	16,6	26,9	29,6	29,6	17,3	17,3	23,8
3	13,6	13,6	16,6	16,6	15,3	14,8	14,8	13,0	13,0	9,52
4	13,6	18,1	20,8	16,6	15,3	14,8	14,8	4,34	4,34	0
5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

**Distribución de las disposiciones estatutarias utilizadas
por las sociedades cotizadas españolas. 1996-2005**

CUADRO A4

% sobre empresas blindadas	Todas										
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	
Mayorías Cualificadas	68,1	62,9	59,3	50	52	50	48,8	36,8	34,2	30,5	
Límite al porcentaje de voto	36,3	33,3	43,7	44,4	50	50	48,8	44,7	44,7	44,4	
Antigüedad como accionista	27,2	37	40,6	30,5	26,3	23,8	25,5	21,0	21,0	19,4	
Antigüedad como consejero	22,7	33,3	37,5	36,1	36,8	38,1	37,2	28,9	28,9	27,7	
Renovación escalonada del consejo	36,3	29,6	25	22,2	21,0	19,0	18,6	21,0	23,6	22,2	
	Comunes										
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	
Mayorías Cualificadas	68,1	68,1	66,6	62,5	65,3	66,6	66,6	43,4	39,1	33,3	
Límite al porcentaje de voto	36,3	36,3	41,6	41,6	50	51,8	51,8	47,8	47,8	47,6	
Antigüedad como accionista	27,2	31,8	37,5	33,3	26,9	25,9	25,9	17,3	17,3	14,2	
Antigüedad como consejero	22,7	27,2	33,3	29,1	30,7	29,6	29,6	21,7	21,7	19	
Renovación escalonada del consejo	36,3	36,3	33,3	33,3	30,7	29,6	29,6	26	30,4	28,5	

Regulación de las opas y rentabilidad para el accionista minoritario en las ofertas sobre empresas españolas

Carlos L. Aparicio Roqueiro (*)

(*) Carlos L. Aparicio Roqueiro ha pertenecido a la Dirección de Estudios y Estadísticas de la CNMV hasta agosto de 2007 y en la actualidad es director general de economía del Principado de Asturias. Este trabajo es un resumen de la Monografía número 20 de la CNMV realizada por el autor.

1 Introducción

La oferta pública de adquisición de acciones (opa) es uno de los mecanismos normativos, para el control del poder político en las empresas, particulares del mercado de acciones cotizadas. La gran atención de los inversores, analistas y medios de comunicación sobre este tipo de operaciones está justificada, ya que en ellas se deciden los órganos de gobierno de grandes empresas y suelen generar alta rentabilidad para sus accionistas, repercutiendo a su vez en los acreedores de las empresas involucradas, sus gestores actuales, sus trabajadores, los consumidores y las administraciones públicas.

Además del interés habitual en estas operaciones, en estas fechas la atención sobre la regulación de las opas se encuentra en punto álgido. Las razones son la transposición de la Directiva 2004/25/CE de opas a la normativa nacional, una gran actividad en todos los países para la toma de control de empresas y una serie de operaciones sobre la empresa española Endesa.

El diseño del marco normativo de las opas es complejo al ser los objetivos buscados en algunos casos contradictorios. Así, por ejemplo, la mayor protección al accionista de una empresa tras la presentación de una opa puede provocar que la probabilidad de que ésta sea presentada se reduzca. Además, existirán otros objetivos adicionales que no se analizarán en este documento, al trascender al mercado de valores, como la política de defensa de la competencia, la estabilidad en el empleo o la defensa de la existencia de *campeones nacionales*.

En el apartado 2 se resume una parte de la teoría económica de la regulación de las opas estudiando los incentivos de los tres tipos de agentes involucrados: el oferente, los accionistas minoritarios y el actual accionista de control de la empresa.

En el apartado 3 se explica la metodología que se va a utilizar para analizar el efecto de las opas, presentadas en España durante el periodo 1999 – julio de 2006, sobre la riqueza de los accionistas. Posteriormente en el apartado 4 se detallarán los resultados obtenidos.

2 Teoría económica de las opas

2.1 El cambio de los gestores de una empresa

El objetivo de la regulación de las opas es controlar como se producen cambios en los órganos de dirección de una empresa, la objetivo, a través de la adquisición de valores que otorguen derechos políticos. Para analizarla será

necesario estudiar los incentivos que introduce la normativa sobre los agentes involucrados y los efectos sobre su riqueza.

Un primer efecto, y la causa original de estas normas, es que si una empresa con un accionariado disperso pasa a tener un accionista de control, se produce una suspensión temporal de una parte de los derechos políticos de los accionistas minoritarios, por lo que la regulación trata de que se les compense a través de una adquisición obligatoria de una parte o el total de sus acciones.

Para analizar los cambios de control es necesario explicar los motivos de los mismos y especificar sus efectos sobre la riqueza de los accionistas de las empresas involucradas y sobre las rentas de control de sus equipos de gestión. En algunos casos el beneficio del mismo se centrará en el aumento del valor de las acciones de la empresa objetivo, por una mejora en la gestión de la misma, una alteración de sus estructura financiera, etcétera. En otros casos la mejora se observará en las dos empresas fusionadas debido al mejor aprovechamiento de las economías de escala, la reducción de la competencia o de los costes financieros. Por último, los motivos de la adquisición pueden ser la construcción de imperios empresariales para que los gestores puedan disfrutar de unas mayores rentas de control.

Además de estos beneficios, hay que tener en cuenta que el lanzamiento de una opa, aunque esta no finalice con éxito, implica una serie de costes fijos y hundidos para el oferente, que se van a denominar costes de transacción. Ejemplos de estos gastos son los estudios previos sobre el objetivo, los gastos para obtener las garantías financieras y el coste de cumplimiento de las normas¹.

En este documento una opa se considerará eficiente si la suma de la riqueza de todos los agentes involucrados es superior tras el cambio de control a la previa más los costes de transacción. Este tipo de eficiencia no implica que todo tipo de riqueza aumente tras la operación, ya que el valor de las acciones podría caer en un valor menor al aumento de las rentas de control y la operación se consideraría eficiente. Sin embargo, la regulación puede exigir un pago de los beneficiados a los perjudicados de manera que además de producirse una operación que aumenta la riqueza total de la economía, ninguna de las partes implicadas salga perjudicada. Esta regulación es la normativa de opas.

La complejidad del problema se inicia a la hora de determinar cual debe ser la fuente de la regulación de las opas sobre una empresa. Así se pueden encontrar dos posturas favorables a la:

- Autorregulación individual²: el fundador de la empresa que poseyera todos los pasivos financieros de la misma debería plasmar las normas sobre su toma de control en los estatutos sociales de la misma antes de la posible venta de dichos pasivos. Las razones para defender esta postura son: i) dicho fundador tiene la mejor información sobre las características de su empresa

¹ Según noticias publicadas en la prensa, Gas Natural y E.ON gastaron 111 y 300 millones de euros, respectivamente, en sus opas fallidas sobre Endesa.

² La autorregulación de las opas no implica la ausencia de normas públicas y poderes públicos que las apliquen. Así, estas normas contractuales no tendrían ningún valor sin la existencia de normas públicas y agentes estatales que obligaran a su cumplimiento.

y ii) al poseer derechos sobre la totalidad de rentas de la misma tiene todos los incentivos para diseñar unas normas que maximicen su valor.

- Regulación pública obligatoria: la autorregulación individual presenta una serie de problemas que se pueden reducir con una norma establecida por el Estado u otro órgano de acción colectiva. Estos son: i) el fundador no tienen en cuenta todos los intereses en juego, como los de los posibles oferentes o los trabajadores; ii) ese tipo de normas no sería aplicable a las empresas que actualmente cotizan en bolsa, que son las más importantes a corto y medio plazo; iii) según la lógica descrita, las modificaciones posteriores de los estatutos sociales deberían implicar unanimidad de todas las partes implicadas que, de no conseguirse, podría implicar que la empresa se estancara en una situación ineficiente y iv) si no se exigiera unanimidad para su cambio, las normas perderían credibilidad y la autorregulación individual carecería de la eficacia antes descrita.

Debido a los problemas de la autorregulación individual, la Unión Europea y sus Estados miembros han procedido a establecer un sistema basado en las normas públicas obligatorias. En este documento no se va a realizar una descripción detallada sobre esta regulación, que se puede consultar en Aparicio (2006) y González y Pereiró (2007).

2.2 Las opas dirigidas a accionistas minoritarios

Un accionista se va a considerar minoritario cuando: i) no tenga capacidad de coordinación a través de compromisos obligatorios con otros accionistas, ii) no tenga capacidad de bloqueo para la toma de control de un oferente y iii) cuando, por sí sólo, no pueda transmitir una participación accionarial que permita el control al oferente.

El principal problema en este tipo de ofertas, señalado por Grossman y Hart (1980), es que los accionistas al estar descoordinados y no considerar la venta de sus acciones como necesaria para la operación, no venderán sus acciones a menos que se le ofrezca un precio igual o superior al que tendrán estos títulos en el futuro. Por ello, el oferente no se beneficiará de la compra de acciones pero deberá soportar los costes de transacción de realizar la operación, ya que los minoritarios se comportan como *free-riders* respecto a dichos gastos. En ausencia de otras ganancias para el oferente, la opa le producirá pérdidas por lo que no la lanzará en ningún caso.

Para reducir el anterior problema, estos autores señalan que se podría permitir diluir parte del incremento en el precio de las acciones debido al cambio de gestión a favor del oferente. Debido a esa dilución, los minoritarios reducirían su precio de reserva para la venta y compartirían con el oferente parte de los costes de transacción haciendo posible algunas de las opas que serían mutuamente beneficiosas. Sin embargo, establecer en la normativa la posibilidad de dilución del valor de las acciones de los minoritarios es muy complicado ya que sería difícil supervisar su uso correcto en los casos prescritos por la teoría y sería políticamente inconveniente.

La manera más común en que una opa dirigida a minoritarios tenga éxito es la posesión por el oferente de una participación previa a la operación. Siguiendo la explicación de Shleifer y Vishny (1986), como la mejorara aumentará el valor de las acciones del oferente, la opa será rentable siempre que la ganancia en éstas sea superior a los costes de transacción que deberá soportar. Por ello, algunas de las ofertas eficientes se llevarán a cabo a pesar de que los minoritarios exijan cobrar el total del valor futuro de la acción.

Un refinamiento en el modelo anterior consiste en suponer información asimétrica sobre el incremento en el valor de las acciones, producido por el cambio en el control de la compañía, de manera que sólo el oferente lo conozca. Los minoritarios a la hora de determinar su precio mínimo de venta de las acciones lo harán en función de los datos por ellos conocidos: la distribución estadística del valor de la mejora, la participación previa del oferente, los costes de transacción y, especialmente, la voluntad del oferente de lanzar la operación, lo que implica que le es beneficiosa a dicho precio.

Las anteriores variables van a determinar los pagos esperados por una opa de un accionista minoritario, esto es el precio que cobrará si se produce una oferta y la probabilidad de que esta se produzca:

- Precio recibido en la opa:
 - Este se reducirá cuanto mayor sea la participación previa del oferente, ya que facilita la existencia de opa beneficiosas aunque el aumento del valor de las acciones sea inferior.
 - Será mayor cuanto mayor sea el número de acciones que haya que adquirir para tomar el control de la empresa, ya que eso implica un mayor coste en media y por lo tanto un mayor incremento esperado en el valor de las acciones.
 - Aumentará cuanto mayor sean los costes de transacción, ya que implica que la mejora debe ser lo suficientemente importante como para compensarlos.
- Probabilidad de que se produzca una opa:
 - Será creciente en la participación previa del oferente.
 - Disminuirá según aumente la extensión necesaria de la oferta.
 - Se reducirá cuanto mayor sea el coste de transacción.

El efecto que la existencia de una participación previa tiene sobre la probabilidad de una opa y su precio explica parte de la prima en el precio de mercado de una acción que provoca el conocimiento de la adquisición de una participación significativa por parte de un posible futuro oferente.

Este modelo sencillo permite captar los efectos de tres mecanismos de la regulación del mercado de valores:

- Porcentaje que un accionista puede poseer antes de lanzar una opa: Cuanto mayor sea, más probabilidad existe de que se realice una oferta, pero menor será el precio pagado.
- Transparencia sobre las participaciones significativas previas. Si se permite a un posible oferente adquirir grandes participaciones con el desconocimiento del mercado, se abaratará la adquisición de las mismas y con ello aumentará la probabilidad de opas. Sin embargo se reducirá el precio final percibido por los minoritarios, tanto para los que vendieron antes de hacerse pública la adquisición como para los que vendieron en la opa.
- Porcentaje sobre el que se debe lanzar la opa. Las opa totales hacen menos probable la operación que las parciales, pero también implican un mayor precio pagado al minoritario en caso de que se produzcan.

Sin embargo, como los efectos sobre la riqueza esperada de los minoritarios son ambiguos, no es posible determinar el nivel de protección óptima de los mismos.

2.3 Las opas dirigidas a accionistas de control

Un accionista de control se va a definir como aquel que tiene una participación accionarial cuya compra es necesaria y suficiente para la toma de control de la compañía³. La presencia de este tipo de accionista hace que desaparezca el problema de *free-rider* del accionista minoritario, pero surge una externalidad ya que el actual accionista de control y el oferente tomarán decisiones que afectarán a los minoritarios sin que estos intervengan en las mismas. Por ello, un mecanismo habitual de la regulación de opas es obligar a comprar parte o todas las acciones de los minoritarios al mismo precio pagado al accionista de control, para así aumentar su protección.

El precio por acción pagado al accionista de control actual deberá compensarle al menos por el valor de las acciones previo al cambio de control y también por la pérdida de las rentas de control que posea. Debido a que estas no tienen relación directa con el porcentaje de acciones poseído, el precio mínimo exigido por el accionista de control será mayor cuanto menor sea su participación⁴.

El precio máximo que estará dispuesto a pagar el oferente será aquel en que los beneficios de la operación, procedentes de la mejora en el valor de las acciones adquiridas - al accionista de control y a los minoritarios - respecto al precio pagado y sus nuevas rentas de control, sea cero. Aquí tampoco las rentas de control dependen directamente de las acciones adquiridas, por lo que el precio máximo será decreciente cuanto mayor sea la extensión de la opa.

³ Por simplicidad, se va a suponer que el oferente no tiene participación previa en la empresa objetivo.

⁴ Con este razonamiento teórico también se puede explicar la necesidad de controlar las acciones de los gestores actuales de una empresa que no tengan una participación en la misma. Si tienen capacidad para bloquear la operación, el precio exigido por los mismos será infinito ya que su participación accionarial es cero y por lo tanto perderán sus rentas de control sin compensación alguna a través de la opa.

El precio final de la operación no está definido en este modelo pero deberá estar entre el precio mínimo aceptable por el accionista de control y el precio máximo que permita al oferente no tener pérdidas.

El principal mecanismo normativo en este tipo de opa es la extensión obligatoria de la oferta a un parte o al total de las acciones de los minoritarios al mismo precio pagado al de control. Los efectos de dicha extensión serán:

- Un menor número de operaciones será posible, aunque algunas de ellas fueran eficientes económicamente.
- El precio negociado será en general más bajo, al disminuir el precio máximo del oferente.
- Permitirá extender una parte de la prima por las rentas de control a los accionistas minoritarios de la empresa objetivo.
- Desincentivará las operaciones que produzcan la reducción del valor de las acciones, protegiendo a los minoritarios.
- La extensión obligatoria de la opa al total de acciones eliminará la posibilidad de operaciones ineficientes según Burkart y Panunzi (2003) al internalizar todos los beneficios y costes en el accionista de control y el oferente, lo que eliminará el problema de la externalidad⁵.

El modelo descrito es muy sencillo y no permite captar todas las situaciones posibles en este tipo de oferta. Sin embargo, se puede refinar para analizar otras situaciones habituales en estas operaciones como: i) las opas condicionadas a la aceptación de un determinado porcentaje cuando no hay un acuerdo con el accionista de control, ii) los acuerdos explícitos en que el actual accionista de control se reserva la posibilidad de no vender en caso de que surja una oferta con un precio superior y iii) las situaciones en que la participación del accionista de control no es suficiente para la toma de control y debe adquirir acciones de los minoritarios, por lo que sería necesario utilizar también el modelo descrito en el apartado 2.2.

2.4 La compraventa forzosa

La Directiva de opas y la transposición de la misma a la norma española recogen el derecho del oferente a la venta forzosa - *squeeze-out* – de las acciones de los minoritarios y el derecho de estos últimos a que el oferente les compre forzosamente -*sell-out*- sus acciones. Según la Directiva, estos derechos sólo se pueden ejercer en los tres meses posteriores a la finalización de una opa en que se haya alcanzado una participación en la empresa de al menos el 90% (la legislación nacional puede ampliar este umbral hasta el 95%) y por el precio pagado en la oferta mencionada.

⁵ Que las opas ineficientes no sean posibles no implica que todas las operaciones eficientes lo sean. Por ello la obligación de extender la oferta a todas las acciones de la empresa objetivo no va a implicar necesariamente un mayor bienestar para las partes implicadas.

El efecto de la venta forzosa será, en principio, la reducción de la protección del accionista residual, ya que les será más difícil resistirse a la adquisición de la empresa. Sin embargo, esta norma puede traer otros beneficios a todos los accionistas ya que facilita estas operaciones y evita la discriminación entre los minoritarios que vendieron sus acciones en la opa y los que no lo hicieron. La razón última de estos dos efectos positivos se explica en Burkart y Panunzi (2003). Según estos autores, la existencia de un porcentaje minúsculo del accionariado en manos de minoritarios impone costes más que proporcionales a la empresa como, por ejemplo, la necesidad de seguir cotizando. Sabiendo esto, los minoritarios a los que se ofrezca una opa pueden estar incentivados a conservar sus acciones para así, tras una opa exitosa, exigir una prima adicional por vender sus acciones y eliminar los costes antes mencionados. La eliminación de esa posibilidad a través de la venta forzosa permite aumentar la probabilidad de una opa exitosa y hace que todos los minoritarios perciban el mismo precio, independientemente de que vendieran o no sus acciones.

La compra forzosa reduce la presión a los minoritarios para que vendan sus acciones en la opa y con ello reduce la probabilidad de que se produzcan las mismas. Pero a su vez sirve para proteger a los minoritarios al asegurarles un precio mínimo en caso de que la opa reduzca el valor de las acciones en el futuro y asegurarles una salida justa cuando, a resultados de la opa, la liquidez en el mercado de sus títulos haya sido drásticamente reducida.

2.5 Las opas competidoras

Un caso especial se produce cuando surge más de un oferente para la toma de control de una empresa. La regulación debe ofrecer un cauce para que esta competencia se produzca, ya que en general es muy beneficiosa para los accionistas, y que se desarrolle de una manera ordenada y con una seguridad jurídica suficiente.

Las opas competidoras se analizarán como subastas. El precio de reserva de los vendedores en estas subastas ya ha sido determinado en los apartados anteriores. Los objetivos de la regulación de estos procesos serán: i) maximizar la riqueza esperada de los accionistas de la empresa objetivo y ii) que la persona que obtenga el control sea la que tenga el proyecto más eficiente. Estos dos objetivos no son necesariamente contradictorios, ya que el oferente con el proyecto más rentable será el que esté dispuesto a ofrecer el mayor pago.

Existen varios procedimientos para la subasta de bienes. En este documento se analizarán únicamente los cuatro más comunes.

- Subasta inglesa o ascendente. Es el tipo de procedimiento más popular en que los pujadores se van retirando de la subasta hasta que sólo queda uno que adquiere el bien a un precio ligeramente superior al ofrecido por la segunda persona con una mayor valoración del bien. Este tipo de subasta asegura la eficiencia en el resultado mencionada anteriormente y si existe incertidumbre entre los compradores sobre el valor de la empresa permite reducir la maldición del ganador o *winner's curse* gracias a que el proceso les permite compartir sus previsiones de una manera indirecta. Esto permite

que el precio final ofrecido sea mayor que en el caso de que no hubieran compartido dicha información.

Sin embargo para la regulación de opas este procedimiento tiene el inconveniente que puede desincentivar la participación de competidores. Esto se debe a que las opas se dan de manera sucesiva en el tiempo e implican una serie de costes fijos y hundidos de entrada. Así, a igualdad de valoración de la empresa, el segundo posible oferente sabe que va a pagar el valor exacto de la empresa en este tipo de puja y deberá incurrir en los costes de entrada, por lo que finalmente obtendría pérdidas y preferirá no competir. En el caso de que existiera un posible oferente con una valoración más alta que los demás, estos tampoco competirán por la empresa ya que saben que terminarán perdiendo la subasta e incurriendo en los costes de entrada.

- Subasta en sobre cerrado al segundo precio. Este procedimiento presenta las mismas ventajas e inconvenientes que el anterior. Sin embargo tiene un problema añadido al conocerse el precio que estaría dispuesto a pagar el ganador, aunque sólo pague el segundo. En los casos en que haya una gran diferencia entre ambos, el procedimiento recibiría grandes críticas que, aunque fueran infundadas, debilitarían la normativa.
- Subastas en sobre cerrado al primer precio: La principal ventaja de estos métodos es que incentiva la participación de competidores. Esto se debe a que la estrategia dominante para los oferentes es pujar por debajo de su valoración de la empresa, lo que crea un margen estrecho para que un competidor realice una puja ganadora y beneficiosa, por lo que se incentivará la existencia de competidores.

La principal ventaja de este método es a su vez su principal inconveniente, ya que no asegura que sea el oferente con un proyecto empresarial más valioso quién adquiera la empresa. Además, debido a la maldición del ganador, el precio alcanzado no será tan alto como el de una hipotética subasta inglesa con más de un pujador.

- Subasta holandesa o descendente. Este procedimiento es similar al anterior, pero no se conocen los precios que habrían estado dispuestos a pagar los perdedores. Esto presenta ciertas ventajas en términos del valor de la puja ya que el conocimiento de los mismos puede reducir el pago que el gestor de la empresa oferente esté dispuesto a realizar⁶ y los perdedores no diseminan información estratégica sobre su valoración de este tipo de empresas, lo que les podría perjudicar para adquisiciones futuras de otras sociedades.

Aunque la conclusión es la recomendación genérica de utilizar subastas al primer precio hay que considerar el argumento que Bullock y otros (1999) hacen para el caso en que los posibles pujadores tengan una participación en la empresa

⁶ Un gestor, aunque actúe en el mejor interés para la empresa, sabe que si gana la subasta con un precio muy superior a la segunda puja puede ser criticado e incluso despedido de su empleo. Por ello, se verá afectado por una maldición del gestor del ganador que le hará disminuir sus pujas.

objetivo. En este caso, los autores recomiendan la utilización de una subasta inglesa, ya que cada participante tiene un gran incentivo a aumentar su puja porque a la vez: i) aumentan su probabilidad de adquirir la empresa y ii) aumentan el precio que cobrarán si pierden en la subasta.

3 La medición de la rentabilidad para el accionista minoritario

En el anterior apartado se han expuesto diversos modelos a través de los cuales se predicen los efectos de la regulación de las opas sobre su probabilidad y su precio. En este apartado se tratará de analizar las opas que se han producido en España desde 1999 para conocer la rentabilidad media que ha percibido el accionista por las mismas y si cumplen algunas de las previsiones teóricas antes descritas. Sin embargo, dada la brevedad de la muestra y la alta dispersión de sus datos, no se ha estimado un modelo de probabilidad de que una opa se presente sobre una empresa, por lo que será imposible valorar de manera completa la regulación de estas operaciones.

3.1 Muestra de datos

La muestra utilizada está compuesta por las opas aprobadas por la CNMV desde enero de 1999 hasta julio de 2006 para tomas o aumentos de participación significativa. De éstas, sólo se van a considerar las realizadas sobre empresas que cotizaban en el mercado continuo para evitar problemas con los datos de precios.

En algunos casos una operación inicial va a ser modificada posteriormente, generalmente por la presentación de una opa competidora. En la muestra se van a considerar por separado tanto la oferta inicial como la posterior. Además, algunas de las operaciones que tuvieron un resultado negativo se van a mantener en la muestra, ya que la información contenida en sus características cuando no se sabía que iban a fracasar es valiosa.

Se crearán dos muestras de datos.

- La muestra A, compuesta por 66 opas, incluirá todas las ofertas no competitivas como aquellas competidoras que se llevaron finalmente a cabo, y servirá para estudiar el efecto sobre los precios antes de la aprobación de la opa.
- La muestra B, compuesta por 57 opas, incluirá únicamente aquellas ofertas que terminaron con éxito permitiendo al oferente la adquisición de acciones. Servirá para estudiar el efecto sobre los precios tras la autorización de la opa.

Las opas se van a clasificar como parciales o totales según la información contenida en el registro de la CNMV. La muestra A incluirá 46 opas totales y 20 opas parciales. La muestra B contendrá 40 opas totales y 17 parciales.

Además se considerarán que son no competitivas cuando i) sea la única oferta sobre la empresa objetivo o ii) cuando existiendo más ofertas fuera la primera que se presentara. Serán competitivas cuando no cumplan ninguna de las anteriores características. La muestra A incluirá 58 opas no competitivas y 8 competitivas, mientras que la B incluirá 49 de las primeras y 8 de las segundas.

Por último, las opas se clasificarán como dirigidas a minoritarios cuando el oferente sea el máximo accionista de la empresa o no exista otro accionista que posea una participación accionarial superior al 10%⁷. El resto de ofertas se considerarán como dirigidas a un accionista de control, aunque no exista un acuerdo explícito para la compra de sus acciones. En la muestra A se incluirán 29 ofertas dirigidas a minoritarios y 37 a accionistas de control y la muestra B 27 del primer tipo y 30 del segundo.

La teoría económica descrita en el apartado 2 considera que debido al problema de *free-rider* de los minoritarios, las opas dirigidas a estos son difícilmente beneficiosas sino se cumple que i) no todo el incremento del valor por la toma de control se refleja en el precio futuro de las acciones de la empresa objetivo o que ii) el oferente tiene una participación inicial en la empresa. La muestra analizada parece cumplir con lo esperado, ya que de las opas consideradas como dirigidas a minoritarios, únicamente en 2 casos el oferente no tenía una participación superior al 10% en la empresa⁸.

Una observación que rompe con lo previsto en la teoría es que en casi ninguno de los casos los oferentes habían adquirido o aumentado sus participaciones significativas durante el año anterior a la presentación de la opa. Según la teoría expuesta, estas compras facilitarían y abaratarían dichas compras por lo que cabría esperar que esas adquisiciones se hubieran producido de manera frecuente.

3.2 Rentabilidad para el accionista minoritario según distintas estrategias

Para analizar el efecto a corto plazo de las opas sobre la riqueza de los accionistas, se va a utilizar la misma metodología que el Informe al Consejo de Ministros de Australia sobre opas parciales (1985). Las variables que se van a utilizar son:

- **P**, precio ofrecido en la opa.
- **PAD**, precio de cierre del día anterior al anuncio de la opa. En caso de haber varias operaciones competidoras o modificadas, se utilizará el precio anterior al hecho relevante de la primera de ellas.
- **PO**, precio de cierre del día posterior al anuncio de la opa, o el inmediatamente posterior si la cotización hubiera permanecido suspendida

⁷ Según datos del registro de participaciones significativas de la CNMV.

⁸ Estas 2 opas se separan de lo esperado por la teoría expuesta. Las razones de ello es que incumplen las hipótesis de partida. En la primera de ellas, la opa tenía el objetivo de alcanzar una participación del 10% en la empresa lo que no suponía un cambio de control en la misma. En la segunda, el oferente compraba otra gran empresa de un sector industrial en que el número de competidores es pequeño y existen grandes costes fijos de entrada, por lo que se beneficiaba a la vez de las economías de escala y una reducción de la competencia que se reflejaban en el valor de la empresa objetivo y de la oferente.

durante ese día. También en relación a la primera operación, en caso de operaciones competidoras o modificadas.

- **PT**, precio de cierre del día de autorización de la opa, o el inmediatamente posterior si la cotización permaneciera suspendida durante ese día.
- **PI**, precio de cierre del día inicial del periodo de aceptación de la opa, o el inmediatamente posterior si la cotización permaneciera suspendida durante ese día.
- **PF**, precio de cierre del día posterior a la publicación de los resultados de la opa.
- λ , aproximación a la prorrata. Es el número de acciones adquiridas por el oferente, dividido por el número de acciones que aceptaron la opa. Su máximo será uno⁹.
- **d**, dividendos pagados durante la oferta, si el precio de la opa no se ha ajustado por el mismo.

A partir de las anteriores variables se consideran las posibles estrategias del accionista y las rentabilidades de las mismas. La primera de ellas será acudir a las opas y las otras cuatro estarán basadas en la venta en el mercado de las acciones durante el proceso de la oferta. La razón de considerar varias estrategias de venta al mercado, es que el procedimiento de venta en una opa puede ser relativamente largo¹⁰ y el accionista puede decidir o necesitar la venta antes de que finalice toda la operación.

Considerando que durante el procedimiento de la oferta la evolución general del mercado tiene poca influencia sobre el precio de la acción, para analizar la rentabilidad de estas estrategias no se utilizará ningún modelo de evolución relativa al mercado. Cuando se analicen periodos más largos del tiempo fuera del periodo entre el anuncio de la operación y la publicación de resultados se utilizará un modelo CAPM cuyo índice de referencia será el Índice General de la Bolsa de Madrid. En ambos casos se realizará un ajuste en la rentabilidad por los dividendos brutos repartidos por las compañías.

- Estrategia 1^a. Aceptar la opa y ofrecer todas las acciones al oferente. Si la opa es parcial, puede que se aplique una prorrata, ya que el accionista no podrá vender todas sus acciones. Se supone que tras el cierre del periodo de aceptación de la opa, acudirá al mercado para vender las acciones que no vendidas a través de la opa.

Así, la rentabilidad de la Estrategia 1^a:

$$R1 = \lambda \cdot (P - PAD + d) / PAD + (1 - \lambda) \cdot (PF - PAD + d) / PAD$$

⁹ Así, por ejemplo, si la oferta fuera sobre el 10% de las acciones de la compañía y hubieran acudido a venderse el 15% de las acciones, este ratio sería de 2/3. El caso de que la opa no tuviera éxito se va a considerar que este ratio es igual a 1.

¹⁰ En la muestra considerada, el periodo medio entre la publicación del primer hecho relevante relativo a la adquisición y la publicación de los resultados es de 99 días naturales para el caso de procesos en que no ha habido opa competidoras y de 160 en los casos en que sí lo ha habido.

Si no hubiera prorrateo, λ sería igual a 1, porque las acciones adquiridas serían iguales a las vendidas.

- Estrategia 2^a. Se acude al mercado a vender los títulos inmediatamente después del anuncio de la opa. La rentabilidad será $R2 = (PO - PAD + d) / PAD$
- Estrategia 3^a. Se acude al mercado a vender los títulos inmediatamente después de conocerse la autorización de la opa. $R3 = (PT - PAD + d) / PAD$
- Estrategia 4^a. Se acude al mercado a vender los títulos al iniciarse el periodo de aceptación de la opa. $R4 = (PI - PAD + d) / PAD$
- Estrategia 5^a. Se acude al mercado tras la publicación de los resultados de la opa. $R5 = (PF - PAD + d) / PAD$

3.3 La rentabilidad de las opas en Europa

Para ofrecer los datos españoles en su contexto internacional se resumen a continuación los resultados de dos estudios publicados por el Instituto Europeo de Gobierno Corporativo¹¹. Estos trabajos son los de Goergen y Renneboog (2003) y los de Martynova y Renneboog (2006). Ambos se centran en el análisis de las rentabilidades de mercado obtenidas por las empresas involucradas en fusiones o adquisiciones, tanto en el día del anuncio de la operación como en periodos previos y posteriores. Ambos trabajos analizan operaciones en que al menos una de las partes era una empresa europea cotizada para así estudiar sus efectos tanto sobre la empresa objetivo como sobre la oferente. Los resultados que se recogen a continuación son comparables con la rentabilidad obtenida por la estrategia 2^a descrita en el apartado anterior.

El primero de estos trabajos se centra en operaciones relativamente importantes, ya que el valor de lo pagado debe superar los 100 millones de dólares. El periodo de análisis va desde 1993 a 2000 y la muestra está compuesta por 187 operaciones, de las cuales en 136 la empresa objetivo cotizaba en los mercados de valores. La media de la rentabilidad anormal de estas operaciones fue del 9,0% para las empresas objetivo en el día del anuncio de la operación.

En el trabajo de Martynova y Renneboog (2006) se describen las operaciones de control durante la denominada quinta oleada de adquisiciones (1993-2001). Este trabajo difiere del anterior en que en este caso se incluyen todas las operaciones de este tipo en que estuviera involucrada una empresa cotizada, independientemente de su tamaño, por lo que la muestra es de 2.419 empresas. En 889 de estos casos la empresa objetivo era cotizada, y la rentabilidad media en el día del anuncio fue del 9,1%. Además, en este documento se comprueba que existe una relación negativa entre la propiedad previamente adquirida por el oferente en la empresa y la rentabilidad producida por el anuncio de la opa. Este resultado es coherente con la teoría sobre las participaciones previas del oferente, explicada en el apartado 2.2.

¹¹ La consulta de estos y otros documentos se puede realizar en la página web del propio instituto: www.ecgi.org.

4 Resultados

4.1 La rentabilidad para el accionista en las opas

El dato más destacable es que las opas generan una rentabilidad extraordinaria positiva para el accionista minoritario. Esta rentabilidad es significativamente distinta de cero para cualquier estrategia de venta de las acciones, como se puede observar en el cuadro 1. Por tipo de estrategia se puede detallar que:

- La media de rentabilidad para aquellos que acudieron a la oferta (Estr. 1^a) es del 13,2% respecto al precio anterior al hecho relevante.
- Sin necesidad de esperar a ese momento, los accionistas que vendieron inmediatamente después de la publicación del hecho relevante (Estr. 2^a) obtuvieron una rentabilidad del 11,9%.
- Para los accionistas que vendieron en el mercado las acciones tras la autorización de la operación (Estr. 3^a), la rentabilidad fue del 11,6%.
- Aquellos que vendieron sus acciones al iniciarse el periodo de aceptación (Estr. 4^a) obtuvieron un 12,6% de rentabilidad.
- Los que vendieron tras la publicación de resultados obtuvieron en media un 12,3% de rentabilidad.

Rentabilidad para el accionista según las distintas estrategias

CUADRO 1

%, excepto número, que aparece en unidades

	Muestra A			Muestra B			
	Número	Estr 1 ^a	Estr 2 ^a	Número	Estr 3 ^a	Estr 4 ^a	Estr 5 ^a
Todas	66	13,2	11,9	57	11,6	12,6	12,3
		<i>1,7</i>	<i>1,5</i>		<i>1,7</i>	<i>1,6</i>	<i>2,2</i>
No competitivo	58	11,6	10,3	49	10,4	11,4	10,5
		<i>1,7</i>	<i>1,5</i>		<i>1,8</i>	<i>1,8</i>	<i>2,2</i>
Total	39	12,2	10,7	33	11,1	12,0	11,0
		<i>2,4</i>	<i>2,1</i>		<i>2,6</i>	<i>2,5</i>	<i>2,9</i>
Parcial	19	10,3	9,4	16	8,9	10,2	9,6
		<i>2,0</i>	<i>1,6</i>		<i>1,8</i>	<i>2,0</i>	<i>3,2</i>
Minor.	25	13,3	11,2	23	9,8	11,0	9,9
		<i>2,8</i>	<i>2,7</i>		<i>2,8</i>	<i>2,9</i>	<i>3,5</i>
Control	33	10,3	9,6	26	10,9	11,8	11,1
		<i>2,2</i>	<i>1,7</i>		<i>2,4</i>	<i>2,3</i>	<i>2,8</i>
Competitivo	8	24,8	23,9	8	18,8	19,6	23,3
		<i>5,1</i>	<i>5,0</i>		<i>3,0</i>	<i>3,1</i>	<i>6,5</i>
Total	7	24,9	24,4	7	19,6	20,5	20,4
		<i>5,8</i>	<i>5,8</i>		<i>3,3</i>	<i>3,4</i>	<i>6,8</i>
Parcial	1	24,7	20,1	1	13,7	13,5	43,3
		--	--		--	--	--
Minor.	4	32,5	30,8	4	20,7	23,0	37,3
		<i>8,0</i>	<i>8,4</i>		<i>4,8</i>	<i>4,8</i>	<i>6,7</i>
Control	4	17,2	17,0	4	17,0	16,2	9,2
		<i>4,1</i>	<i>4,0</i>		<i>4,0</i>	<i>3,7</i>	<i>4,8</i>

Los datos sobre rentabilidades medias en fuente normal. Los datos sobre la desviación típica estimada de la media muestral de las rentabilidades aparecen en cursiva.

No competitivo son aquellos procesos en que no ha habido competencia. Competitivo son los procesos finales en que la ha habido. Total son opas sobre el total de las acciones, mientras que Parcial son aquellas sobre una parte del capital. Minor son las opas dirigidas a accionistas minoritarios, mientras que Control son las dirigidas a accionistas significativos.

4.2 Opas competitivas y no competitivas

Dentro de la muestra existen 3 procesos competitivos regulados según la normativa original¹² que preveía que sólo el oferente inicial podía realizar mejoras en su oferta. En los tres casos fue éste quien finalmente tuvo un mayor éxito, a pesar de que dos de ellos no era el máximo accionista.

La normativa vigente desde 2003 sobre opa competidoras establece la realización de una subasta en sobre cerrado al primer precio para determinar las ofertas finales. Esta norma reguló el resto de procesos competitivos de la muestra. Con la nueva norma desapareció el privilegio que tenía el oferente inicial y los resultados finales son más acordes a lo que la teoría prevé sobre el posible ganador, en el sentido de que aquel que tiene una participación previa parte de una situación más ventajosa.

En el cuadro 1 se pueden observar las importantes diferencias en rentabilidad para el accionista que generan los procesos competitivos por el control de las empresas. Los accionistas que vendieron sus acciones en la opa (Estrategia 1^a) tuvieron en media una rentabilidad del 11,6% en los procesos no competitivos. En aquellos casos en que acudieron competidores, la rentabilidad media fue del 24,8%. Aquellos accionistas que prefirieron no esperar al cierre de la operación y vendieron sus acciones tras el hecho relevante (Estrategia 2^a) obtuvieron una rentabilidad media del 10,3% en los procesos no competitivos, frente a al 23,9% en los que sí lo fueron. Ambas diferencias son significativas estadísticamente.

También las estrategias de venta tras la autorización, el inicio del periodo de aceptación y la publicación de resultados (Estrategias 3^a, 4^a y 5^a, respectivamente) muestran que la presencia de competidores por la empresa tienen un efecto positivo significativo estadísticamente para los minoritarios. Así, en procesos en que no hubo rivalidad las rentabilidades medias fueron del 10,4%, el 11,4% y el 10,5%, en cada estrategia, mientras que cuando concurrieron varios oferentes las rentabilidades medias pasaron a ser del 18,8%, el 19,6% y el 23,3% respectivamente.

4.3 Opas totales y parciales

Una de las características particulares del régimen regulador de opas en España, hasta la reforma de 2007, es la existencia de las opas obligatorias parciales. Por ello es de especial interés analizar su incidencia sobre la rentabilidad para el accionista.

Como se mencionó anteriormente, para controlar el efecto de la prorrata en la rentabilidad del accionista, en la estrategia 1^a se establece un precio ponderado por la misma. En el cuadro 1 aparecen las medias de rentabilidad tanto para esa estrategia como para las otras cuatro definidas, que no sea ajustan por la prorrata.

Para comparar ambos tipos de operaciones, totales y parciales, sólo se van a analizar aquellos procesos no competitivos debido a que la muestra sólo contiene una opa competitiva parcial.

¹² En la muestra son las operaciones sobre Inmobiliaria Zabalburu, Hidroeléctrica del Cantábrico e Ibérica de Autopistas.

Aunque la rentabilidad media para el accionista es ligeramente superior para las opas totales en las cinco estrategias, en ningún caso esta diferencia es significativa estadísticamente. Por ello, no se puede afirmar que para esta muestra de operaciones, la parcialidad de las opas haya significado una reducción de los pagos para el accionista, en contra de lo previsto teóricamente. Sin embargo, esta afirmación debe tomarse con precaución, ya que el tamaño de la muestra es reducido y tiene una gran dispersión y la potencia del contraste es pequeña.

4.4 Opas dirigidas a minoritarios frente a opas dirigidas a accionistas de control

En la descripción teórica de las opas se han utilizado dos modelos distintos: i) aquellos en que el oferente se dirigía a accionistas minoritarios, pudiendo tener o no una participación previa en la empresa y ii) aquellos en que existía ya un accionista de control distinto del oferente, al cual se le hacía la oferta.

La teoría económica es ambigua sobre la rentabilidad comparada en ambos casos. Por ello, es interesante tratar de analizar si se observan diferencias entre estos tipos de operaciones y las características en cada una de ellas que pueden afectar a la rentabilidad del accionista.

En las dos primeras estrategias, que se analizan a través de la submuestra A, la rentabilidad media de las opas sobre empresas con capital concentrado es ligeramente superior, mientras que en las otras tres estrategias, submuestra B, ocurre lo contrario. Sin embargo, ninguna de estas diferencias es estadísticamente significativa.

5 Conclusiones

Este estudio se divide en dos partes. En la primera de ellas se han resumido algunas de las explicaciones y predicciones de la teoría económica sobre los procesos de opas y como se ven afectados por la regulación de estas ofertas. En la segunda parte se han analizado las opas sobre empresas cotizadas en España durante el periodo de enero de 1999 a julio de 2006 desde el punto de vista de la rentabilidad del accionista.

La principal conclusión de la primera parte de este estudio es que la teoría económica no permite obtener conclusiones claras acerca de cual debe ser la regulación óptima de estos procesos. Esto se debe a que una mayor protección al minoritario tras el lanzamiento de una opa hace que la probabilidad que ésta se produzca se reduzca. Por ello el efecto final de esta protección sobre la riqueza esperada del minoritario queda indeterminado.

En ciertos casos en que la teoría es ambigua, se puede utilizar la observación de la realidad para determinar cual debería ser la regulación más adecuada. Sin embargo, en el caso de las opas tampoco el estudio empírico ofrece conclusiones claras, ya que únicamente se observan las ofertas que se han producido y no se conocen las que no lo han realizado por una protección excesiva del minoritario.

Una conclusión de la parte teórica y de la empírica que parece clara es que la existencia de procesos competitivos de opas favorece claramente a los accionistas minoritarios. Dentro de los distintos tipos de procedimientos para ordenar la competencia entre varios oferentes, las subastas al primer precio son las mejores ya que aunque no aseguren el máximo precio sí que incentivan la presencia de varios oferentes.

Del análisis de los datos sobre opas en España ha sido posible obtener una serie de conclusiones que son estadísticamente significativas, mientras que en otros casos no ha sido posible tener resultados concluyentes. Se puede destacar que: i) las opas, de cualquier tipo, generan una rentabilidad positiva extraordinaria para el minoritario; ii) en términos de rentabilidad para el minoritario, no es posible distinguir entre las opas parciales y las totales y iii) cuando hay opas competidoras, la rentabilidad para el minoritario se dobla, siendo esta diferencia estadísticamente significativa. También se puede destacar que no se encuentran diferencias significativas entre la rentabilidad de las opas dirigidas a minoritarios y las dirigidas a accionistas de control.

6 Bibliografía

Aparicio Roqueiro, C. (2006): “Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas”, *Comisión Nacional del Mercado de Valores, monografía número 20*.

Bulow, J., Huang, M. y Klemperer, P. (1999): “Toeholds and Takeovers”. *Journal of Political Economy*, volumen 107, Número 3, Junio 1999.

Burkart, M. y Panunzi, F. (2003): “Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process”, *ECGI Law Working Paper No. 10/2003*.

González Vidal, R. y Pereiró Couceiro, J. (2007): “La nueva normativa española sobre ofertas públicas de adquisición”, *Boletín de la CNMV, Trimestre II 2007, páginas 199-234*.

Grossman, S. y Hart O. (1980): “Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of Corporation”, *Bell Journal of Economics* 11, páginas 42-64.

Martynova, M. y Renneboog, L. (2006): “The Performance of the European Market for Corporate Control: Evidence from the 5th Takeover Wave”, *ECGI - Finance Working Paper No. 135/2006*.

Shleifer, A. y Vishny R. (1986): “Large Shareholders and Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, 94, páginas 461-88.

Informe al Consejo de Ministros de Australia sobre opas parciales (1985): “Companies and securities law review committee report to the Ministerial Council on partial takeover bids”. Agosto de 1985.

<http://www.takeovers.gov.au/display.asp?ContentID=485>

III Informes internacionales

Efectos de la transparencia en el mercado de bonos: el debate europeo

Federico Olea Martín (*)

(*) Federico Olea Martín pertenece a la Dirección de Mercados de la CNMV.

1 Introducción

El mercado de bonos ha cambiado profundamente en los últimos años. El aumento de los volúmenes emitidos se ha visto acompañado por el incremento de la contratación en el mercado secundario, por una creciente variedad de instrumentos y por una mayor importancia de la negociación electrónica. Tradicionalmente los mercados de bonos han sido, a diferencia de los mercados de acciones, descentralizados con una negociación realizada principalmente vía telefónica entre participantes institucionales. A esta característica se unía el hecho de que las cotizaciones no eran públicamente conocidas y la información sobre transacciones realizadas no era visible inmediatamente. Aunque la evolución tecnológica de estos mercados ha ido modificando paulatinamente esta situación y mejorando la transparencia, al mismo tiempo se han puesto de manifiesto las carencias del mercado a la hora de satisfacer las necesidades de los inversores más pequeños sin acceso a buena parte de la información de mercado. Así, se viene produciendo un debate entre los participantes y los reguladores del mercado en torno a cuál es el nivel óptimo de transparencia del mercado.

En este contexto, la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID, por sus siglas en inglés), cuya fecha prevista de transposición es el 1 de noviembre de 2007, establece en su artículo 65 que la Comisión Europea deberá decidir sobre la transparencia de mercado de los instrumentos distintos de las acciones. De esta forma, la Comisión Europea solicitó a CESR (Comité Europeo de Reguladores de los Mercados de Valores) su asistencia técnica para determinar la oportunidad de regular esta materia. CESR llevó a cabo durante 2006 y 2007 una serie de consultas en las que solicitaba la opinión de la industria europea de los mercados de valores sobre la conveniencia de establecer un régimen obligatorio en los mercados de renta fija europeos.

Al mismo tiempo, con ocasión del debate surgido, se han realizado recientemente varios estudios sobre los casos de los mercados de bonos americano y europeo en los que se ha tratado de evaluar mediante modelos teóricos y prácticos los efectos de la transparencia en la eficiencia y la liquidez del mercado.

En este artículo se comentan algunos de estos estudios realizados en torno al efecto de la implantación de requisitos de transparencia en el mercado de bonos, especialmente los corporativos, se realiza una concisa revisión de la transparencia existente en los mercados americano, europeo y español, así como se incluye una descripción del proceso de consulta y análisis llevado a cabo por CESR para desarrollar su recomendaciones a la Comisión Europea en torno a esta materia.

2 La transparencia en el mercado de bonos

Por transparencia de un mercado financiero se entiende aquella situación en la que los participantes disponen de un elevado nivel de información sobre las condiciones en las que es posible operar (pre-transparencia) e información sobre las transacciones efectivamente realizadas en el mercado (post-transparencia). Así, un mercado transparente sería aquel en el que cualquier individuo conoce, en tiempo real, los precios y volúmenes a los que es posible comprar o vender un valor y, al mismo tiempo, dispone de información sobre los precios y volúmenes de las últimas transacciones realizadas sobre los valores. Los mercados bursátiles de acciones son, por regla general, mercados dirigidos por órdenes, centralizados y con un buen nivel de transparencia. Los mercados de renta fija han sido ejemplos de mercados dirigidos por precios, descentralizados y con mayor grado de opacidad.

Al comparar ambos mercados debe tenerse en cuenta que el mercado de bonos es muy diferente al de acciones. Mientras que en el mercado de acciones un emisor cotiza generalmente mediante un solo instrumento, en el mercado de renta fija es habitual que un mismo emisor tenga multitud de valores cotizando de muy diversas características, con vencimientos, cupones y estructuras diferentes, de forma que la liquidez se dispersa entre esos valores. Así, es habitual que una emisión de bonos presente una liquidez escasa y ésta disminuya con la vida de la emisión, con lo que en este mercado es más difícil encontrar una contrapartida que en el de acciones. Además, entre los principales inversores en el mercado de bonos se encuentran las entidades aseguradoras o las gestoras de fondos de pensiones, cuya estrategia suele ser la de comprar y mantener el activo hasta el vencimiento; en ocasiones estos inversores pueden llegar a comprar la mayor parte de una emisión, limitando la actividad de ésta en el mercado secundario. Estos factores restringen en buena medida la liquidez del mercado secundario de renta fija corporativa.

Por otra parte, la estructura del mercado juega un papel decisivo en la transparencia del mercado. En los mercados telefónicos bilaterales por ejemplo, no existe pre-transparencia ya que un participante que desee realizar una operación no conoce de forma previa las cotizaciones de los distintos *dealers* y, de la misma forma, éstos no tienen acceso a las cotizaciones de otros *dealers*. En un mercado de este tipo, la implantación de pre-transparencia puede significar cambios importantes en la propia estructura del mercado, mientras que en otro tipo de mercados, como los multilaterales electrónicos, el desarrollo de un régimen de pre-transparencia sería una tarea a priori más sencilla. Por otro lado, la post-transparencia, al referirse a los resultados de la negociación del mercado, presentaría menos problemas a la hora de su implantación en cualquier tipo de mercado.

Un factor muy relevante en los mercados financieros en general, y en los de bonos en particular, son los costes de transacción, una de cuyas posibles mediciones es el diferencial de compra y de venta (*bid-ask spread*). Un spread reducido implicará unos costes de transacción menores para los participantes del mercado, mejorará la eficiencia del mercado y abaratará los costes de financiación de los emisores. Según diferentes análisis desarrollados sobre este tema, los costes de transacción parecen ser inferiores para operaciones de

elevado volumen que para operaciones de menor tamaño, lo que reflejaría el mayor poder de negociación por parte de los participantes institucionales frente a los minoristas. Otras teorías afirman que los *dealers* efectúan las valoraciones de sus transacciones teniendo en cuenta que han de cubrir unos costes fijos derivados del establecimiento de su propia actividad en el mercado, lo que no beneficiaría a las operaciones de menor volumen. En cualquier caso, parece que la actividad en bonos corporativos implica elevados costes de transacción para los inversores particulares. El establecimiento de mayores niveles de transparencia en los mercados de bonos, total o parcialmente opacos, aumentaría el poder de negociación de los inversores más pequeños y la competencia para *dealers* e intermediarios, con lo que se produciría una reducción de los diferenciales y de los costes de transacción. De esta forma se esperaría un incremento de la participación de inversores en el mercado.

Aunque parece que existe cierto consenso en cuanto a que la transparencia produce efectos positivos (abaratamiento de los costes de operar en el mercado, vía reducción de diferenciales de precios de compra y venta), también es cierto que un exceso de transparencia podría conducir a efectos perniciosos en la liquidez del mercado de bonos. Esto es así porque los *dealers* comprometen capital en su actividad y, ante operaciones importantes de tomas de posición en el mercado, el hecho de que sus operaciones puedan ser conocidas por el resto del mercado supone un aumento del riesgo de manejo de sus posiciones: el poder de negociación de otros participantes del mercado *interdealer* se incrementa si conocen los detalles de las operaciones realizadas por otros *dealers*. Por otro lado, el que la información contenida en las cotizaciones sea pública implica que desaparece un aliciente para que los *dealers* realicen un trabajo de generación de información dado que se reducen sus rentas esperadas. También, ante una disminución de los ingresos esperados por el estrechamiento de los *spreads* (a causa de una mayor transparencia) los *dealers* pueden disminuir su actividad en algunas áreas de negocio que les supongan mayores niveles de riesgo, por ejemplo operaciones con emisiones muy ilíquidas o con un nivel elevado de riesgo de crédito (bonos de alta rentabilidad).

Asimismo, en la liquidez del mercado de bonos juega un papel importante el hecho de que estos valores no se puedan negociar fácilmente en corto lo que, en comparación con el mercado de renta variable, dificulta la gestión del riesgo por parte de los operadores y en última instancia, disminuye la liquidez. En este sentido, el mercado de bonos se ha visto favorecido por la irrupción en los últimos años de los derivados de crédito. Los CDS (*credit default swap*) son una medida del riesgo de un emisor, ya que suponen el coste de la protección que se puede comprar o vender para asegurarse contra el hecho de que un emisor no pueda hacer frente a los pagos de sus emisiones en un plazo determinado. Adicionalmente, permiten establecer posiciones equivalentes a la venta en corto, así como concentrar en un único instrumento una medida del riesgo de un emisor (ante la dispersión de emisiones del mercado de bonos al contado). El mercado de CDS, además de ser muy líquido para los emisores más relevantes, goza de una elevada transparencia, con amplia información sobre cotizaciones en las pantallas de los principales proveedores de información financiera. Sin embargo, hay que señalar que éste es un mercado para grandes participantes, con lo que una gran parte de los inversores no tiene un acceso sencillo a esta fuente

de liquidez. Con todo, el desarrollo del mercado de derivados de crédito ha beneficiado al mercado de bonos en su conjunto, especialmente mediante el aumento de la liquidez derivada de la mejora en la capacidad de los operadores para gestionar el riesgo (disponen de mayor facilidad para la realización de operaciones de cobertura).

3 Transparencia en el mercado americano – El sistema TRACE

El mercado americano de bonos corporativos es un mercado OTC que gozaba de una transparencia muy limitada hasta la introducción de TRACE (*Trade Reporting and Compliance Engine*) en julio de 2002. El sistema TRACE, instaurado en diferentes fases a partir de esa fecha, es un servicio de distribución de información de precios en tiempo real, para el mercado estadounidense de bonos corporativos, que incluye el 99% de las transacciones y el 95% del volumen nominal negociado. Su implantación terminó en enero de 2006 y actualmente el acceso a la información es público a través de Internet, con datos en tiempo real de último precio y volumen, con excepción de ciertas transacciones de volumen superior a un millón de dólares correspondientes a emisiones de alta rentabilidad con escasa liquidez¹. Se trata, por tanto, de un modelo de post-transparencia muy elevada que, según los análisis realizados, ha rebajado los diferenciales en el mercado de bonos corporativos norteamericanos y ha reducido la cuota de mercado de los *dealers* dominantes, aumentando la competencia. También en el caso de bonos municipales, de amplia difusión entre los inversores de Estados Unidos, debido a sus ventajas fiscales, se dispone de una transparencia similar a través del sistema RTRS (*Real-Time Transaction Reporting System*).

En los últimos años se han llevado a cabo numerosos análisis de los efectos de la implantación de requisitos de transparencia.

Así, en el estudio de Goldstein y otros (2006) no se concluye que el incremento de transparencia producido desde la introducción del TRACE haya tenido como consecuencia un aumento de la actividad del mercado, medida como volumen efectivo diario y media de operaciones por sesión. Sin embargo, sí se observa una reducción de los diferenciales de compra y venta para los instrumentos sujetos a requisitos de transparencia, especialmente para los negociados frecuentemente. Del mismo modo, Edwards y otros (2006) sostienen que los costes de transacción, medidos como el coste en puntos básicos de realizar una operación de compra más una operación de venta, son menores para aquellos valores con precios de negociación transparentes y se pudo observar como estos costes se redujeron cuando el sistema TRACE empezó a diseminar públicamente sus precios. Dado que se concluye que los costes de transacción son menores para bonos con mayor

¹ Las operaciones se comunican dentro de los 15 minutos siguientes a su ejecución y se publican inmediatamente en el sistema.

nivel de información, se interpreta que la transparencia ha mejorado la liquidez en los mercados de bonos corporativos. Asimismo, afirman que los bonos corporativos son instrumentos que conllevan actualmente un coste elevado de transacción para los inversores minoristas, con lo que se esperaría que la participación de éstos en el mercado de renta fija se incrementase debido a la reducción de estos costes en un mercado transparente.

Bessembinder y otros (2006) llegan a la conclusión de que la existencia de transparencia para un conjunto de bonos de un mercado, no para la totalidad de éste, produce efectos beneficiosos para el resto de bonos del mercado, dándose el efecto de lo que llaman “externalidad” de la liquidez. Esta circunstancia tendría sentido, ya que un instrumento de renta fija no transparente se puede valorar a partir de la información obtenida de otros valores transparentes para los que se conoce el precio de mercado.

De este modo, los tres estudios empíricos mencionados anteriormente coinciden en que TRACE ha supuesto una disminución en los *spreads* del mercado de bonos corporativos americano (lo que supone un descenso de los costes de transacción), aunque no está claro que esta reducción haya resultado en un aumento de la liquidez o de la actividad del mercado.

4 Transparencia en el mercado europeo

En cuanto a los regímenes de transparencia que se pueden observar en los mercados europeos de bonos, según la información comunicada a CESR por las diferentes jurisdicciones, se puede afirmar que existe una considerable transparencia en lo relativo a los valores contratados a través de mercados regulados y SNM (sistemas de negociación multilateral). En general, es habitual la comunicación de cierta pre-transparencia para los instrumentos admitidos a cotización en estos mercados (disponible para los miembros del mercado) y también es usual la publicación de información sobre transacciones ejecutadas. No obstante, existe una gran variedad de regímenes de transparencia, dada la fragmentación del mercado europeo, con diferentes regulaciones y peculiaridades. Esta fragmentación también implica que un mismo activo puede ser negociado en distintos mercados localizados en países diferentes, con las dificultades que esto entraña para la consolidación de la información de mercado.

A pesar de esta fragmentación de los mercados europeos, un importante volumen de contratación se efectúa entre grandes bancos europeos en operaciones OTC, que conformarían un activo y líquido mercado europeo OTC. Este mercado se caracteriza por su opacidad ya que raramente se comunican públicamente datos sobre cotizaciones o transacciones realizadas. Sin embargo, según diversos estudios este mercado europeo de bonos corporativos presentaría mayor competencia que el americano debido al mayor número de *dealers* existentes, lo que se reflejaría en unos menores diferenciales de compra y venta: mientras en Estados Unidos existe un pequeño número de grandes bancos dominantes del

negocio del mercado de bonos OTC, en Europa la contratación está repartida entre grandes bancos globales, europeos y locales.

El informe de CEPR (2006) sobre bonos corporativos europeos señala que los diferenciales de oferta y demanda se incrementan con el plazo y el riesgo de crédito, pero se reducen con el tamaño de la orden, lo que es consistente con lo comentado sobre el poder de negociación de las grandes entidades frente a los inversores de menor tamaño. También se expone que la liquidez del mercado europeo es mayor que la del mercado americano, incluso después de la puesta en marcha del sistema TRACE en este último. Esta circunstancia podría deberse a la existencia de una competencia superior en el mercado europeo con un mayor número de compradores y vendedores en un mercado con una moneda unitaria. Esta mayor competencia se reflejaría en una mayor liquidez del mercado, como lo demuestran los volúmenes negociados. Además, en varias entrevistas realizadas por CEPR con participantes del mercado (tanto *dealers* como inversores) se refleja la satisfacción de la industria por el funcionamiento actual del mercado, se afirma que el modelo presente basado en *dealers* satisface las necesidades de los participantes, se espera que las plataformas electrónicas continúen su desarrollo y no se desea que la regulación introduzca un sistema dirigido por órdenes (multilateral). La mayoría de los consultados se muestran neutrales o favorables a la implantación de un régimen de post-transparencia. Solamente unos pocos participantes, pertenecientes al *sell-side* (*dealers*) tenían una opinión contraria a la post-transparencia, lo que reafirmaría la hipótesis de que un incremento de transparencia reduciría los ingresos de los *dealers*. No parece que se pueda esperar, por lo tanto, un aumento de la transparencia a iniciativa de los intermediarios financieros. El informe afirma que no parece adecuada una regulación de la pre-transparencia en el momento actual, por el riesgo de que existan operadores que salgan del sistema y dañen su liquidez. En cuanto a post-transparencia, en el caso de que se implante vía regulación, se propone que sea de forma moderada y limitada, evitando publicar la identidad de los operadores y acotando la información sobre los volúmenes de las transacciones.

Asimismo, CEPR comenta que una de las características del sistema actual es que los inversores minoristas no son activos en el mercado de bonos debido a razones relacionadas con los costes y con la tecnología. Las órdenes de clientes particulares son enviadas manualmente, normalmente a través de las redes bancarias, lo que genera altos costes fijos y unos costes de transacción elevados que finalmente provocan que el negocio no sea atractivo ni para clientes ni para los intermediarios financieros. Una solución, según CEPR, podría ser la centralización de todas las órdenes de minoristas en un mercado electrónico, lo que podría conseguir un cierto nivel de liquidez y la implicación de algunos proveedores profesionales de liquidez. Este sistema tendría además la ventaja de facilitar el cumplimiento con la normativa de mejor ejecución.

De acuerdo a lo expuesto por CEPR, los análisis empíricos realizados en el ámbito del mercado de bonos corporativos parecen soportar la idea de que la transparencia aumenta la liquidez. En un mercado post-transparente los *dealers* observan las transacciones ya realizadas, obteniendo información sobre el valor de un activo. De esta forma, se origina una mayor competencia entre *dealers* y unos diferenciales de precio más ajustados. Por otro lado, los *dealers* realizan una labor de recogida de

información con la que asignar un valor a los activos; esta información será asimétrica entre *dealers*, ya que existirá disparidad de estrategias entre ellos, de forma que se ofrecerán precios diferentes para los mismos bonos. Teniendo en cuenta estos supuestos, CEPR elabora un modelo econométrico con el que evalúa los efectos de la transparencia en la competencia entre *dealers* y en los diferenciales de precio. Así, este análisis concluye que la post-transparencia reduce las asimetrías de información entre *dealers*, mejora la competencia y disminuye los diferenciales. A priori, los *dealers* preferirán tener acceso a las cotizaciones de sus competidores, aunque a posteriori preferirán que el mercado sea opaco, ya que se incrementarían sus expectativas de rendimiento. De esta forma, un exceso de transparencia podría tener un efecto perjudicial para el mercado, ya que para emisiones poco líquidas, si se reducen los márgenes derivados de operar en el mercado de bonos, es posible que los *dealers* se retiren de él, con la consiguiente reducción de liquidez e incremento de diferenciales.

Por otro lado, en el caso de los mercados de deuda pública CEPR observaba que en el mercado americano los diferenciales eran más estrechos que en el mercado europeo, lo que reflejaba la mayor liquidez en los mercados norteamericanos, ya que disponen de un único conjunto de bonos de referencia, a diferencia del caso europeo, en el que existe una fragmentación derivada de un número mayor de emisores de deuda pública.

5 Transparencia en el mercado español

En España, AIAF es el principal mercado en el que cotizan valores de renta fija corporativa. Es un mercado descentralizado, dirigido por precios, en el que las cotizaciones se obtienen bilateralmente a través de los miembros. De esta forma, no cuenta con pre-transparencia, ya que no se conocen a priori los precios a los que los miembros están dispuestos a negociar. En cuanto a post-transparencia, el mercado comunica a través de su página *web* los precios medios de cada emisión, el número de operaciones y volumen negociado, que se publican a medida que se van comunicando al mercado por sus miembros; también se dispone por este medio de una base de datos históricos. Asimismo, a fin de día se publica en la página *web* de AIAF el boletín diario del mercado, en el que se comunican los precios y rentabilidades medias del día y el volumen nominal y efectivo negociado en la sesión. Hay que señalar, sin embargo, que las operaciones efectuadas entre los miembros del mercado y sus clientes no se comunican hasta el día posterior a la fecha de valor, por lo que se produce un retraso en la publicación de la información sobre estas operaciones, que suponen la mayor parte de la actividad del mercado (el 96% del volumen efectivo contratado en operaciones a vencimiento en AIAF en julio de 2007²). Se trata, por tanto de un mercado con una post-transparencia limitada. En este sentido, parece conveniente señalar que la participación de inversores minoristas en el mercado AIAF es ciertamente representativa, al menos teniendo en cuenta el número de

² Informe de actividad de AIAF, julio 2007.

transacciones efectuadas. Así, según datos del mes de julio de 2007 los minoristas concentraron el 2,6% del volumen total negociado en el mercado, pero el 74,3% de las operaciones (entendiendo por operaciones de minoristas las de importe menor de 60.100 euros).

El otro mercado español en el que se negocian valores de renta fija privada, el “Mercado Electrónico de Renta Fija”, aún contando con una negociación mucho más reducida, es ampliamente transparente. Este mercado utiliza la plataforma SIBE (“Sistema de Interconexión Bursátil Español”), por lo tanto goza de pre y post- transparencia en tiempo real para los operadores con acceso a pantallas del mercado o a los servicios de los proveedores de información financiera. Además, en la página *web* de la bolsa de Madrid se publican los últimos precios negociados con un pequeño retraso, así como el volumen nominal y efectivo contratado en la sesión anterior y una base de datos de precios históricos.

Hay que tener en cuenta, sin embargo, que gran parte de la negociación de valores de emisores españoles se produce en operaciones OTC entre grandes entidades en un mercado europeo que carece de transparencia, como se comentaba en el punto anterior. De este modo, resulta difícil para una buena parte de los participantes en el mercado, especialmente los más pequeños, conocer los datos sobre los precios a los que se negocian estas emisiones en estos mercados. La información sobre precios indicativos y en algunos casos cotizaciones en firme se pueden encontrar en los difusores profesionales de información financiera Bloomberg y Reuters, aunque no es posible disponer de datos sobre precios y volúmenes de transacciones efectivamente realizadas.

6 El proceso consultivo de CESR

En 2006 CESR recibió el mandato de la Comisión Europea para la asistencia técnica en relación al desarrollo del artículo 65 (1) de la MiFID sobre la posible extensión del alcance de las disposiciones de la Directiva relativas a pre y post-transparencia a operaciones en otros tipos de instrumentos financieros distintos de las acciones. Se indicó que se limitaba el ámbito del estudio al mercado de contado de bonos de deuda pública y bonos corporativos de grado de inversión y de alto rendimiento. De esta forma, CESR, recogiendo las cuestiones de la Comisión, elaboró una serie de consultas con los siguientes puntos:

- Posibilidad de existencia de un fallo en el mercado de bonos relacionado con la transparencia.
- Evidencia de que un régimen obligatorio de transparencia pudiese solventar tal fallo del mercado.
- Previsibles efectos de las nuevas disposiciones de la MiFID que puedan modificar la situación actual de este mercado.

- Casos de menoscabo en la protección al inversor a causa de la falta de transparencia
- Posibilidad de aplicar la transparencia únicamente a unos segmentos determinados del mercado.
- Criterios que deberían ser aplicados por la Comisión Europea a la hora de determinar si la propia autorregulación de la industria podría ser adecuada para afrontar los puntos anteriores.

Tras la revisión de las respuestas de la industria en un documento a consulta y una audiencia pública, CESR³ emitió su documento de respuesta a la Comisión cuyas principales aspectos se resumen a continuación.

En general, la industria no observa un fallo en el mercado de bonos que justifique la intervención reguladora. Se cuestionó, especialmente por parte de los grandes participantes del mercado, la existencia de este fallo debido a que el mercado de bonos ha experimentado en los últimos años un crecimiento considerable, con un aumento importante de la contratación, innovación financiera con la irrupción de instrumentos de negociación del riesgo de crédito (*credit default swaps*) y avance de la contratación electrónica (Bloomberg, MarketAxess, iBOXX, Tradeweb, MTS, SENAF, BrokerTec). Estos medios electrónicos, además, tienen un efecto positivo sobre la transparencia, lo que ha servido de argumento a los participantes de mayor tamaño para defender que la propia evolución del mercado va aumentando los niveles de transparencia y que no es necesario la imposición de regulación en este área. Además, en general los participantes institucionales se declaraban satisfechos con el nivel de transparencia y con la forma en que los mercados funcionan actualmente. También se indicaba por parte de varios participantes en la consulta la posibilidad de que el establecimiento de un exceso de transparencia dañase la liquidez del sistema, especialmente en los mercados dependientes de la actividad de los *dealers*.

Otras respuestas resaltaban que las características del mercado de bonos no son las más adecuadas para la actividad de los inversores minoristas. Los pequeños inversores que participan en este mercado han de enfrentarse a un medio desfavorable a la hora de obtener información en las mismas condiciones que los operadores institucionales. Generalmente el resultado de esta situación es que la información obtenida por los minoristas cuenta con algún tipo de retraso o con alguna limitación en los datos en comparación con la información que manejan los inversores profesionales, con lo que los inversores individuales operan frecuentemente en desventaja frente a otros participantes.

Algunas respuestas de la industria desde jurisdicciones con participación minorista relevante en el mercado de bonos corporativos han señalado la importancia de lograr la creación de un mercado pan-europeo con un régimen de transparencia común para todos los países, en aras de la mejora de la protección del inversor y de la integridad del mercado.

³ En el siguiente vínculo se puede acceder al documento de respuesta de CESR a la Comisión en materia de transparencia de instrumentos distintos de las acciones: <http://www.cesr.eu/index.php?docid=4708>

CESR se muestra de acuerdo con el hecho de que una mayor transparencia podría incrementar la participación minorista en el mercado de bonos, aunque argumenta que otros factores juegan un papel determinante, como la estructura de los mercados, el conocimiento que los inversores individuales tengan de ellos y los canales de distribución de los valores.

Asimismo, en diversas opiniones se expresa la preocupación por que la inexistencia de pre-transparencia pueda limitar la aptitud de los intermediarios a la hora de cumplir con las disposiciones sobre mejor ejecución establecidas en la MiFID, de aplicación a todos los instrumentos financieros. Un mercado no transparente perjudicaría la capacidad de los intermediarios para identificar el mejor mercado para ejecutar las órdenes. Al mismo tiempo, se dificulta la evaluación de la calidad de la ejecución por parte de los propios intermediarios, de los inversores y de los reguladores.

La MiFID incluye una serie de disposiciones que ampliarán notablemente la protección del inversor minorista, como las normas sobre mejor ejecución y sobre adecuación entre instrumentos financieros y tipos de clientes. Como se ha expresado por parte de algunos participantes, es probable que la participación minorista esté determinada en mayor medida por la mejor ejecución obtenida por parte de los intermediarios financieros que por la propia transparencia de los mercados. Ante la intensa actividad de las redes bancarias en la comercialización de productos de renta fija en algunos mercados europeos se juzga relevante la adecuación entre estos instrumentos y el grado de sofisticación de los clientes minoristas. Además, el hecho de que la liquidez se suministre en numerosas ocasiones desde la propia entidad comercializadora de los valores a través de la internalización de las órdenes complica la mejor ejecución de las operaciones, por la dificultad y costes que implica la búsqueda de contrapartida en otras entidades o en otros mercados. En este sentido, sería de esperar que los requerimientos de la MiFID mencionados mejoren la posición del minorista en su participación en el mercado de bonos, aunque se necesitará un margen de tiempo para poder evaluar los efectos producidos por la nueva normativa. Adicionalmente, varias respuestas enviadas a CESR manifiestan que el aumento de competencia entre dealers e intermediarios por ofrecer el mejor precio en el marco de las nuevas disposiciones de mejor ejecución, tendrá efectos positivos, no sólo en la protección del inversor, sino también como propulsor de iniciativas de mejora de la pre-transparencia.

Asimismo, dada la amplia variedad de productos en el mercado de renta fija, desde los bonos simples hasta bonos de alta rentabilidad o estructurados, podría ocurrir que las entidades se abstengan de colocar los instrumentos más complejos a inversores particulares, en cumplimiento de las disposiciones de la MiFID y se propongan en su lugar otras inversiones más sencillas, como las de fondos de inversión en renta fija, por ejemplo.

Por otro lado, CESR ha indicado que la armonización de la regulación para los operadores de mercados regulados y MTFs a través de la MiFID podría resultar en un aumento de la transparencia en los mercados de bonos, lo que ayudaría a los intermediarios en la tarea de obtener la mejor ejecución para sus clientes. Hay que tener en cuenta, sin embargo, que buena parte de la negociación en el mercado de bonos se realiza OTC, fuera de mercados organizados.

La formación de los inversores minoristas ha sido destacada también como un factor relevante que determina la actividad de éstos en el mercado de renta fija. Se cree que en ocasiones los inversores particulares no cuentan con los suficientes conocimientos sobre el funcionamiento y los elementos básicos del mercado, por lo que un aumento de la información disponible vía transparencia perdería eficacia si no se acompaña de una voluntad de formación de los inversores. Así, se reconoce el esfuerzo que ha realizado la industria y los reguladores en la labor de formación de los inversores y la importancia que esta tarea continúe en el futuro.

Otro asunto importante que se ha contemplado es el de la posibilidad de segmentación de la transparencia. La posibilidad de que ésta se lleve a cabo en base a tipos de instrumentos, clases de inversores u otros factores parece razonable dadas las diferentes necesidades de los distintos participantes en el mercado y los riesgos asociados a la excesiva transparencia en algunos mercados (mercados ilíquidos, por ejemplo). Aun así, no parece una labor sencilla de llevar a cabo, debido a los rápidos cambios que se van produciendo en el mercado (nuevos productos, en el caso de realizar una segmentación por instrumentos) y al acceso limitado a ciertos valores que podría suponer para los inversores minoristas (productos para el mercado institucional, opacos para el pequeño inversor).

Finalmente, en la consulta se preguntaba sobre los criterios que debería seguir la Comisión Europea en el caso de que se optase por la autorregulación de la propia industria. Algunas respuestas se orientaban hacia la inexistencia de la necesidad de transparencia adicional, fuese ésta regulada o auto impuesta. Otras opiniones contemplaban los factores más importantes en el proceso de autorregulación: la conveniencia de que tal régimen de transparencia cumpliera con los objetivos que la Comisión estableciese y la eficiencia de costes como uno de los requisitos básicos del sistema de transparencia.

En cuanto a los próximos pasos a realizar en el proceso de decisión en torno a la transparencia de instrumentos diferentes de las acciones, una vez completada la consulta a CESR, se espera el informe final de la Comisión Europea sobre esta materia para principios de 2008.

7 Conclusiones

El debate sobre la transparencia en el mercado de bonos refleja posiciones ciertamente distantes que se han manifestado en las diversas consultas llevadas a cabo por CESR. Existen participantes del mercado, generalmente situados en torno a la actividad de intermediación (*sell-side*), que aseguran que el mercado europeo de bonos ha evolucionado de forma muy favorable en los últimos años, los volúmenes han aumentado rápidamente, la innovación financiera ha producido el aumento de la liquidez y la mejora en la gestión de riesgos (por ejemplo, a través de los derivados de crédito) y el desarrollo tecnológico del mercado, a través de las herramientas electrónicas de contratación, continúa evolucionando de forma muy positiva. Afirman además que ésta evolución ha producido mejoras

en la transparencia del mercado y beneficios para todos los participantes. Además, destacan que esta evolución se ha producido en un mercado caracterizado por alto grado de autorregulación. No obstante, algunos de estos grandes participantes del mercado admiten que se pueden llevar a cabo mejoras de la post-transparencia que resulten de utilidad para los inversores de menor tamaño.

Por otro lado, se encuentran otros participantes, generalmente medianas y pequeñas entidades, inversores minoristas y mercados (el mercado español de renta fija AIAF ha mantenido esta posición), que decididamente apuestan por un modelo de mercado más transparente, con un régimen amplio de pre y post-transparencia. Estos participantes no solo esperan que la transparencia ayude a reducir los desequilibrios entre los operadores dominantes del mercado y los inversores con menores posibilidades de acceso a la información sino que confían en los efectos positivos que se producirían sobre la liquidez y la eficiencia del mercado de bonos.

Un incremento de la información disponible también resultaría de utilidad para el conjunto de reguladores al facilitar la supervisión de la integridad del mercado y el cumplimiento de las disposiciones en torno a la protección al inversor.

Los estudios desarrollados hasta ahora en el ámbito de la transparencia del mercado de bonos han debido superar la escasez de datos existente, dadas precisamente las limitaciones de la información pública presente en este mercado. A pesar de ello, parecen comunes las conclusiones de análisis teóricos y prácticos: un aumento de la transparencia en el mercado de bonos aumenta la competencia y disminuye los costes de transacción (medidos como diferenciales de precios de compra y venta), sin que se hayan observado efectos perjudiciales sobre la liquidez.

Tras el proceso consultivo llevado a cabo con la industria, CESR ha concluido que puede ser útil cierta ampliación de los niveles de transparencia actuales para proteger a los inversores minoristas. Sin embargo, previamente a cualquier decisión, se debe llevar a cabo un profundo análisis de costes y beneficios de las medidas de transparencia a tomar para no perjudicar ni la liquidez ni la positiva evolución del mercado de bonos. Además, se contempla la posibilidad de permitir a la propia industria la autorregulación de la transparencia bajo las directrices de los objetivos definidos por la Comisión. Por otro lado, CESR ha considerado que no se trata de un asunto que requiera una inmediata intervención, por lo que debería evaluarse previamente el efecto de las disposiciones de la MiFID sobre los mercados.

8 Bibliografía

Bessembinder H., Maxwell W., Venkataraman K. (2006): “Market transparency, liquidity externalities and institutional trading costs in corporate bonds”, *Journal of Financial Economics Volume 82 – 2. Pp. 251-288.*

Edwards, A., Harris, L. y Piwowar, M. (2004): "Corporate Bond Market Transparency and Transaction Costs", *Securities Exchange Commission. Fifteenth Annual Utah Winter Finance Conference. September.*

Goldstein, M., Hotchkiss, E. y Sirri, E. (2007): "Transparency and Liquidity: A Controlled Experiment on Corporate Bonds", *Review of Financial Studies n. 20. Pp. 235-273.*

Harris, L. y Piwowar, M. (2004): "Secondary trading in the municipal bond market", *University of Southern California. Working paper.*

Centre for Economic Policy Research (2006): "European Corporate Bond Markets: transparency, liquidity, efficiency". *Discussion Meeting 5546. Hosted by Financial Services Authority (FSA). 28/09/2006 to 28/09/2006.*

Supervisión financiera transfronteriza e intersectorial: The Joint Forum

José Manuel Portero Bujalance (*)

(*) José Manuel Portero Bujalance pertenece a la Dirección de Relaciones Internacionales de la CNMV

1 Introducción

Existe un consenso generalizado entre los reguladores de los mercados financieros sobre la necesidad de mejorar y reforzar la supervisión de las entidades financieras, en particular de aquellas de una dimensión considerable, con intereses en los distintos sectores financieros y que mantienen actividades en diferentes jurisdicciones. Algunas de las razones que justifican este convencimiento son las siguientes:

- a) La creciente integración de los mercados financieros y de capitales.
- b) La actuación transfronteriza de un número mayor de entidades financieras.
- c) La existencia de conglomerados financieros que ofrecen o comercializan productos o servicios de banca, valores y seguros.
- d) La comercialización de productos financieros que combinan elementos característicos de banca, valores y/o seguros.
- e) La complejidad de instrumentos financieros que, en una situación extrema, podrían tener consecuencias sistémicas y afectar, en última instancia, a la estabilidad financiera.

En consecuencia, es el nuevo entorno financiero el que está promoviendo la coordinación y cooperación de los reguladores tanto en el ámbito local como en el ámbito transfronterizo. En este último donde encaja la actuación de dos grupos de trabajo internacionales: el *Joint Forum* con una vocación global y muy ligado a los países financieramente más desarrollados y, en lo que en cierto modo podría considerarse como una respuesta o versión europea del foro anterior, el denominado *grupo 3L3*.

El *Joint Forum* nació en 1996 bajo los auspicios del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, la Organización Internacional de Comisiones de Valores y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros. Aunque su mandato inicial estaba muy relacionado con la actuación de los conglomerados financieros internacionalmente activos, con el tiempo ha ido ampliando su campo de actividad a otras áreas: gestión del riesgo, comercialización de productos financieros, lavado de dinero, gobierno corporativo, etc. y, al mismo tiempo, ha ido incrementando su colaboración con el Foro de Estabilidad Financiera en el que están fundamentalmente representadas las autoridades económicas del denominado G7.

El *grupo 3L3* refleja en su denominación su triple composición de representantes de los denominados Comités de Nivel 3 dentro del esquema Lamfalussy: Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR). Comité Europeo de Supervisores

Bancarios (CEBS) y Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Pensiones de Jubilación (CEIOPS). Dado el carácter intersectorial de este comité, se promueve una respuesta conjunta y única por país en el seno del 3L3.

Por otro lado, es en el punto relativo a la cooperación y coordinación transfronteriza de los reguladores donde cabe incluir la participación de la CNMV en los dos foros internacionales reseñados. En ambos casos la actuación de la CNMV se prepara habitualmente en cooperación con el resto de los reguladores españoles: Banco de España y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

En las páginas siguientes se describe con cierto detalle el funcionamiento del *Joint Forum*, destacándose aquellas publicaciones o informes más recientes. De igual modo se ha considerado oportuno recoger brevemente los detalles de funcionamiento de su *versión europea*, el grupo 3L3.

2 The Joint Forum

2.1 Breve historia

El *Joint Forum* –inicialmente denominado *Joint Forum* sobre Conglomerados Financieros- fue constituido en 1996 bajo el auspicio del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (Comité de Basilea) –BCBS en su acrónimo inglés-, la Organización Internacional de Comisiones de Valores –IOSCO - y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros –IAIS-

El antecedente directo del *Joint Forum* es el denominado *Grupo Tripartito* creado en 1993 por iniciativa del Comité de Basilea con el objeto de revisar y explorar nuevos temas relacionados con la supervisión de los conglomerados financieros. El *Grupo Tripartito* elaboró un informe en julio de 1995 donde recogía las tendencias intersectoriales en la supervisión de los conglomerados financieros, identificando los desafíos a los que se enfrentaban los supervisores así como las respuestas de éstos.

El continuo desarrollo de los conglomerados financieros¹, y la cada vez más difícil distinción sectorial de las actividades llevadas a cabo por las entidades financieras, acentúa la necesidad de establecer mecanismos o herramientas para la mejora de la supervisión intersectorial y transfronteriza. Para continuar con las tareas llevadas a cabo por el Grupo Tripartito fue creado el *Joint Forum* en 1996.

El *Joint Forum* se ha beneficiado desde su creación de una composición claramente intersectorial con un igual número de participantes representando a los sectores de banca, valores y seguros. El cuadro 1 muestra la composición geográfica actual del *Joint Forum* así como la institución nacional representativa de cada sector financiero.

¹ La definición de conglomerados financieros utilizada por el Joint Forum es la de cualquier grupo de compañías bajo un control común cuyas actividades exclusivas o predominantes consistan en proveer servicios significativos en al menos dos sectores financieros distinto –banca, valores y seguros-

Composición del Joint Forum. Septiembre 2007

CUADRO 1

País	Banca	Seguros	Valores
Australia		Australian Prudential Regulation Authority	Australian Securities and Investments Commission
Bélgica	Banking, Finance and Insurance Commission		
Canada		Office of the Superintendent of Financial Institutions	Autorité des marchés financiers (Québec) ¹
Dinamarca		Danish Financial Supervisory Authority	
Francia	Commission Bancaire	Commission de Contrôle des Assurances	Autorité des marchés financiers
Alemania	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht –BAFIN-	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht –BAFIN-	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht –BAFIN-
Italia	Banca d'Italia		Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
Japón	Bank of Japan	Financial Services Agency	Financial Services Agency
Holanda		De Nederlandsche Bank	
España			CNMV
Suiza	Eidg. Bankenkommission		
Reino Unido	Financial Services Authority	Financial Services Authority	Financial Services Authority
Estados Unidos	Federal Reserve Board Office of the Comptroller of the Currency	National Association of Insurance Commissioners	Securities and Exchange Commission

Basel Committee on Banking Supervision –BCBS-Secretario General-
International Association of Insurance Supervisors-IAIS-Secretario General-
International Organization of Securities Commission –Secretario General-
European Commission (Observador)
Secretariado: Basel Committee on Banking Supervision

¹ Efectivo desde agosto de 2005. La Comisión de Valores de Ontario y la Autorité des marchés financiers (Québec)(AMF) comparten su plaza en el Joint Forum con una rotación bianual. La primera reunión a la que asistió la AMF fue en noviembre de 2005.

El Joint Forum se reúne habitualmente tres veces al año. Su presidencia es rotatoria cada dos años entre los tres comités sectoriales. El presidente participa en las reuniones del Grupo de Coordinación –formado por los presidentes y secretarios generales de los comités sectoriales (parent committees)- y en el Foro de Estabilidad Financiera. El cuadro 2 muestra la relación de presidentes del Joint Forum hasta el momento actual. El próximo mandato, que se iniciará en enero de 2008, corresponderá a un representante nominado por el Comité de Basilea.

Presidentes del Joint Forum

CUADRO 2

Actual	Dirk Witteveen ² , De Nederlandsche Bank (2006-2007)
Previos	Ian Johnston, Hong Kong Securities and Futures Commission (Jun-Dic 2005)
	Gay Huey Evans, UK Financial Services Authority (2004-June 2005)
	José María Roldán, Banco de España (2002-2003)
	Jarl Symreng, Finansinspektionen - Sweden (2000-2001)
	Alan Cameron, Australian Securities and Investments Commission (1998-1999)
	Tom de Swaan, de Nederlandsche Bank (1996-1997)

¹ Al cierre de este artículo, se ha conocido el fallecimiento del actual Presidente del Joint Forum, Dirk Witteveen, Director Ejecutivo del Banco de Holanda y último Presidente de la Autoridad de Seguros previo a su integración en el Banco de Holanda.

La CNMV es miembro fundador del Joint Forum y, además de asistir a las reuniones plenarias, ha participado activamente en los diferentes grupos de trabajo que, en su caso, han dado lugar a informes públicos o restringidos al ámbito de los supervisores.

2.2 Mandato

El último mandato bajo el que el *Joint Forum* está desarrollando su trabajo fue establecido en el año 2002. En él se incorporan los temas que deben ser objeto de estudio por este grupo, así como el papel que deben de jugar tanto los comités sectoriales –BCBS, IOCSO e IAIS- como otros grupos internacionales que comparten prioridades e intereses comunes, por ejemplo el Foro de Estabilidad Financiera. Algunos ejemplos de los temas que pueden analizarse por parte del *Joint Forum* son los siguientes:

- Evaluación y gestión del riesgo, incluyendo *risk modelling* y *stress testing*.
- Evaluación e interacción del capital económico y regulatorio.
- Principios básicos de supervisión.
- Herramientas y técnicas de supervisión.
- Gobierno corporativo.
- Prácticas en el desglose de información financiera y requerimientos de supervisión.
- Prácticas operativas de las entidades financieras: *outsourcing*, *business continuity*, etc.
- Lavado de dinero.

En líneas generales, el *Joint Forum* analiza los riesgos a los que las entidades financieras están expuestos. En concreto riesgo de crédito, riesgo de mercado, riesgo de liquidez, riesgo operacional y aquellos otros riesgos derivados de la gestión de las normas de conducta, por ejemplo riesgo legal o riesgo reputacional. En todas estas áreas, el *Joint Forum* trata de identificar las diferencias intersectoriales en la gestión del riesgo que realizan las entidades financieras. Asimismo se evalúan las técnicas de supervisión utilizadas por los reguladores, identificándose potenciales arbitrajes regulatorios y vacíos legales o funcionales en la supervisión.

En la actualidad el mandato del *Joint Forum* de 2002 se encuentra sometido a revisión para, manteniendo las líneas de trabajo anteriormente señaladas, ampliar su base de actuación. De esta manera, el principal objetivo del *Joint Forum* pasaría a ser la persecución de la estabilidad financiera promoviendo para ello un mecanismo de cooperación e intercambio de información entre los miembros de los comités sectoriales sobre temas de común interés, siendo una más la supervisión de los conglomerados financieros.

De igual modo, se remarcará en el mandato revisado la cooperación del *Joint Forum* con otros organismos e instituciones internacionales sobre materias de común interés para evitar, de esta manera, la duplicación del trabajo. La necesaria participación y colaboración de la industria financiera –una participación que no debe de ser onerosa- en los trabajos desarrollados por el *Joint Forum* es asimismo destacada.

2.3 Trabajos en curso

En la actualidad el *Joint Forum* mantiene abiertos tres subgrupos de trabajo. A continuación se recogen los objetivos, principales líneas de actuación, estado actual de los trabajos y grado de participación de la CNMV en los tres subgrupos actuales del *Joint Forum* y se comentan brevemente dos potenciales futuros mandatos:

1 Supervisión de conglomerados financieros:

Se han presentado las conclusiones preliminares, tras la recepción y análisis de las respuestas recibidas al cuestionario preparado por el grupo de trabajo sobre el grado de aceptación en las diferentes jurisdicciones de los principios del *Joint Forum* de 1999 sobre supervisión de conglomerados financieros. El Banco de España ha coordinado la respuesta de los reguladores españoles contando con la participación de la CNMV en los aspectos relativos a las empresas de servicios de inversión. Las primeras conclusiones inciden en los siguientes puntos:

- a) Un número bajo de conglomerados financieros es supervisado por cada agencia.
- b) Existe una diversidad de enfoques por parte de los reguladores en la supervisión de conglomerados
- c) Existe una dificultad elevada para establecer un nivel óptimo de capital
- d) Los supervisores se enfrentan a retos y desafíos derivados del hecho de que algunos conglomerados cuenten con la presencia de entidades no reguladas, por ejemplo *hedge funds*.

Una posible continuación del mandato para que cubra países que no son miembros del *Joint Forum* se discutirá en una fase posterior del trabajo.

2 Identificación y gestión del riesgo de concentración:

Se ha presentado el *interim report* elaborado por el grupo de trabajo sobre “Gestión del riesgo y capital” que identifica, desde una perspectiva intersectorial, la gestión e identificación del riesgo de concentración por parte de las entidades financieras, la utilización de mecanismos e instrumentos de *stress testing* y análisis de escenario, así como la actuación y prácticas de los supervisores. El informe definitivo incorporará las prácticas específicas de los supervisores y recogerá recomendaciones y observaciones.

La CNMV es miembro permanente del “Grupo de gestión del riesgo y capital” y ha participado activamente en la elaboración de este informe en coordinación con el Banco de España y recabando también información de la Dirección General de Seguros. Asimismo se ha obtenido información y mantenido entrevistas con los dos principales conglomerados financieros españoles.

3 Adecuación de la clientela -*Customer suitability*-:

El informe contempla una extensa revisión de las prácticas de la industria en la comercialización de productos financieros a clientes minoristas, así como la gestión del riesgo –legal, reputacional, operacional- que realizan las entidades. Asimismo el informe incluye una revisión de las prácticas regulatorias.

El grupo de trabajo incorporará una serie de casos de estudio que ejemplifiquen tanto la actuación de la industria como la respuesta de los supervisores. De igual modo se reforzará el aspecto intersectorial y transfronterizo en las conclusiones del informe.

La CNMV participa en el grupo de trabajo y ha coordinado su actuación con el Banco de España y la Dirección General de Seguros con objeto de presentar una perspectiva intersectorial y única de estas prácticas en España.

4 Futuros mandatos:

Recientemente el *Joint Forum* ha recibido una petición expresa del Foro de Estabilidad Financiera y ha analizado un potencial nuevo mandato. A continuación se señalan las características de las dos propuestas anteriores.

a) Transferencia de Riesgo de Crédito –*Credit risk transfer (CRT)*-:

El Foro de Estabilidad Financiera ha pedido al *Joint Forum* la actualización del informe sobre CRT de marzo de 2005 dado el exponencial crecimiento de nuevos instrumentos financieros, derivados de crédito, titulización etc. y la irrupción de nuevos participantes en los mercados financieros, por ejemplo *hedge funds*. Este trabajo, con vistas a informar al Foro de Estabilidad Financiera en su reunión de marzo de 2008 será realizado por el grupo de trabajo de gestión del riesgo y capital del que forma parte la CNMV.

b) Validación de modelos de riesgo:

Un potencial mandato sobre validación de modelos internos de riesgo de las entidades financieras fue propuesto en la última reunión plenaria del *Joint Forum*.

2.4 Trabajos e informes realizados

Cuando es considerado apropiado, el *Joint Forum* desarrolla y publica informes que reflejan las discusiones de sus miembros, bien sea en sus reuniones plenarios o en sus grupos de trabajo. Dependiendo del producto obtenido, los informes pueden ser de naturaleza descriptiva, por ejemplo cuando se pretende informar sobre una serie de prácticas, o pueden adoptar la forma de principios o guías para las entidades financieras o supervisores. Las publicaciones del *Joint Forum* reflejan el consenso de sus miembros y el apoyo de los comités sectoriales y, aunque sus principios o guías no son legalmente aplicables, sí puede afirmarse que han influido

notablemente a la hora de redactar normativa. Por ejemplo los trabajos iniciales del *Joint Forum* sobre supervisión de conglomerados financieros fueron la indudable base sobre la que se asienta la Directiva del Consejo y Parlamento Europeo relativa a la supervisión adicional de los conglomerados financieros.

A continuación se señalan algunas de las publicaciones más relevantes del *Joint Forum*²

a) Principios de alto nivel para la continuidad del negocio –*High-Level Principles for Business Continuity*. Agosto 2006: en respuesta a un requerimiento del Foro de Estabilidad Financiera, se elaboró el informe sobre Principios de alto nivel sobre continuidad del negocio en el que se señalan siete principios generales en los que puede basarse la actuación de los reguladores y las entidades financieras en la gestión de la continuidad del negocio. El informe incluye, asimismo, el análisis de distintos casos prácticos así como las lecciones aprendidas de los mismos.

b) Diferencias regulatorias y de mercado –*Regulatory and Market Differences*. Mayo 2006: en este informe se identifican y explican las diferencias regulatorias en el contexto de la convergencia de las prácticas de mercado de los conglomerados financieros. El grupo de trabajo y el documento subsiguiente se centraron en los aspectos relativos a la respuesta regulatoria a la gestión del riesgo. La principal conclusión del informe señala que las diferencias existentes plantean desafíos tanto para los conglomerados financieros como para los reguladores en relación con la evaluación y gestión de las concentraciones de riesgo así como en las transferencias de riesgo inter-grupo.

c) Gestión del riesgo de liquidez en los grupos financieros –*The Management of Liquidity Risk in Financial Groups*. Mayo 2006: este informe presenta las conclusiones del grupo de trabajo sobre las prácticas de los conglomerados financieros en la gestión del riesgo de liquidez. El informe, entre otros aspectos analiza las siguientes cuestiones: la gestión del riesgo de liquidez de los conglomerados financieros a través de diferentes jurisdicciones, sectores y filiales, el impacto en la gestión de la liquidez de la regulación y de los supervisores y la escala de los *shocks* de liquidez y las medidas que las entidades tienen implementadas para afrontarlas.

d) Transferencia de riesgo de crédito –*Credit Risk Transfer*. Marzo 2005: este informe, realizado a requerimiento del Foro de Estabilidad Financiera, con el objeto de que cubriese tres puntos: a) si los instrumentos o transacciones implican una transferencia efectiva de riesgo de crédito, b) el grado de entendimiento que tienen los participantes del mercado de estas transacciones que tienen los participantes del mercado, y c) si estas actividades conducen a una mayor concentración del riesgo fuera del sector financiero regulado y, por lo tanto, es conveniente una mayor transparencia sobre los riesgos transferidos a entidades no reguladas.

e) Subcontratación de servicios financieros –*Outsourcing in Financial Services*. Febrero 2005: el informe analiza los riesgos asociados a la transferencia de actividades esenciales de las entidades financieras a otras entidades que no están

² Todas las publicaciones de Joint Forum pueden consultarse y descargarse libremente en las páginas web de IOSCO y del BIS www.iosco.org y www.bis.org.

reguladas y que pueden estar registradas en territorios *offshore*. El informe contiene principios de alto nivel sobre *outsourcing* que son aplicables, desde una perspectiva intersectorial, a los sectores de banca, valores y seguros.

f) Desgloses de información financiera en los sectores de banca, seguros y valores – *Financial Disclosure in the Banking, Insurance and Securities Sectors*. Mayo 2004: el informe se presenta como una continuación del trabajo publicado en 2001 por el grupo multidisciplinar sobre reforzamiento de la transparencia de los riesgos financieros que asumen las entidades financieras –el denominado *Fisher II*. El informe contiene un análisis de las prácticas asumidas por la industria financiera, así como de la regulación sobre esta materia en diferentes jurisdicciones para reforzar la disciplina de mercado.

g) Tendencias en la integración y agregación del riesgo y transferencia del riesgo operacional entre los sectores financieros –*Trends in risk integration and aggregation and Operational risk transfer across financial sectors*. Agosto 2003: ambos informes han sido elaborados por el único grupo permanente del *Joint Forum*, el grupo de trabajo de gestión del riesgo y capital. El primero de los informes, tras estudiar las prácticas de 31 instituciones financieras en 12 jurisdicciones concluye que estas hacen gestión del riesgo de la institución de una manera integrada y que, habitualmente, la agregación del riesgo se realiza a través de modelos matemáticos.

El informe sobre riesgo operacional, además de recopilar las prácticas de la industria, incluye diferentes definiciones sobre riesgo operacional, así como los factores que determinan la gestión del riesgo operacional, incluyendo los requerimientos regulatorios, por ejemplo de capital, el *trade-off* entre riesgo y retorno y diversas técnicas de mitigación del riesgo.

3 El grupo 3L3

Este comité está formado por los presidentes y secretarios generales de los comités de reguladores de valores, banca y seguros de nivel 3 –CESR, CEBS y CEIOPS respectivamente- de acuerdo con el enfoque Lamfalussy. Su principal cometido consiste en analizar y, en su caso, realizar propuestas a las instituciones europeas, por ejemplo el Comité de Servicios Financieros o la Comisión Europea sobre materias de carácter intersectorial.

De acuerdo con el protocolo suscrito por los presidentes de los comités en noviembre de 2005 las áreas o líneas de trabajo del 3L3 son seleccionadas en función de tres criterios:

- a) Materias sobre las que existe un evidente un alto riesgo de arbitraje regulatorio.
- b) La cooperación intersectorial puede proveer ganancias efectivas en términos de eficacia en la supervisión.

- c) La cooperación entre los tres comités supone una ganancia real en la eficiencia de su funcionamiento.

Sin entrar en detalle en las distintas líneas de trabajo del 3L3, varias de ellas orientadas en asesorar a la Comisión Europea en la actual revisión del proceso Lamfalussy, conviene centrarse en la actuación del 3L3 en materia de regulación y supervisión de conglomerados financieros, una línea de actuación que, como se ha comentado con anterioridad, enlaza, en el ámbito europeo, con los trabajos –conglomerados financieros y estabilidad financiera- que viene desarrollando el *Joint Forum* en la última década.

En este sentido, conviene destacar las tareas que está llevando a cabo el Comité Interino de Trabajo sobre Conglomerados Financieros, en su acepción anglosajona *The Joint Interim Working Committee on Financial Conglomerates*. Este comité está trabajando, entre otras materias, en los siguientes proyectos:

- a) Identificación y *mapping* de conglomerados financiero, así como en la definición de un procedimiento marco para la cooperación en la supervisión de estas entidades financieras.
- b) Asesoramiento a la Comisión Europea en el área de los requisitos de capital, particularmente en los temas relativos a:
- Comparación intersectorial de las reglas para la elección de los instrumentos de capital.
 - Análisis sobre las consecuencias que tienen para la supervisión de los conglomerados financieros la regulación sectorial y local.
 - Elaboración de recomendaciones a los reguladores para la supervisión de los conglomerados financieros.
- c) Equivalencia en la supervisión de conglomerados financieros en otras jurisdicciones relevantes, particularmente Estados Unidos y Suiza.

La CNMV ha participado activamente en los trabajos realizados por el 3L3 en coordinación con el Banco de España y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, por ejemplo en la equivalencia en la supervisión de conglomerados financieros o gestión del riesgo de liquidez por parte de las entidades financieras y su tratamiento regulatorio.

4 Conclusiones

El nuevo contexto financiero mundial caracterizado, entre otros aspectos, por una creciente integración financiera y la actuación transfronteriza de un número significativo de entidades, aconseja reforzar y mejorar la supervisión financiera en general y la prudencial en particular.

En este escenario, la respuesta de los reguladores ha ido encaminada básicamente a promover la coordinación y cooperación entre los distintos supervisores nacionales. Es en este sentido donde cabe destacar la actuación de los grupos de trabajo intersectoriales compuestos por representantes de los tres sectores financieros: banca, valores y seguros, entre los que conviene señalar al *Joint Forum* en el ámbito global y al *3L3* en el ámbito europeo.

La actuación de estos grupos de trabajo es si cabe más necesaria dado el actual proceso de implantación en los ordenamientos jurídicos nacionales de la normativa internacional sobre requisitos de capital de las entidades financieras y de seguros, conocidas respectivamente como Basilea II y Solvencia II. Estas normas comunes de actuación promueven una mayor disciplina de mercado y refuerzan el papel de los reguladores a la hora de aprobar los modelos internos de gestión del riesgo de las entidades financieras.

Los trabajos –fundamentalmente informes– que realizan tanto el *Joint Forum* como el *3L3* en sus respectivos ámbitos geográficos de actuación pueden contener recomendaciones, guías, etc. que no forman parte de la normativa aplicable y exigible. Sin embargo, las instituciones a las que habitualmente reportan estos dos grupos: comités sectoriales y, particularmente, el Foro de Estabilidad Financiera en el caso del *Joint Forum* y la Comisión Europea en lo referido al *3L3* pueden utilizar la información o asesoramiento recibido para redactar nueva legislación o simplemente sugerir líneas de actuación que a la larga pueden llegar a convertirse en códigos de conducta.

En un escenario regulatorio caracterizado por continuas apelaciones a una mejor regulación y en el que la regulación basada en principios y no en normas detalladas parece que está siendo asumida coyunturalmente, las aportaciones que realizan los grupos de trabajo intersectoriales cobran todavía mayor importancia.

Por último, habría que señalar que la creciente participación de la CNMV en estos foros intersectoriales permite reforzar la colaboración de esta institución con los otros dos reguladores financieros españoles: el Banco de España y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones en la medida que los informes del *Joint Forum* y el *3L3* contienen una visión integrada de la regulación y supervisión financiera en España.

IV Novedades regulatorias

El análisis financiero y las normas de conducta: el recorrido regulatorio hasta la MiFID

Ester Martínez Cuesta (*)

(*) Ester Martínez Cuesta pertenece a la Dirección de Relaciones Internacionales de la CNMV.

1 Introducción

La información es la savia de los mercados modernos de capitales¹. Esto significa que un adecuado flujo de información, rigurosa y puntual, entre los participantes de los mercados es el motor de la confianza de los inversores y, en consecuencia, el motor del flujo de capitales hacia la inversión.

Sin embargo, el ingente volumen y complejidad de los datos e información disponibles sobre los valores cotizados, que incluyen estados financieros de los emisores, estadísticas macroeconómicas de los países, e informes con tendencias comerciales y de negocio de una gran diversidad de fuentes privadas, pueden llegar a abrumar y confundir a los inversores. Es muy difícil que cualquier inversor no especialista pueda procesar adecuadamente por sí solo toda esta información, y llegar a conclusiones correctamente fundamentadas sobre las que basar sus decisiones de inversión. En consecuencia, los analistas financieros juegan un papel fundamental en la relación entre las empresas emisoras de instrumentos financieros y los inversores, tanto institucionales como minoristas.

Los analistas financieros² estudian las empresas, sus negocios y los sectores en los que actúan, analizan una gran disparidad de datos y estadísticas disponibles “en bruto” y, con frecuencia, también realizan predicciones y recomendaciones para comprar, vender o mantener en cartera un valor. Los inversores ven a los analistas como expertos profesionales que constituyen una fuente muy importante de información procesada sobre las empresas emisoras y confían en su asesoramiento.

Pero no sólo los inversores se benefician del análisis financiero. También los emisores y los mercados en los que se negocian sus valores se benefician del incremento de la transparencia que implica la difusión de información a través de los informes publicados.

Sin embargo, los analistas que trabajan en entidades de servicios de inversión de carácter multidisciplinar con frecuencia se enfrentan a conflictos de interés que interfieren en la objetividad de su análisis. Como se explica a lo largo de este artículo, estos conflictos surgen porque las empresas de inversión a menudo juegan muchos y variados papeles con intereses potencialmente conflictivos entre sí, como por ejemplo la intermediación de valores para minoristas junto con la actividad por cuenta propia y a la vez el aseguramiento y la colocación de emisiones. Muchos analistas trabajan en organizaciones asistiendo o asesorando a todas estas actividades en conflicto, lo que puede comprometer su independencia y sesgar sus recomendaciones. Cuando los conflictos perjudican seriamente la

1 John C. Coffee jr.

2 En la terminología anglosajona el servicio es comúnmente denominado con carácter general “*investment research*”, y a los analistas se les puede encontrar con las siguientes denominaciones: “*financial analyst*”, “*securities analyst*”, “*research analyst*”, “*equity analyst*”, “*investment analyst*”.

objetividad del análisis, éstos pueden llegar incluso erosionar la confianza de los inversores lo que, potencialmente, también perjudica al mercado en general como se ha observado a partir de ciertos escándalos en Estados Unidos con gran repercusión mediática internacional.

No obstante la importancia de los conflictos de interés a los que se ven sometidos los analistas, la problemática del servicio financiero de análisis tiene otra dimensión relacionada con la protección de la integridad del mercado, en la medida en que de las recomendaciones de los analistas resulta un innegable impacto en el proceso de formación de precios en los mercados de valores. En consecuencia, si bien los informes de los analistas no constituyen información privilegiada, su tratamiento como información sensible o relevante de cara a una correcta formación de los precios también debe ser tenido en cuenta.

Todo lo anterior ha sido objeto de estudios e investigaciones profundas durante los últimos diez años por parte de instituciones reguladoras de los mercados financieros como la Securities and Exchange Comisión (SEC) americana y la Comisión Europea, organismos internacionales como la Internacional Organisation of Securities Commissions (IOSCO) y el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR), incluso el mundo académico, instancias judiciales y penales. En los apartados a continuación se desarrollan los principales contenidos y conclusiones de estos estudios, que finalmente han dado lugar a iniciativas regulatorias no exentas de polémica tanto en los Estados Unidos como en la Unión Europea.

El objetivo de este artículo es contextualizar el desarrollo de las nuevas normas comunitarias que regulan el servicio de análisis financiero y que son básicamente dos Directivas de nivel 2:

- La Directiva 2003/125/EC sobre presentación de recomendaciones de inversión y la divulgación de conflictos de interés en los informes de análisis (de desarrollo de la Directiva contra el Abuso de Mercado³), y
- La Directiva 2004/39/EC relativa a los requisitos organizativos y condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión, (de desarrollo de la MiFID⁴).

2 Algunas particularidades de la profesión

2.1 Principales aspectos característicos

La profesión de analista financiero tiene una serie de connotaciones y características que deben ser tenidas en cuenta cuando se evalúa la necesidad de regularla.

³ Directiva de nivel 1, 2003/6/EC sobre información privilegiada y manipulación de precios.

⁴ Directiva de nivel 1, 2004/39/EC, relativa a los mercados de instrumentos financieros que deroga la Directiva de Servicios de Inversión (DSI).

1. Grado de desarrollo

- Es una profesión relativamente joven, que se inicia en torno a los años 20.
- Existe un número escaso de profesionales si se compara con otros cuerpos como por ejemplo el de los auditores de cuentas o los abogados. Los analistas adscritos al Instituto CFA⁵ en 2006 eran 75.000 en todo el mundo⁶, mientras que sólo el número de personas que practican la abogacía en los Estados Unidos era de un millón ya en 2003. El número de miembros del Instituto Español de Analistas Financieros ascendía a 1.307 en 2006⁷.
- A diferencia de la auditoría de cuentas, para la elaboración y difusión de análisis financiero sobre compañías no existen unos “principios generalmente aceptados”, por lo que su elaboración no está sometida a unas determinadas normas de calidad.

2. Requisitos de acceso

No se precisa de un título o acreditación académica para acceder a la profesión, que se desarrolla a partir del mérito y bagaje profesional. No obstante, con carácter general los analistas cuentan habitualmente con una combinación de titulaciones universitarias junto con estudios de especialización de post-grado tales como el CFA (“Chartered Financial Analyst”), el CPA (“Certified Public Accountant”), o el CIIA (Certified International Investment Analyst)⁸, más cierta experiencia en los sectores que cubren.

Según un estudio comparativo llevado a cabo en 2003 por IOSCO entre sus miembros, los reguladores no exigen ni una titulación específica ni un sistema particular de registro de analistas. Sólo una de las jurisdicciones que participaron en el estudio afirmaba contar con un examen sobre conocimientos generales del sector y la regulación. Otras jurisdicciones reconocieron que estaban estudiando la posibilidad de exigir el registro y la acreditación de una determinada titulación para el ejercicio profesional de la actividad de analista financiero. En el estudio también se afirmaba que muchos analistas prefieren adherirse voluntariamente a asociaciones nacionales o internacionales, o incluso instituciones con códigos de autorregulación (SRO), para lo cual han de acreditar determinados conocimientos y experiencia, o incluso obtener una titulación y pasar determinados exámenes como condición para ser miembro.

Hoy día tampoco es una práctica habitual de los reguladores exigir que los analistas difundan sus titulaciones o currículum vitae, pero algunas asociaciones y SRO lo hacen a través de sus páginas web en Internet junto con los informes financieros firmados por el analista.

5 Chartered Financial Analyst.

6 Estimaciones según datos del CFA Institute, www.cfainstitute.org.

7 Según memoria anual del 2006.

8 Página web del Instituto Español de Analistas Financieros, IAE, www.iae.es

3. Supervisión

En el estudio de IOSCO también se puso de manifiesto la existencia de una gran disparidad de sistemas de supervisión y ámbitos de actuación entre los supervisores. No todas las jurisdicciones analizadas contaban con mecanismos de supervisión, y en muchas variaba en función de la situación, funciones, tipo de empresa empleadora y actividades del analista. Los mecanismos de supervisión existentes se pueden catalogar en cuatro grandes grupos:

- a) Desarrollados por las propias firmas que contratan analistas.
- b) Bajo la responsabilidad de SRO.
- c) Con la participación de algunas instituciones gubernamentales o autoridades supervisoras.
- d) A iniciativa de asociaciones profesionales.

Para complicar el escenario, el estudio de IOSCO reconocía que tanto la profundidad del control y la supervisión ejercida en cada caso, como la coordinación entre supervisores se encontraban sujetos a una revisión profunda en varias de las jurisdicciones estudiadas. Como parte de esta revisión, algunas jurisdicciones habían promulgado, o estaban en vías de promulgar, normas de obligado cumplimiento sobre el tratamiento de los conflictos de interés de los analistas. En cualquier caso, en 2003 prácticamente ningún país había regulado específicamente la prestación de este servicio o la actividad profesional de los analistas y el contenido de la escasa regulación existente era de carácter genérico e indirecto: normas de conducta y buenas prácticas, requisitos organizativos de las empresas, leyes prohibiendo el abuso de información privilegiada o la difusión de información falsa y engañosa.

2.2 Tipos de analistas financieros y sistemas de remuneración

Antes de profundizar en los acontecimientos y causas que motivaron las diferentes iniciativas regulatorias desarrolladas a partir del 2000 es preciso profundizar en la tipología de analistas pues, como se verá a continuación, existen diferentes tipos de analistas que trabajan en contextos y con problemática muy distinta, lo que condiciona de forma significativa su independencia y los objetivos perseguidos.

Los analistas financieros suelen ser contratados de alguna de las tres siguientes maneras:

- La mayoría (se estima que un 60%⁹) trabajan en el *buy-side*, es decir, son contratados y remunerados por inversores institucionales tales como instituciones de inversión colectiva, fondos de pensiones o *hedge funds*. El

⁹ Estimaciones según datos del CFA institute, www.cfainstitute.org.

papel del analista es emitir informes y recomendaciones que no son distribuidas a terceros, pues sirven de base para la toma de decisiones de inversión por parte de gestores de carteras de las propias entidades o grupos financieros para los que trabajan. En este caso se entiende que los intereses del analista están alineados con los de sus empleadores y los de sus clientes, por lo que no existe una percepción generalizada de que este análisis esté contaminado por los conflictos de interés que se describen en el siguiente capítulo de este artículo. Adicionalmente, como los informes del *buy side* no son de difusión pública, normalmente tampoco se vinculan a problemas relacionados con la correcta formación de precios o con prácticas de abuso de mercado.

- Otra parte importante de los analistas (se estima que en torno a un 30%¹⁰) trabaja en el *sell-side*. Sus empleadores son grandes firmas de inversión de carácter multidisciplinar, es decir, que también prestan diversidad de servicios de inversión o financieros con carácter general. Los informes de estos analistas son divulgados por escrito y físicamente distribuidos entre clientes. Estos informes no sólo analizan la información públicamente disponible sobre un valor, normalmente también concluyen con recomendaciones o estrategias de inversión sobre los valores analizados, realizan predicciones sobre su evolución futura y pueden incluir precios aconsejados u objetivos (*price target*).

En el estudio de IOSCO anteriormente mencionado muchas jurisdicciones reconocen que los analistas también cooperan de forma muy directa con otros departamentos, aportando ideas para generar negocio, evaluando compañías objetivo o asesorando sobre estrategias de captación de clientes y de venta de productos o servicios. Entre las actividades que los analistas *sell-side* realizan para sus organizaciones se encuentran el apoyo a los departamentos de banca corporativa, la asistencia técnica en iniciativas comerciales de las empresas sobre determinados valores o emisores, el asesoramiento a los departamentos de gestión de carteras propias o de terceros y la realización de presentaciones públicas o privadas, a clientes o al personal de la entidad (vendedores, operadores de las mesas de contratación, etc.).

Como consecuencia de todas estas funciones adicionales, los analistas interactúan permanentemente con otros departamentos, comerciales o de negocio, que directa o indirectamente soportan los costes del análisis y la retribución del analista, por lo que es habitual que esta situación provoque la existencia de una serie de conflictos de interés en el seno de las organizaciones. Estos conflictos pueden llegar a perjudicar seriamente la independencia del analista durante el proceso de desarrollo de su análisis, como así se ha puesto de manifiesto en escándalos públicamente reconocidos en los Estados Unidos que se describen en los capítulos a continuación.

- Finalmente, un grupo muy reducido pero creciente (aproximadamente un 10%¹¹), trabaja por su cuenta o en el *sell-side*, contratados por intermediarios independientes de mediano y pequeño tamaño que no prestan servicios de

¹⁰Estimaciones según datos del CFA institute, www.cfainstitute.org.

¹¹Estimaciones según datos del CFA institute, www.cfainstitute.org.

banca corporativa, servicios que, como se verá más adelante, son los que generan los conflictos más importantes con la actividad de análisis. Son los llamados “analistas independientes”.

Una parte de estos analistas venden sus informes, de manera que son directamente retribuidos por su actividad principal y, en consecuencia, cuentan con importantes incentivos para que su producto sea de calidad, objetivo e imparcial. Cuando la remuneración del analista no procede directamente de la venta de sus informes, aunque pueda parecer que los analistas que trabajan para intermediarios “independientes” y no prestan servicios de banca corporativa están exentos de la presión de conflictos de interés que perjudiquen su independencia, esto no es del todo cierto y así se pone de manifiesto en el apartado en el que se enumeran los tipos de conflictos de interés.

Normalmente los analistas de tipo *buy side* cubren un mayor número de compañías, en muchas ocasiones a través de la comparación entre evaluaciones efectuadas por otros analistas independientes o del *sell-side*. Estos últimos suelen especializarse por sectores, pero casi nunca cubren todas las compañías de todos los sectores.

También se observa que, de forma mayoritaria, el análisis que se publica no está directamente retribuido por el inversor que lo recibe, es decir, generalmente los informes no se venden como un producto diferenciado de otros productos o servicios financieros. En consecuencia, los departamentos de análisis financiero son percibidos como centros de coste, habitualmente remunerados de forma subsidiaria por otros departamentos de las instituciones financieras en las que se integran, y su retribución está vinculada a las cifras de negocio generadas a partir de la prestación de otros servicios como la intermediación, la gestión de carteras, la banca corporativa o banca privada de inversiones¹². En ocasiones los analistas son contratados como una especie de “reclamo publicitario” cuando la institución financiera consigue fichar a un “gurú” de reconocido prestigio nacional o internacional.

Aunque como ya se ha mencionado los profesionales de este sector son escasos en número, su capacidad de influencia y valoración profesional han sido históricamente elevadas. Estudios americanos recientes destacan que un analista con cinco años de experiencia puede llegar a ganar entre 400 y 500 mil dólares. Un analista de dilatada experiencia y reconocido prestigio puede alcanzar hasta los 2.5 millones de dólares.

Por último, existen también otras empresas que difunden análisis tales como revistas especializadas, periódicos, agencias de difusión de valoraciones de consenso y que consolidan la información, como por ejemplo Multex. Com inc o Thomson Financial. No obstante, este grupo de difusores de análisis financiero no son objeto de tratamiento en este artículo, pues tampoco han sido objeto de especial tratamiento por parte de los reguladores internacionales.

¹² Denominaciones comúnmente utilizadas para los servicios relacionados con fusiones, adquisiciones, colocaciones o aseguramiento en ofertas públicas para grandes instituciones. A lo largo del artículo se utilizará el término “banca corporativa” para referirnos a los departamentos de las instituciones financieras que prestan este tipo de servicios.

3 Conflictos de interés a los que se ven sometidos los analistas financieros

Como ya se ha comentado, los analistas del “sell-side” trabajan en un entorno en el que los conflictos de interés y la presión de la competencia son algo inherente. Por un lado, las instituciones financieras quieren que sus clientes tengan éxito con sus inversiones a lo largo del tiempo, porque el mantenimiento de los clientes es una pieza clave para la reputación a largo plazo de las empresas y el éxito de su negocio. El mantenimiento de un equipo de analistas que es respetado por su objetividad, la calidad del análisis y las recomendaciones es un activo muy valioso para una institución financiera. Sin embargo, el resto de las actividades de la institución pueden ser una fuente de influencia indebida, presiones e incentivos para la emisión de recomendaciones que entran en conflicto con los intereses de parte de sus clientes. A continuación se describen las distintas fuentes de conflictos de interés a los que están sometidos los analistas.

3.1 Conflictos internos por la influencia de otras actividades y servicios financieros

3.1.1 Generación de comisiones de intermediación

No es habitual que los intermediarios vendan el análisis que producen y, por tanto, su difusión no les genera ingresos directos. Esto provoca que la mayoría de las entidades que cuentan con departamentos de análisis generen comisiones por las operaciones de intermediación cobradas a sus clientes, a la vez receptores de las recomendaciones de sus propios analistas. En estos casos el análisis funciona como una especie de “reclamo publicitario” para la generación de otro tipo de negocio como es la intermediación, que incluye servicios que van desde la mera recepción y transmisión de órdenes, hasta la ejecución de las órdenes en los mercados y su posterior liquidación. Todos estos servicios son una fuente importante de ingresos.

En línea con lo anterior, es más probable que los analistas generen comisiones de intermediación para su empresa si emiten recomendaciones positivas o de compra que si recomiendan la venta de un valor. Esto se produce porque cualquier inversor potencial puede seguir una recomendación de compra, mientras que las de venta sólo serán seguidas por aquellos clientes que tengan el valor en su cartera o que estén dispuestos a correr el riesgo de una venta en descubierto. La audiencia para una recomendación de compra es mucho más amplia que la de venta y, por tanto, la recomendación de compra incrementa las probabilidades de obtención de comisiones de intermediación frente a la de venta.

En consecuencia, los analistas de empresas financieras que dependen sustancialmente de comisiones de intermediación se verán condicionados y serán muy cautos antes de emitir recomendaciones que puedan perjudicar seriamente el negocio del que depende la viabilidad futura de su empleador.

Como ya se ha dicho no es frecuente que el análisis financiero sea remunerado como un servicio de inversión en sí mismo. En este sentido, la ausencia de una

separación clara entre las tarifas y comisiones correspondientes a los servicios de intermediación y el análisis¹³ también genera otro tipo de problemas. Por ejemplo, los gestores de carteras necesitan el análisis para desarrollar su trabajo y, por otro lado, pueden generar lucrativas comisiones de intermediación que remuneren indirectamente también el coste del análisis que reciben. Cuando los gestores no cuentan con equipos propios de analistas, la falta de transparencia en la remuneración de los diferentes servicios implica que en ocasiones los gestores no busquen para sus clientes la empresa más eficiente en términos de intermediación, sino la que cuente con analistas que cubran sus carencias, necesidades o expectativas a la hora de justificar frente a sus clientes las decisiones de inversión tomadas. Por lo tanto, la capacidad de los gestores de generar cuantiosas comisiones de intermediación, unida a la ausencia de transparencia respecto a los servicios que realmente se están remunerando no sólo distorsionan el adecuado proceso de selección de intermediarios por parte del gestor, sino que pueden influir significativamente en las recomendaciones de un analista afectando su independencia.

3.1.2 Actividad de banca de inversiones o banca corporativa

A pesar de que tradicionalmente han sido una de las principales fuentes de ingresos de las empresas de servicios de inversión, es cierto que hoy en día las comisiones por los servicios recepción, transmisión y ejecución de órdenes son cada vez más reducidas. La feroz competencia entre instituciones financieras, así como el desarrollo de nuevas tecnologías que facilitan el acceso remoto a los mercados, están produciendo cierto grado de desintermediación, transformando el servicio puro de *brokerage* en un servicio con escaso valor añadido para determinados clientes, y por el que es cada vez más difícil cobrar comisiones rentables.

IOSCO destacaba en 2003 que la banca corporativa puede ser una fuente de negocio muy lucrativo en instituciones financieras de carácter multidisciplinar. Lo anterior ha provocado una migración del servicio de intermediación pura hacia la oferta de servicios de asesoramiento corporativo en fusiones y adquisiciones o el aseguramiento de emisiones a grandes clientes, todo ello junto con el atractivo de contar con analistas financieros “estrella” que puedan a la vez influir en la valoración positiva de las compañías asesoradas por parte de sus potenciales inversores.

Tradicionalmente se ha evidenciado que las recomendaciones de los analistas son especialmente sensibles cuando se siguen valores cuyos emisores también son buenos clientes de la institución o grupo al que pertenecen. Los analistas pueden entonces llegar a convertirse en una pieza clave del “equipo” de banca corporativa o de inversión, equipos que esperan que las recomendaciones e informes del analista incorporado sean favorables a su cliente. Se produce entonces un conflicto entre los intereses de los clientes de banca corporativa frente a los intereses de otros inversores que son clientes de intermediación o con carteras gestionadas, pues de los informes de los analistas muchas veces depende el éxito de una oferta pública y el posterior comportamiento del valor asegurado.

¹³ En terminología anglosajona *bundled brokerage and soft comisión arrangements*.

La presión ejercida por el equipo de banca corporativa puede incluso forzar al analista a no emitir informes si éstos no pueden ser favorables, e incluso a utilizar en estos informes terminología o expresiones confusas que enmascaren u oculten datos o información relevante para el inversor.

Según el informe IOSCO, los analistas utilizan a menudo una gran variedad de términos para describir sus recomendaciones que en la jerga anglosajona más común pueden ser por ejemplo: *buy*, *strong buy*, *near-term* o *long-term accumulate*, *near-term* o *long-term over-perform* o *under-perform*, *neutral*, *hold*, etc.. El significado de estos términos difiere de una empresa a otra y, en algunos casos, ocultan un “código” para inversores sofisticados que los interpretan de forma diferente a como lo hace un inversor minorista. Por ejemplo, una recomendación que indique “mantener” puede ser interpretada por profesionales expertos como una “venta” enmascarada, dependiendo del enfoque del resto del informe de análisis que sustente la recomendación. Pero un inversor minorista y no profesional tan sólo interpretará que debe mantener el valor en su cartera.

En definitiva, los analistas que trabajan en instituciones con una importante actividad como aseguradores de valores siempre estarán más motivados hacia recomendaciones optimistas de compra sobre los valores asegurados que para las de venta.

3.1.3 Gestión de la cartera por cuenta propia y por cuenta de clientes

Estos conflictos surgen porque los analistas están cubriendo valores que forman parte de la cartera de la institución a la que pertenecen o a carteras de terceros gestionadas por ésta.

Los conflictos anteriormente descritos respecto a los servicios de intermediación o banca corporativa se reproducen también en este caso. Como sus informes pueden comprometer el comportamiento futuro de los valores en cartera, los analistas pueden verse presionados por los gestores y tener cierta inclinación hacia recomendaciones que no perjudiquen el precio de valores de la cartera propia o de las carteras de sus principales clientes gestionados.

3.2 Conflictos personales del analista

3.2.1 Gestión de la cartera propia del analista

Los analistas pueden emitir o mantener recomendaciones favorables sobre un valor porque ellos mismos lo poseen. En un estudio realizado por la SEC americana en 2001 se detectó que casi un tercio de los analistas observados habían invertido en valores que posteriormente fueron objeto de ofertas públicas de venta de cuya cobertura se encargaron los mismos analistas. El estudio también detectó que el seguimiento y control de las inversiones de los analistas por parte de sus empleadores había sido muy pobre. Otro hecho sorprendente fue que los analistas con frecuencia operaban con valores de forma incoherente respecto a las recomendaciones efectuadas por ellos. Por ejemplo, vendiendo valores a la vez que recomendaban su compra. Este hecho podría ser

consecuencia de la presión adicional del emisor de los valores sobre el analista, que provocaba que éste emitiera recomendaciones en las que él mismo no creía. Por otro lado, las recomendaciones de compra contrarias a una operativa de venta también pueden significar que el analista pretende sacar partido de la posible subida de precio generada por su recomendación, comprando el valor objeto de análisis antes de que éste sea difundido. Esta práctica es la que comúnmente se denomina como *dealing ahead*.

3.2.2 Sistema retributivo y la ubicación jerárquica del analista

Todos los estudios realizados hasta la fecha reconocen que los sistemas retributivos y de dependencia jerárquica de los analistas son una fuente muy importante de conflictos de interés que dañan su independencia y contaminan la objetividad de su análisis.

Según el estudio de IOSCO, los sistemas retributivos pueden ser complejos y varían mucho dependiendo de las jurisdicciones pero se observó que casi siempre tenían un componente fijo y otro variable o *bonus*. En algunos casos, las empresas tienen en cuenta múltiples factores a la hora de fijar la remuneración de un analista, que pueden variar desde su posición en un ranking, al comportamiento de sus recomendaciones y su nivel de aciertos, pasando por los ingresos generados por las actividades de banca corporativa y de inversiones o de intermediación que puedan ser atribuidos al analista o el beneficio global de la institución financiera en su conjunto.

En el estudio se presentaban casos en los que las empresas vinculaban de forma directa y muy significativa los resultados de la actividad de banca corporativa al analista que cubría ciertas compañías, que su vez eran clientes de estos departamentos. Por ejemplo, en algún caso analizado las empresas estipulaban un sistema de *bonus* en los contratos de los analistas de manera que esta retribución variable era calculada en base a los beneficios generados por determinados departamentos o líneas de negocio específicas. También se analizaron algunos sistemas en los que las empresas premiaban por la vía salarial la “colaboración” con otros departamentos o grupos dentro de la institución, incluido el departamento de banca corporativa. En otros casos, las vinculaciones entre la retribución de los analistas y los resultados de otras líneas de negocio no era totalmente explícita en contrato, pero existía una percepción generalizada entre el personal sobre la presencia de esta vinculación.

La responsabilidad sobre la fijación de los *bonus* de los analistas también difería entre los casos analizados, así como la definición del momento y de las personas o departamentos que debían ser receptores de sus informes. También se analizaron casos en los que, con anterioridad a su difusión, los informes de los analistas quedaban sujetos a la opinión y sugerencias de otras líneas de negocio.

Sobre todo lo anterior sólo cabe concluir que quien paga manda, y quien paga más manda más, por lo que el sistema de remuneración e incentivos directos de los analistas deben ser particularmente considerados como un factor determinante de su actuación objetiva e independiente. En consecuencia, los reguladores se han mostrado especialmente preocupados tanto por el sistema de financiación del análisis como por los sistemas de remuneración salarial de los analistas.

3.2.3 Consenso del mercado

Es cierto, y en el caso Enron así se observó, que los analistas son muy reacios a darse prisa en difundir malas noticias o advertencias preocupantes sobre compañías. Esto puede deberse a que un analista tiene mucho más miedo al error individual que a la equivocación colectiva, por lo que existe una aversión muy importante a ser el primero en emitir recomendaciones contrarias al consenso, sobre todo si además el consenso es positivo respecto a una compañía.

Diversos estudios concluyen que la evidencia empírica demuestra que muchos analistas están muy condicionados por el consenso y son muy proclives a mantener recomendaciones que no lo rompan.

3.3 Conflictos por influencia del emisor del valor sujeto a análisis

Incluso si el emisor del valor objeto de análisis no es un cliente, el analista será muy cauto respecto a emitir recomendaciones desfavorables, pues necesita mantener su buena relación con los gestores de las compañías analizadas a fin de no perder un acceso que es fuente vital de información para desarrollar adecuadamente su trabajo. Ha sido habitual que algunos emisores facilitasen información de forma selectiva a analistas “amigos” con anterioridad a su difusión al público en general. También se ha observado que algunos emisores cortan el acceso y evitan a determinados analistas en presentaciones públicas, o simplemente no responden a sus preguntas telefónicas. El miedo a esta especie de aislamiento profesional puede condicionar la objetividad de la recomendación de un analista, sobre todo en compañías muy importantes o potencialmente generadoras de un gran volumen de negocio.

En el estudio de IOSCO se destaca que algunas compañías reconocen que negarían a un analista el acceso a información o a sus gestores si éste difundiese informes desfavorables o perjudiciales a sus intereses.

3.4 Conflictos generados por los inversores

Una parte muy significativa de las comisiones de intermediación son generadas por grandes clientes con carteras muy voluminosas, respecto a las que es difícil deshacer posiciones a corto plazo. Por ello, estos clientes no ven con buenos ojos una recomendación de venta de un analista, sobre todo si les coge por sorpresa y además puede precipitar la caída de un valor en el que están fuertemente posicionados.

Adicionalmente, lo anterior puede provocar que estos grandes clientes presionen al analista para que les entregue informes de venta de forma anticipada, de manera que puedan reaccionar antes de que el público minorista en general tenga acceso a una recomendación que pueda generar un comportamiento de pánico y salida masiva que perjudique sus inversiones en cartera.

4 Una cadena de escándalos y de reacciones regulatorias

Posiblemente consecuencia de, por un lado, la ausencia de normas o principios generalmente aceptados y, por otro, de códigos de conducta para el desarrollo de la profesión, unido a la inexistencia de una tutela supervisora verdaderamente eficaz, junto con un entorno de conflictos de interés que indudablemente afectan a los analistas, durante los años 90 y 2000 se produjeron una serie de denuncias contra instituciones financieras que no sólo tuvieron gran repercusión mediática, también iniciaron el camino hacia un nuevo régimen normativo y supervisor.

4.1 Algunos ejemplos con gran repercusión mediática¹⁴

- Ya en 1992, el Wall Street Journal publicó un memorando interno firmado por el responsable del departamento corporativo de Morgan Stanley en el que se instruía a los empleados de la compañía, incluido el departamento de análisis financiero, para que no se realizasen comentarios negativos o controvertidos sobre sus clientes.
- Posteriormente y a raíz del derrumbe que se produjo en el 2000 con la burbuja de las “punto com” de Internet, muchos periodistas señalaron a afamados analistas financieros porque no habían modificado sus recomendaciones de compra de compañías en caída libre, que incluso habían perdido hasta un 80% de su valor en los mercados.
- En el 2001 un grupo de clientes denunciaron a Merrill Lynch, alegando que las recomendaciones de un analista, Henry Blodget, habían estado contaminadas por conflictos de interés y el deseo del analista de incrementar su remuneración mediante su apoyo a la división de banca corporativa. Este caso llamó la atención del Fiscal General de Nueva York, Eliot Spitzer que, tras un profundo análisis de los correos electrónicos cruzados entre empleados de la compañía, evidenció que el apoyo entusiasta y público del equipo de analistas hacia algunas empresas de Internet se contradecía claramente con el contenido de ciertos correos electrónicos de la misma época, en los que se ponía de manifiesto una valoración muy negativa de estas mismas empresas.

Spitzer no sólo culpó a Merrill Lynch de deslealtad frente a los inversores, sino también de no haber declarado públicamente los conflictos de interés a que estaba sometido su departamento de análisis respecto al de banca corporativa, pues los analistas actuaban casi como empleados del otro departamento, viéndose forzados a cubrir a determinadas compañías con el objetivo de favorecerlas, en detrimento de los intereses de los inversores receptores de sus recomendaciones. Pero Spitzer también encontró correos electrónicos de analistas que manifestaban sentirse incómodos y culpables sabiendo que sus recomendaciones harían perder dinero a inversores no profesionales, pero que lo hacían presionados por el miedo a las reacciones de sus directivos.

¹⁴ www.cnnmoney.com; www.wikipedia.org; www.securitiesstandford.edu; www.dummies.com; www.SecuritiesFraudFYI.com

- A partir del caso Merrill Lynch, el resto de las principales firmas americanas que realizaban aseguramiento de emisiones fueron investigadas por Spitzer, la SEC, la NASD¹⁵ y la Bolsa de Nueva York. Estas investigaciones fueron profundas y controvertidas pues pusieron de manifiesto que las irregularidades y conflictos de interés observados en el caso Merrill Lynch se reproducían también en el resto de las instituciones investigadas. Detectados los problemas y tras una serie de largas negociaciones, en abril de 2003 los diez principales aseguradores de emisiones llegaron a un acuerdo que denominaron Global Settlement. Una parte del acuerdo implicó el pago de cuantiosas multas. La otra parte fue un compromiso para establecer medidas que resolviesen los conflictos de interés entre los departamentos de análisis y banca corporativa. Estas medidas incluían el establecimiento de murallas chinas, y la puesta a disposición de los clientes de análisis externo independiente ajeno a sus propios analistas.
- En 2002 se iniciaron investigaciones a Salomon Smith Barney, la división de banca corporativa de Citigroup. De nuevo, determinadas recomendaciones y valoraciones de empresas eran sospechosas de estar contaminadas por el deseo de Salomon de captar y mantener clientes importantes para operaciones de banca corporativa. Jack Grubman, el buque insignia de los analistas de empresas de Internet en Salomon, mantuvo valoraciones muy elevadas en empresas de telecomunicaciones durante el derrumbe de este sector en 2001.

Cuando Grubman comenzó a rebajar sus estimaciones cambiando sus recomendaciones de compra por recomendaciones de tipo “neutro” sobre compañías que casi no tenían ningún valor, los inversores ya habían perdido millones de dólares. El caso no sólo giró en torno al escepticismo respecto a la integridad de las valoraciones realizadas. Los investigadores también se preguntaron por qué el Consejero Delegado de Salomon Smith Barney y algunos altos cargos de sus clientes obtuvieron millones de dólares a partir de un posicionamiento privilegiado en determinadas ofertas públicas de valores, una de ellas sobre World Com.

- Mary Meeker, analista de Morgan Stanley, también se vio involucrada en un caso similar relacionado con elevadas valoraciones sobre empresas objeto de ofertas públicas de venta. Meeker asesoró a Morgan Stanley respecto a las ofertas públicas en las que actuaban como aseguradores. Sus informes habían gozado históricamente de un reconocido prestigio, pero cuando las acciones empezaron a caer Meeker seguía manteniendo elevadas valoraciones que eran incoherentes respecto al valor real de las compañías. No sólo la SEC investigó el caso que ha sido recientemente concluido, Morgan Stanley también ha sido objeto de demandas por parte del conglomerado francés de productos de lujo Moët Hennessy Louis Vuitton (LVMH) que, además, les acusa de publicar análisis sesgado y parcial que benefició a su principal competidor, la firma italiana fundada en 1923 por el artesano Guccio Gucci (GUCCI).

¹⁵La National Association of Securities Dealers, es una asociación responsable de la autorregulación de la industria del mercado de valores en Estados Unidos supervisada por la SEC americana.

- Uno de los casos más recientes que han puesto en entredicho la objetividad y calidad del análisis divulgado se ha producido en España respecto a las valoraciones de la empresa Vueling realizadas, entre otros, por Morgan Stanley. Las acciones de Vueling se desplomaron en el parqué el 11 de septiembre de 2007 más de un 8%, minutos después de conocerse que el banco de inversión Morgan Stanley, que asesoró a Vueling en su salida a bolsa el 1 de diciembre, reducía drásticamente su valoración a diez euros por acción, tres veces menos que el precio que estableció para la OPV, 30 euros. El banco de inversión se unía así a otras entidades, entre las que están también las otras dos colocadoras de la OPV de Vueling, como JP Morgan y Goldman Sachs, que redujeron recientemente la valoración de los títulos de la aerolínea. La primera situó el precio objetivo en 17 euros, en su último informe del tres de agosto, y la segunda, en 20 euros. Tanto Morgan Stanley como Goldman han sido contratados por Iberia, el gran rival de Vueling, para asesorarla en su proceso de venta¹⁶.

4.2 Primeras reacciones regulatorias y sus consecuencias

4.2.1 Prohibición de difusión selectiva de información

Entre los problemas comentados que han afectado la independencia de los analistas, el primero que fue objeto de reacción en Estados Unidos fue la presión ejercida por los emisores y el trato diferenciado e incluso el aislamiento al que se observó que eran sometidos determinados analistas por parte de compañías para las que habían emitido recomendaciones desfavorables.

Por ello, la primera iniciativa de la SEC americana fue prohibir de manera tajante la difusión selectiva de información por parte de los emisores a los analistas o a cualquier otro participante del mercado. En este sentido, ya en 1999 el Forum of European Securities Commissions (FESCO), antecesor del actual CESR¹⁷, publicó un documento que abordaba el problema de la difusión de información selectiva en las ofertas públicas de valores.

FESCO consideraba que las ofertas públicas involucran no sólo a los intermediarios financieros, sino también a otro tipo de profesionales cuya implicación en la oferta y su acceso a información relevante sobre ésta y su emisor varían sensiblemente. FESCO reconocía que para robustecer la integridad de los mercados es igualmente importante que tanto los emisores como los intermediarios financieros que participan en una oferta pública tomen las medidas necesarias para asegurar que todos los profesionales involucrados mantengan altos estándares de conducta.

Hasta las recomendaciones FESCO la regulación europea y estadounidense habían estado centradas en evitar el abuso de la información privilegiada pero FESCO y también la SEC americana iniciaron un camino hacia la gestión de otro tipo de información sobre las compañías fuera del ámbito de la definida como

¹⁶Diario Expansión, 11 de septiembre de 2007.

¹⁷Comité Europeo de Reguladores de Valores.

privilegiada, pero cuya relevancia es notable porque afecta a las estimaciones sobre un valor y, por tanto, a su precio en el mercado.

Por ello, entre otras cosas FESCO recomendaba que los emisores se asegurasen de que toda la información relevante difundida en road-shows o reuniones con analistas financieros, con accionistas o inversores, fuera previamente, o de forma simultánea, adecuadamente distribuida al resto del mercado. Aunque sólo a modo de recomendación y limitado al ámbito de las ofertas públicas, ya en Europa se estaba abordando la prohibición de la divulgación selectiva de información que posteriormente se reguló en la Directiva contra el abuso de mercado.

La prohibición de difusión selectiva de información promovida por la SEC americana fue compleja pero profunda, fortaleciendo de esta manera la independencia de los analistas, y protegiendo a aquellos que se mostraban escépticos respecto a una compañía de la reacción y amenazas de ésta y, finalmente, del corte de suministro de información relevante para que el analista pudiera realizar su trabajo. La otra cara de la moneda fue que determinados analistas vieron reducido su valor frente a sus empleadores, al dejar de manejar información de primera mano que les convertía en una valiosa pieza clave respecto a la relación con sus clientes, principalmente institucionales.

No obstante, a pesar de estas duras iniciativas se produjeron otros escándalos protagonizados por emisores de análisis financiero. Evidentemente el problema no había quedado resuelto con medidas sobre la gestión de la información, pues quedaba pendiente resolver el problema de los conflictos de interés a la hora de emitir recomendaciones.

4.2.2 Prevención de la influencia de la banca corporativa

Como se ha comentado, una de las principales fuentes de generación de conflictos de interés son los sistemas tradicionales de remuneración del servicio de análisis. Con anterioridad a la Ley Sarbanes-Oxley americana, los auditores de cuentas también eran designados, contratados y retribuidos por los consejeros y directivos sobre cuyas actuaciones debían pronunciarse. Aunque la Ley Sarbanes-Oxley reconduce el problema mediante la creación de Comités de Auditoría encargados del control sobre las formas de compensación a los auditores, no es posible aplicar una fórmula similar a los departamentos de análisis financiero.

Adicionalmente, hay que tener en cuenta que los reguladores americanos eran particularmente sensibles a la influencia ejercida por los departamentos de banca corporativa, cuyas injerencias estaban siempre en el punto de mira por ser los que más ingresos producían y los que más se beneficiaban de determinadas recomendaciones de los analistas. Por ello y aunque no exentas de polémica, fueron impulsadas otras fórmulas para evitar la contaminación y la influencia indebida, entre otros, por la Bolsa de Nueva York y el mercado NASD. En este caso, para fomentar la independencia de los departamentos de análisis se abogó por el establecimiento de una verdadera fortaleza de “murallas chinas” entre los analistas y los departamentos que diseñan estrategias corporativas y la banca de inversiones. Un ejemplo de medidas de esta naturaleza fueron las normas que prohibían al personal de estos departamentos lo siguiente:

- Ejercer cualquier influencia o control sobre la remuneración de los analistas.
- Vincular la remuneración de los analistas a proyectos específicos de banca corporativa.
- Revisar, incluso comentar, cualquier informe de análisis en curso.
- Influir en las opiniones de los analistas sobre cualquier compañía cubierta por ellos.

Adicionalmente, y para reducir la presión externa a la que estaban sometidos los analistas, se prohibió que éstos participasen en acciones comerciales¹⁸ de los departamentos de banca corporativa, y que los emisores ofreciesen compensaciones a los analistas a cambio de recomendaciones favorables o de captación de inversores. Por último, una norma de la SEC también requería la firma del analista en los informes, señalando que las recomendaciones y opiniones reflejadas deberían presentarse a título personal.

4.2.3 Fórmulas de financiación

El catálogo de medidas para el divorcio definitivo entre el análisis y la banca corporativa anteriormente expuesto vuelve a dejar sin respuesta la siguiente pregunta: ¿cómo financiar el análisis financiero sin corromperlo? Según diversos estudios realizados, sólo los departamentos de banca corporativa obtienen suficientes ingresos como para absorber los elevados costes de un departamento de análisis.

Adicionalmente, se observó que las medidas impulsadas anteriormente descritas, de forma no intencionada, redujeron el interés de las instituciones financieras para financiar el análisis. Ello implicó un descenso del número de analistas en ejercicio y que sólo un escaso porcentaje de compañías fueran objeto de seguimiento por parte de los mismos. El número de compañías cubiertas en Estados Unidos se redujo sensiblemente, pasando de 14.000 a 6.000. Esta reducción afectó principalmente a las pequeñas y medianas empresas cotizadas.

Hoy en día, compañías de mediano y pequeño tamaño cotizan sin la efectiva “supervisión” de los analistas financieros. Lo anterior, no sólo implica una pérdida de transparencia, sino que estas compañías queden más expuestas al riesgo de fraude y manipulación. Es más, estudios recientes concluyen que cada vez adquiere mayor intensidad la evidencia que sugiere que el analista financiero es un actor fundamental para asegurar la eficiencia del mercado y que el nivel de cobertura de una compañía por parte de los analistas afecta a su valor de mercado. De esta manera, el precio pagado por las medidas en pro de la independencia y la objetividad fue una drástica reducción de la transparencia.

A partir de los efectos de la imposición de las “murallas chinas”, compañías de reducido tamaño que no eran seguidas por ningún analista comenzaron a financiar su cobertura por parte de analistas y pequeños intermediarios considerados independientes, es decir, por analistas no integrados en ningún

¹⁸Los comúnmente denominados en terminología anglosajona *bakeoffs* o *roadshows*.

grupo financiero con actividades de banca corporativa¹⁹. Ante las críticas de aquellos que interpretaron esta iniciativa como algo totalmente contrario a la difusión de análisis objetivo e independiente, la justificación de las empresas fue que también los auditores de cuentas que emiten los informes anuales son remunerados por las propias compañías auditadas. Además, se argumentó que por muy perjudicial que fuera esta forma de financiación del análisis, era mucho peor que no se publicase ningún informe sobre la mayoría de las empresas cotizadas, porque esto estaba convirtiendo al mercado en algo opaco, como así estaba ocurriendo con el NASDAQ²⁰ americano.

No obstante, en estudios realizados por Thomson Financial se observó que los independientes también son optimistas, incluso a veces más optimistas que los analistas de las grandes instituciones financieras. Como se ha dicho anteriormente en el apartado de conflictos de interés, los analistas de instituciones “independientes” también están sometidos a presiones de negocio y a conflictos de interés. Las casas pequeñas no son grandes aseguradoras, viven de comisiones de intermediación, y tampoco son favorables a recomendaciones de venta.

Por lo tanto, el problema de la independencia sigue vigente y muy ligado al sistema retributivo de un servicio que es muy costoso. Sin embargo, los estudios publicados no son pesimistas pues se ha observado que de forma progresiva se va reduciendo el porcentaje de recomendaciones de compra hacia ventas o mantenimiento de los valores. En EEUU este cambio de tendencia se produjo, tanto por el efecto de los escándalos, como a partir de su investigación y las nuevas medidas regulatorias.

Las iniciativas más recientes en estudio se refieren al denominado “análisis intermediado”, que consiste en que un intermediario retribuido por el emisor busque y seleccione analistas independientes que cubran su compañía. De esta manera, las instituciones podrían mantener departamentos de análisis independientes sin que fueran un mero centro de costes e incluso convirtiéndolos así en centros de beneficios. Adicionalmente, el analista no sólo gozaría de independencia, sino que también tendría un verdadero incentivo para mejorar la calidad de su análisis.

Sin embargo, los métodos para “intermediar” el análisis todavía están sujetos a examen. Una de las propuestas más novedosas consiste en que sean los propios emisores los que a través de los mercados que negocian sus valores financien el análisis independiente de sus compañías. La iniciativa persigue prevenir una influencia indebida del emisor sobre el análisis, proponiendo que sean los mercados o centros de negociación de los valores los que se encarguen de retribuir y velar por un análisis objetivo y de calidad, para todas las compañías cotizadas, distribuyendo las aportaciones obtenidas de los emisores entre aquellos analistas que cubran estas compañías. De esta manera, los centros de contratación actuarían como una especie de supervisores delegados con intereses muy alineados con los intereses perseguidos por reguladores: la protección del inversor, la transparencia y la integridad de los mercados.

¹⁹Las grandes operaciones de aseguramiento de emisiones sólo puede ser llevado a cabo por grandes instituciones fuertemente capitalizadas porque normalmente conlleva el consumo de recursos propios según las directivas comunitarias y los principios de Basilea.

²⁰National Association of Securities Dealers Automated Quotations system.

5 Avances normativos en la Unión Europea

En opinión de los estudiosos del tema a partir de los acontecimientos descritos, lo que se precisa son requisitos muy exigentes que regulen la vinculación del pago del servicio y el establecimiento de controles sobre el margen de maniobra con el que cuenta el analista para emitir su recomendación. Lo que quedó demostrado a partir de las experiencias en el mercado estadounidense de los años 2000 al 2004, así como en los estudios llevados a cabo por IOSCO, fue que cualesquiera medidas regulatorias que se pretendan impulsar, deberían ser desarrolladas con tres objetivos fundamentales:

- 1 La correcta gestión de los conflictos de interés personales del analista.
- 2 La protección del analista frente al ejercicio de influencia indebida mediante incentivos o represalias por parte del emisor de los valores objeto de análisis o de su propio empleador.
- 3 La búsqueda de posibilidades de financiación de la actividad de tal forma que no se pervierta su contenido.

5.1 Primeras iniciativas a partir de la MiFID y la Directiva contra el Abuso de Mercado

Las actuales normas comunitarias demuestran una profunda concienciación del innegable impacto, importancia y preocupación social respecto a las recomendaciones divulgadas en el ámbito del análisis financiero, pues las someten a un catálogo de requisitos encaminados a preservar su objetividad.

De hecho, la “vieja Europa” era concedora de los escándalos ocurridos en los Estados Unidos. Tampoco existía ninguna seguridad de que estos casos no fueran reproducibles en la Unión, pues ninguna directiva comunitaria había abordado con profundidad el problema que, además y como ya se puso de manifiesto en el estudio de IOSCO de 2003, no estaba siendo objeto de un adecuado seguimiento supervisor para prevenir situaciones similares a las ya vividas al otro lado del océano.

Puede llamar la atención el hecho de que el análisis financiero regulado por la MiFID figure bajo el epígrafe de los “servicios auxiliares”. Sin embargo, con ello no se pretendió desdeñar el valor aportado por este servicio, ni tampoco minimizar riesgos de una prestación inadecuada como los ya descritos en apartados anteriores. Su consideración como servicio auxiliar simplemente significa que es un servicio de inversión no sujeto a licencia previa, es decir, no se estimó necesario que su prestación estuviese sometida a requisitos de autorización y registro, de naturaleza fundamentalmente prudencial y no de regulación de las conductas.

La primera iniciativa de la Comisión Europea fue promover una Directiva de segundo nivel de desarrollo de la Directiva contra el Abuso de Mercado, pero en la que se abordaban únicamente dos cuestiones: la definición del análisis financiero sujeto a cumplimiento normativo y la obligación de difusión de información sobre los conflictos de interés de los analistas.

En esta norma se consideró que sólo el análisis financiero que incluyese recomendaciones y fuese objeto de difusión pública (anteriormente definido como *sell-side* o independiente) debía considerarse objeto de divulgación de información sobre conflictos. Sin embargo, la Comisión Europea estimó que la mera divulgación de conflictos no era por sí sola una medida suficiente para prevenir sus consecuencias y fomentar el desarrollo de un análisis de calidad.

En relación con el enfoque basado en la difusión de información hay que destacar que, en ocasiones, la información funciona como “la letra pequeña en los contratos”, de manera que construye un parapeto protector para las empresas que la divulgan y no actúa como un sistema de protección de los inversores que la reciben, bien porque no pueden entenderla o gestionarla adecuadamente, o porque les abruma y pierde su interés.

En consecuencia, con anterioridad al desarrollo de la Directiva de segundo nivel de la MiFID, la Comisión Europea solicitó formalmente a CESR su asesoramiento para la regulación específica de la gestión de los conflictos de interés a los que estaban sometidos los analistas. Aunque la MiFID ya incluía algunos principios sobre una adecuada gestión de los conflictos de interés de carácter general, CESR trabajó sobre un catálogo de recomendaciones específicas que complementasen la regulación ya surgida a partir de la Directiva contra el Abuso de Mercado.

Para ello, CESR constituyó un grupo de trabajo formado por expertos representantes de todos los Estados Miembros y liderado por el Presidente de la Financial Services Authority Británica, Sir Callum McCarthy, que tomó como punto de partida las recomendaciones IOSCO que se resumen a continuación.

5.2 Las recomendaciones de IOSCO

A partir del estudio anteriormente mencionado sobre la actividad de análisis financiero y sus conflictos, IOSCO publicó en 2003 una serie de recomendaciones para empresas y reguladores.

El grupo de trabajo que elaboró las propuestas fue liderado por el Consejero de la SEC americana Roel C. Campos, que afirmó que *“los miembros de IOSCO entienden que la confianza de los inversores es fundamental para el mantenimiento de mercados financieros fuertes y saludables”*. El objetivo del grupo de trabajo fue elaborar un catálogo de recomendaciones *“contra los conflictos de interés que corrompen el análisis sell-side y de esta manera proteger tanto a los inversores como la eficiencia de los mercados de valores”*.

De forma muy resumida, las medidas que IOSCO consideró como claves para un impulso normativo a nivel internacional fueron las siguientes:

Prohibiciones para evitar prácticas de dealing ahead

- Prohibir que los analistas negocien en valores o derivados relacionados con los valores con anterioridad a la publicación del análisis sobre el emisor de estos valores.

- Prohibir que empleadores de los analistas negocien de forma inadecuada en valores o derivados relacionados con los valores con anterioridad a la publicación del análisis de sobre el emisor de estos valores.

La prohibición se matizó para las empresas, probablemente porque una restricción tajante podría perjudicar el resto de sus actividades de inversión. En este sentido, el establecimiento de murallas chinas y otras medidas internas de control podrían ser suficientes para considerar que la negociación en los valores sujetos a restricción no es “inadecuada”.

Prohibiciones para evitar prácticas de “influencia indebida”

- Prohibir que las empresas que contratan analistas se comprometan con los emisores de los valores sujetos a una determinada cobertura o un trato favorable; la elaboración de informes, calificaciones especiales, o un precio objetivo a cambio una futura o continuada relación de negocio, servicio o inversiones.
- Prohibir que los analistas participen en acciones comerciales de los departamentos de banca de inversiones.
- Prohibir que la remuneración de los analistas esté directamente vinculada con transacciones concretas llevadas a cabo por los departamentos de banca de inversiones.
- Prohibir que los analistas dependan o informen de sus actividades a departamentos de banca de inversiones.
- Con algunas excepciones tasadas, prohibir que la actividad de banca corporativa apruebe con carácter previo informes o recomendaciones de los analistas.

Exigencias de transparencia

- Requerir que el analista o la compañía para la que trabaje difundan públicamente si son beneficiarios de compensaciones relacionadas con el análisis por parte del emisor u otras terceras personas.

5.3 Las recomendaciones de CESR y su posterior adopción en la Directiva comunitaria 2006/73/CE, publicada el 10 de agosto de 2006

Tras analizar las recomendaciones IOSCO, los expertos de CESR concluyeron que una parte muy importante de las iniciativas regulatorias para analistas recomendadas por IOSCO, ya habían sido desarrolladas para la gestión de los conflictos de interés de las empresas de inversión definidas por MiFID con carácter general. En definitiva se observó que los conflictos generados por la prestación simultánea de diferentes servicios de inversión, por el flujo indebido de información en las organizaciones, por el ejercicio de influencia indebida externa o interna, o por los sistemas de dependencia jerárquica y retributiva,

comprometen sin ninguna duda la actuación profesional, leal e independiente de cualquiera de las personas, funciones y departamentos en una organización, ya sea de línea de negocio, con funciones de control o de administración.

Resultaba por tanto difícil ampliar mucho más las recomendaciones para regular el servicio de análisis financiero, sin caer en un exceso de concreción y de carga regulatoria que al final fuera un freno a la actividad y un desincentivo para las empresas. Finalmente se publicaron una serie de recomendaciones específicas que fueron sometidas a consulta pública en varias ocasiones. El sector se mostró extremadamente crítico con las propuestas de CESR, pero no abordó de forma directa el problema de la financiación del análisis de las pequeñas compañías, ni formuló ninguna propuesta al respecto.

En 2005 CESR publicó su asesoramiento a la Comisión Europea²¹, junto con una síntesis de los comentarios recibidos durante las consultas públicas y una explicación de las opciones por las que finalmente se decantó CESR²², cuyo contenido se resume a continuación estructurado en tres grandes bloques:

a) Definición de análisis financiero sujeto al cumplimiento de las normas sobre conflictos de interés.

Con carácter general, CESR tomó como referencia la definición ya establecida en las directivas contra el abuso de mercado, en las que se definía como análisis regulado todo aquel que fuera difundido a terceros y que además incluyese algún tipo de recomendación sobre los valores analizados.

No obstante, también había que tener en cuenta los diferentes ámbitos bajo los que se pueden emitir recomendaciones a los inversores y su diferente capacidad de influencia en la toma de decisiones de inversión. Por ello, CESR recomendó que los desarrollos de la MiFID estableciesen claramente la diferente aplicación de las normas sobre recomendaciones emitidas en el ámbito del análisis financiero, respecto a otras normas de conducta aplicables a las recomendaciones personalizadas emitidas en el marco de la prestación del servicio de asesoramiento financiero, así como otras recomendaciones de tipo comercial y publicitario.

En este sentido, CESR reconocía que era práctica habitual en la industria financiera utilizar los informes de los analistas, o una parte significativa de éstos, para divulgar recomendaciones en comunicaciones de naturaleza comercial con fines publicitarios. En estos casos, el contenido de los informes de los analistas formaba parte de otro tipo de comunicación a los inversores que carecía, por su naturaleza, de la filosofía, contenidos técnicos y objetividad en la recomendación que se esperaba de los informes de análisis propiamente dichos. Por ello, CESR recomendó excluir los informes que fueran utilizados con fines comerciales y publicitarios del cumplimiento de las normas de conducta aplicables a las

²¹CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments, abril 2005.

²²CESR's Technical Advice on Level 2 Implementing Measures on mandates of the first set where the deadline was extended and second set of mandates, Markets in Financial Instruments, Feedback Statement, abril 2005.

recomendaciones de analistas. De no admitirse esta excepción, se podría crear una situación por la que una práctica admisible y habitual del mercado quedaba, de alguna manera, prohibida por la norma, ya que una comunicación de naturaleza comercial y publicitaria no podría nunca cumplir con las normas sobre independencia, objetividad y divulgación de conflictos de interés previstas en las directivas para la emisión de recomendaciones por analistas financieros.

No obstante, esta exclusión debía quedar sujeta a una serie de condiciones cuya principal intención era la de no confundir al receptor de la información, dejando claro que la comunicación publicitaria que incluyese informes de analistas, o una parte de ellos, debería ser identificada claramente como tal, debiendo evitarse que el receptor tuviera la percepción de que las recomendaciones con intenciones comerciales sobre los valores objeto del análisis habían sido elaboradas con criterios de independencia y objetividad.

Este podía ser, por ejemplo, el caso de informes sobre valores objeto de colocación por parte un intermediario. La intención de CESR era que, cuando el colocador decidiese enviar comunicaciones comerciales a sus potenciales inversores con información sobre el valor y su emisor elaborada por analistas, debería dejar muy claro frente a sus potenciales clientes que la información enviada es de naturaleza comercial y publicitaria, pues se remite como parte de una campaña para la colocación del valor entre los clientes. Por tanto, el potencial inversor no debería tener en ningún caso una impresión de objetividad e imparcialidad en la recomendación recibida del colocador para acudir a la oferta pública publicitada.

Todo lo anterior fue posteriormente incluido en el artículo 24 de la Directiva 2006/73/CE, publicada el 10 de agosto de 2006.

b) Requisitos organizativos para gestionar adecuadamente los conflictos de interés, con el objetivo de prevenir que éstos puedan comprometer la imparcialidad durante el proceso de producción del análisis financiero que será difundido a terceros, excluyendo el análisis producido para consumo interno por las instituciones financieras.

Las recomendaciones CESR de 2005 reprodujeron la filosofía de las recomendaciones IOSCO con alguna modificación y novedades.

Las prohibiciones para evitar prácticas de *dealing ahead*²³ se reproducen, pero sólo respecto a aquellas personas involucradas en la realización del análisis sobre los valores objeto de la prohibición, y no con carácter general. Adicionalmente, CESR también recomendó prohibir la negociación posterior de signo contrario a lo recomendado en el análisis difundido, excepto autorización previa de la función de cumplimiento normativo o la asesoría jurídica de las entidades.

²³Regulado también en el artículo 79.1.g) de la Ley del Mercado de Valores.

Las prohibiciones para evitar prácticas de “*influencia indebida*” recomendadas por IOSCO también fueron incluidas en el asesoramiento de CESR, aunque con algunas matizaciones respecto al ámbito de la prohibición. Uno de los temas más debatidos fue el establecimiento de “murallas chinas” alrededor de los analistas. A pesar de las iniciativas ya impulsadas en los Estados Unidos sobre este particular, la comunidad financiera consideraba que eran una medida extrema que frenaba el desarrollo del servicio de análisis financiero porque aislaba en exceso a los analistas.

Tras analizar la variedad y diferente gravedad por su impacto de los potenciales conflictos a los que están sometidos los analistas, finalmente CESR llegó a conclusiones muy parecidas a las de los reguladores americanos y recomendó que, como mínimo, se estableciesen “murallas chinas” entre los analistas y la línea de negocio de banca corporativa. Respecto al resto de los departamentos y actividades, se evitó una imposición de carácter horizontal, recomendando la exigencia de murallas en aquellos casos en los que la entidad hubiera diagnosticado la existencia de conflictos de interés que pudiesen afectar la objetividad de la persona/s encargada/s de preparar informes. De esta manera, la responsabilidad de la decisión sobre la implantación de la medida preventiva quedaba en manos de las propias entidades financieras, sujeta a un análisis interno de cada caso, cuya idoneidad sería posteriormente evaluada por los supervisores.

Todo lo anterior ha sido incorporado a la Directiva 2006/73/CE, de manera que aquellas recomendaciones para la gestión de conflictos de interés de los analistas que se consideraron aplicables a cualquier otra persona o departamento de una entidad, quedaron reflejadas en normas de gestión de los conflictos de aplicación horizontal (artículo 22) y las que eran particularmente aplicables a la actividad de análisis fueron incluidas en el artículo 25.

En relación con las “murallas chinas” la directiva no recoge textualmente la recomendación de CESR pero sí su espíritu, pues las normas de carácter general estipulan, entre otras cosas, que las entidades deben:

- “adoptar procedimientos eficaces para impedir o controlar el intercambio de información entre las personas que participen en actividades que comporten un riesgo de conflicto de interés,
- impedir o limitar a cualquier persona ejercer una influencia inadecuada sobre la forma en que una persona realiza actividades o servicios de inversión, o auxiliares,
- adoptar medidas para impedir o controlar la participación simultánea o consecutiva de una persona o empresa en diversos servicios o actividades de inversión o auxiliares cuando dicha participación pueda ir en detrimento de una gestión adecuada de los conflictos de interés.”

Estas medidas preventivas son, en definitiva, una obligación para que las entidades construyan “murallas chinas” que eviten la perversión del análisis durante su período de gestación.

c) **Requisitos sobre la difusión de análisis por parte de entidades distintas a las que lo producen.**

Este aspecto no fue objeto de recomendación de IOSCO, pero teniendo en cuenta la posibilidad de que entidades que no tuviesen departamentos propios de análisis pudieran seguir difundiendo entre sus clientes los producidos por terceras personas, CESR consideró que era necesario definir una cadena de responsabilidades sobre el cumplimiento de las normas anteriormente explicadas. Esta recomendación fue incluida en el apartado 3 del artículo 25 de la Directiva 2006/73/CE, en el que se estipula que los Estados Miembros eximirán del cumplimiento de los requisitos organizativos para gestionar adecuadamente los conflictos de interés a las empresas de inversión que difundan al público o a clientes los informes de inversiones elaborados por otra persona, si se cumplen las siguientes condiciones:

- a) “ la persona que elabora los informes de inversiones no es un miembro del grupo al que pertenece la empresa de inversión ;
- b) la empresa de inversión no altera de manera importante las recomendaciones que figuran en los informes de inversiones;
- c) la empresa de inversión no presenta los informes de inversiones como elaborados por ella;
- d) la empresa de inversión verifica que el autor de los informes está sujeto a requisitos equivalentes a los previstos en la presente Directiva en relación con la elaboración de dichos informes, o ha adoptado una política que prevea tales requisitos”.

6 Conclusiones

El servicio de análisis financiero sin duda contribuye de forma muy importante al desarrollo global de los mercados de valores. Sin embargo, este servicio no ha sido objeto de especial atención supervisora hasta fechas recientes.

Teniendo en cuenta la existencia de una serie de importantes conflictos de interés y la presión a la que pueden verse sometidos los analistas dentro de sus organizaciones e incluso fuera de ellas, existe la percepción de que históricamente los analistas han sido excesivamente positivos respecto a las compañías analizadas. Hay incluso quien dice que, con independencia de cualesquiera normas profilácticas o de control, “el analista siempre será un vendedor con una tendencia incorregible hacia el optimismo²⁴” .

²⁴ John C. Coffee jr

Como ha quedado demostrado, las malas prácticas y los modelos de actuación se han venido repitiendo con un denominador común que sitúa los intereses de las instituciones financieras de carácter multidisciplinar por encima del prestigio profesional de sus analistas. De esta manera, muchos analistas han visto como este prestigio era casi irrecuperable y como de alguna manera se estaba demonizando la profesión.

Todo lo anterior justifica las iniciativas regulatorias que se han venido impulsando principalmente en los Estados Unidos y la Unión Europea para fomentar un clima en el que los analistas puedan desarrollar su trabajo con independencia y objetividad. Estas iniciativas están principalmente enfocadas hacia una adecuada gestión de los conflictos de interés que surgen en torno al servicio de análisis financiero, con el objetivo de prevenir que los conflictos perjudiquen seriamente la calidad de las recomendaciones que se difunden al mercado.

No obstante, si uno es partidario de que el análisis financiero sobre compañías cotizadas tiene un elevado valor añadido que aporta eficiencia y transparencia al mercado, los objetivos de una reforma regulatoria no pueden dirigirse en exclusiva a conseguir la objetividad e independencia. La perfecta independencia puede implicar un coste excesivo si resulta que tan sólo un porcentaje mínimo de compañías cotizadas son cubiertas por los analistas. Por lo tanto, es importante que en el futuro se estudie el impacto producido por las nuevas normas en relación con el nivel de desarrollo del servicio.

Por último, conviene señalar que el establecimiento de un catálogo de requisitos encaminados hacia la consecución de una mayor independencia y objetividad en la recomendación que evite su sesgo, no necesariamente conlleva que a la vez se produzca una mejora en la calidad del producto, o un incremento de la cualificación técnica a la hora de realizar las valoraciones en las que se fundamenta. En cualquier caso, la regulación del acceso a la profesión no ha sido una prioridad supervisora pues este acceso ha quedado en manos de los mecanismos de aceptación y expulsión del propio mercado, que a día de hoy podrían considerarse razonablemente suficientes.

7 Bibliografía

Coffee, J.C. (2006): "Gatekeepers: The professions and corporate governance". *Oxford University Press*.

IOSCO (2003): "Report on analyst conflicts of interest". *A report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions*. Septiembre.

IOSCO (2003): "IOSCO Statement of Principles for addressing sell-side securities analyst conflicts of interest". *Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions*. Septiembre.

FESCO (1999): “Market Conduct Standards for Participants in an Offering”.

CESR (2005): “CESR`s Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments”. *Abril*.

CESR (2005): “CESR`s Technical Advice on Level 2 Implementing Measures on mandates of the first set where the deadline was extended and second set of mandates, Markets in Financial Instruments” , *Feedback Statement. Abril*.

CESR (2007): “Criterios de CESR para la aplicación común de la Directiva de abuso de mercado en materia de información privilegiada”. *Ref. CESR/06-562b. Julio*.

OXERA (2006): “Soft Commissions and bundled brokerage services: post-implementation review”. *Report prepared for the Financial Services Authority. Octubre*.

Financial Services Authority (2005): “Bundled brokerage and soft commission arrangements” . *FSA Policy Statement 05/09. Julio*.

Los requisitos organizativos de las empresas que prestan servicios de inversión en la MiFID

Antonio Moreno Espejo (*)

(*) Antonio Moreno Espejo pertenece a la Dirección de Autorización y Registro de entidades de la CNMV

1 Introducción

La modernización de los mercados de valores en España y en el resto de Europa en los últimos años, impulsada especialmente por la regulación y los criterios de supervisión de los organismos europeos, está claramente orientada a conseguir incentivar la competencia como medio de optimizar la prestación de servicios tanto en calidad como en precio y a mejorar la protección del inversor, elemento que resulta esencial para aumentar la confianza en el mercado por parte de todos los agentes pero especialmente de los inversores, tanto minoristas como institucionales. La Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID¹ en su acrónimo inglés) insiste en ambos principios como elementos esenciales para fortalecer la competitividad del mercado europeo. Como una de las medidas más importantes para conseguir ambos objetivos, la nueva Directiva regula los requisitos de organización de las empresas que presten servicios de inversión. Hasta ahora la regulación vigente -contenida en la Directiva de Servicios de Inversión, DSI- recogía tan solo unos principios generales en materia de organización, que se situaban entre las normas de conducta y las prudenciales.

En el presente trabajo se ofrece una revisión de los nuevos requisitos organizativos para las empresas que prestan servicios de inversión, entendidos como *“el conjunto de normas que regulan la estructura organizativa de los medios materiales y humanos de una entidad prestadora de servicios de inversión que garanticen un alto grado de integridad, competencia y solidez con objeto de proteger los intereses de sus clientes”*². La regulación de estos aspectos se ha intensificado en los últimos años como consecuencia de la creciente sofisticación de los mercados, los servicios prestados y las estructuras organizativas de las entidades multiservicio. El artículo expone las características fundamentales de la nueva normativa, poniéndolas en relación con las normas actualmente vigentes en España, para identificar las verdaderas novedades y, especialmente, para valorar la incidencia real de su implantación sobre las empresas españolas.

El resto del artículo se organiza de la siguiente manera. La segunda sección presenta como punto de referencia la evolución de la regulación en España de los requisitos organizativos. La tercera resume las normas que contiene la MiFID sobre esta materia. La cuarta detalla algunos aspectos particularmente relevantes. Finalmente, la sección quinta contiene algunas reflexiones finales.

¹ Bajo el epígrafe MiFID se encuadran dos Directivas, la conocida como Nivel 1, Directiva 2004/39/CE del parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CE del Consejo y, la que habitualmente se llama de Nivel 2, Directiva 2006/73/CE de la Comisión de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva. También hay un Reglamento relativo a transparencia, que no se menciona en el trabajo.

² La definición incorpora algunos de los objetivos que la propia Directiva de nivel 2 señala en su considerando 2.

2 Antecedentes de los requisitos organizativos en España

La regulación española ha ido avanzando progresivamente en la fijación de unos requisitos organizativos de las empresas que prestan servicios de inversión y, aunque en la mayoría de los casos se trata de normas dispersas, y algunas de ellas muy relacionadas con las normas de conducta, en general puede decirse que la MiFID no añade conceptos nuevos o no conocidos por las entidades españolas. Es decir, las figuras ya existen con mayor o menor detalle en nuestras normas, como se señalará más adelante y, además, el periodo de gestación de la MiFID ha sido largo y transparente que pocas sorpresas puede ofrecer a los sujetos obligados a su cumplimiento.

Las primeras referencias normativas a la necesidad de que las sociedades y agencias de valores³ mantuvieran una adecuada organización se encontraban ya en la Ley de 1988 y en el RD 276/1989 de creación de estas entidades⁴. Además de unos requisitos de capital elevados que servían de barrera de entrada pero que se justificaban por la necesidad de que las entidades dispusieran de medios materiales y humanos adaptados a su actividad, el proyecto de creación de las entidades debía señalar con detalle dichos medios previsionales, el organigrama y los sistemas de información empleados. La estructura empresarial manifestada en el proceso de autorización, como es lógico, no podía verse alterada en los primeros meses de funcionamiento salvo causa justificada y comunicada previamente al supervisor y aunque no había norma que hiciera referencia a esta obligación de “*permiso previo*”, la práctica habitual así lo hacía. Se trataba de una regulación que, vista desde la perspectiva histórica, podría calificarse como simple, pero que respondía a los objetivos de prevención y control de los conflictos de interés, como elementos clave del funcionamiento de las entidades que operan en los mercados.

El siguiente paso normativo fue la regulación de las normas de actuación⁵ mediante el RD 629/1993, todavía hoy vigente y apenas alterado a pesar de haber transcurrido casi quince años desde su publicación, y la batería de desarrollos que le seguían y que regulaban aspectos relacionados con las cuestiones organizativas como los registros obligatorios, las barreras de información o “*murallas chinas*”, la necesidad de disponer de medios y capacidades adecuados a los servicios que se pretendan realizar, etc. La Circular 1/1998, aplicable sólo a empresas de servicios de inversión, reguló los sistemas de control interno de forma muy similar la establecida por la normativa europea objeto de este trabajo.

En suma, la normativa española dispone ya de normas que en su contenido son muy similares a las de la MiFID aunque las incluidas en ésta estén tal vez más claramente articuladas y agrupadas bajo esa nuevo concepto que se ha dado en llamar requisitos organizativos.

³ Concepto de la Ley de 1988 de las actuales ESI, a las que se unieron las SGC en la Ley de 1998.

⁴ Las normas sobre creación de entidades bancarias tenían una formulación muy similar, si bien los requisitos de capital y recursos propios, limitaciones de actividad, etc. son específicos y cuyo análisis excede el objetivo de este trabajo.

⁵ Resulta sintomático que, pese a que el RD es conocido como de “normas de conducta”, su denominación real sea de “normas de actuación”. La razón era que regulaba materias que no tenían una aplicación inmediata sobre las relaciones con los clientes, precisamente, los requisitos organizativos.

3 Los nuevos requisitos organizativos en la MiFID

3.1 Características básicas

Los requisitos organizativos aparecen recogidos en el artículo 13 de la Directiva de nivel 1 y 5 a 23 de la de nivel 2. Las características básicas de estas normas son las siguientes:

- 1 *Se trata de una regulación de principios.* La regulación permite conseguir unos objetivos de varias formas posibles sin optar por ninguna de ellas, dada la heterogeneidad de tipos de entidades (a nivel europeo) y de su vocación de negocio.
- 2 *Abordan casi todos los ámbitos de la empresa.* Los requisitos alcanzan a toda la empresa en su conjunto por el hecho de prestar servicios de inversión y no se limitan a éste área concreta de actividad. Ello carece de importancia práctica cuando se trata de empresas de servicios de inversión (ESI), pero la tiene y mucho, en entidades en que los servicios de inversión son sólo parte de su actividad, como las entidades de crédito o las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC), en que si bien sólo se aplican, como es lógico, a los servicios prestados, su efecto alcanza a gran parte o a toda la empresa. Es el caso, por ejemplo, de los planes de continuidad o de la necesidad de identificar conflictos de interés, aspectos que no pueden limitarse únicamente a la actividad en los mercados de valores sino que necesariamente se extienden a toda la organización.
- 3 *Su contenido parece incidir en mitigar dos tipos de riesgos muy concretos.* Por una parte, el operacional, mediante la creación de procedimientos, insistiendo en que se conozcan y se controlen y, por otra, el riesgo reputacional, al insistir en el conocimiento y cumplimiento de las normas. En efecto, este último se ha convertido en los últimos años uno de los más temidos por las entidades por el negativo efecto comercial que tiene la difusión pública de los incumplimientos⁶, especialmente los que se refieren a relaciones con clientes, más allá de su intrínseca gravedad o de la importancia cuantitativa que hayan tenido. Seguramente porque los incumplimientos individuales de estas normas revierten en la confianza en el sistema, es por lo que se dedica una regulación tan prolija a esta materia.
- 4 *La importancia del control.* Supone un claro mensaje a los destinatarios de las normas. Los requisitos deben ser implantados pero no con vocación permanente, de forma que una vez cumplida la adaptación se pueda asegurar el buen funcionamiento de la entidad. La norma exige una revisión de su utilidad permanente a la luz de la evidencia práctica. Asegurar que una entidad está bien organizada se convierte, por tanto, en una afirmación vinculada necesariamente a un momento del tiempo que, en el ámbito de los mercados de valores, es necesariamente corto.

⁶ La difusión pública de los incumplimientos es otra demanda de la opinión pública y una tendencia creciente en las políticas de los supervisores que merecen un análisis profundo, precisamente porque sus efectos pueden llegar a ser desproporcionados con respecto al incumplimiento.

- 5 *Universalidad*. Para ello se introduce muy acertadamente un elemento con escasos precedentes en la regulación financiera, como es el principio de proporcionalidad o de razonabilidad, que se repite insistentemente en varios de los artículos que regulan los requisitos organizativos. Su formulación es la siguiente: “*Los Estados Miembros se asegurarán de que, para estos fines, la empresa tenga en cuenta la naturaleza, escala y complejidad de su actividad empresarial, y la naturaleza y gama de los servicios y actividades de inversión emprendidos en el curso de dicha actividad empresarial*”. Su finalidad es adaptar la intensidad de los requisitos al tamaño de la empresa y a la propia complejidad de su estructura y evitar con ello que esta exigencia se convierta en un coste inasumible o de aplicación asimétrica impidiendo la competencia efectiva.

Esta proporcionalidad merece algunos comentarios adicionales. Por ejemplo, su aplicación, en ningún momento se relaciona explícitamente con el tipo de clientes implicados ni con la estructura de mercado en la que se desarrolla la actividad, aunque podrían entenderse implícitamente mencionados al vincularlo a “*la naturaleza y gama de los servicios prestados*”. Ello parece coherente con la existencia de entidades pequeñas en volumen de actividad o empleados, pero con prestación de servicios muy especializados y complejos para clientes institucionales. Este es un modelo de negocio frecuente, por ejemplo, en España. En estos casos la norma pretende intensificar el esfuerzo organizativo (procedimientos operativos, medidas de control adecuadas, etc.) en función de la complejidad del servicio y no sólo por el tamaño de la empresa.

3.2 Aspectos regulados

La Directiva de nivel 1 regula los requisitos organizativos pero es en la de nivel 2, concretamente en el capítulo II, denominado “*Requisitos organizativos*”, donde se desarrollan en toda su amplitud.

a) Requisitos generales de organización (art. 5)

La Directiva ha optado, en primer lugar, por regular unos requisitos generales de organización (artículo 5) que bien podrían considerarse extensibles a cualquier actividad empresarial. Tal vez por ello en ese artículo no exista ninguna referencia a las actividades en los mercados de valores. La necesidad de contar con procedimientos escritos, estructura de poderes, canales de información eficientes, etc. no es exclusiva de las empresas dedicadas a la prestación de servicios de inversión ni siquiera de las entidades financieras. Sin embargo, es en ellas dónde adquieren su especial importancia, al estar sometidas a fuertes conflictos de interés y en las que hay riesgo de que los fallos o fraudes afecten a los inversores y al sector en general. Es difícil imaginar que una entidad que maneja instrumentos financieros y dinero ajenos no disponga personal o medios adecuados al servicio que presta.

Concretamente la Directiva exige que las entidades dispongan de una estructura de funciones y responsabilidades claras y razonables y que sean conocidas, asumidas y cumplidas por las personas encargadas de ello,

teniendo en cuenta el principio de proporcionalidad. Adicionalmente, el artículo 5 señala las necesidades de salvaguardar la seguridad, integridad y confidencialidad de la información, creando procedimientos a tal fin, elaborar un plan de contingencias, disponer, aplicar y mantener políticas y procedimientos para obtener informes contables para el supervisor que respondan a la normativa en vigor y ofrezcan una imagen fiel de la situación financiera de la entidad. Por último, se exige de las entidades un seguimiento regular de los procedimientos establecidos.

b) Funciones de cumplimiento, gestión de riesgos y auditoría interna (arts. 6, 7 y 8)

La Directiva formula los requisitos en términos de función y no de departamentos, al objeto de una mejor aplicación del principio de proporcionalidad, la existencia de tres órganos de control:

- *Cumplimiento normativo*. Encargada de detectar incumplimientos de las normas, adoptar medidas para minimizar el riesgo y permitir a las autoridades que ejerzan sus facultades.
- *Control de riesgos*. Encargada de la detección y gestión de aquéllos en que incurra la empresa derivados de las actividades que desarrolle.
- *Auditoría interna*. Para examinar y evaluar la eficacia de los sistemas, mecanismos de control interno y disposiciones de la empresa y realizar recomendaciones al respecto.

El ejercicio de las tres funciones está afectado por el principio de proporcionalidad que, como más adelante se analizará, tiene un alcance distinto en cada una de ellas. Además, se regulan los requisitos de independencia exigibles para que cumplan efectivamente con las tareas encargadas y que consisten en dedicación exclusiva y remuneración no vinculada a objetivos comerciales.

c) Responsabilidad de la alta dirección (art. 9)

Se establecen dos obligaciones: la necesidad de que la alta dirección esté informada por escrito con periodicidad al menos anual de la actividad realizada por las funciones anteriores y que ésta evalúe las políticas y su eficacia. Las obligaciones se extienden al órgano de supervisión de la alta dirección.

d) Tratamiento de las reclamaciones (art. 10)

Como claro requisito organizativo que revierte directamente en la protección de los inversores, se establece la obligación de establecer procedimientos y mecanismos transparentes para la resolución de las reclamaciones de clientes. Una norma que poca trascendencia va a tener en España puesto que ya se dispone desde hace años de departamentos y servicios de atención a los clientes con este fin y con una regulación muy exhaustiva al respecto.

e) Operaciones personales (arts. 11 y 12)

En primer lugar, el art. 11 determina qué se entiende por operación personal como “una operación con un instrumento financiero efectuada por una persona competente o por cuenta de ésta”. Su control (art. 12) se justifica como requisito organizativo porque afecta a los riesgos de incumplimiento normativo de la entidad y a los conflictos de interés. Sobre los riesgos, el más relevante es la reputación de la empresa en la medida de que estas operaciones sean detectadas y sancionadas y exista conocimiento público. En general, la opinión pública es muy sensible a este tipo de incumplimientos de quien juega con ventaja en los mercados. Por esta razón, que una entidad se vea involucrada, a través de sus empleados o directivos, en una sanción de este tipo afecta considerablemente a su reputación.

Precisamente por la gravedad comercial que supone este riesgo, el control de operaciones es habitual en las entidades que operan en los mercados de valores. Además, en España viene exigido desde el año 1993⁷. El objetivo del control es evitar que las personas que trabajan en la entidad y tengan acceso a informaciones que puedan ser usadas en su propio beneficio aprovechen aquella en operaciones personales, entendidas como aquellas en que la persona es la beneficiaria o lo es alguien vinculado a ella. El control trata de evitar tres situaciones:

- El uso de información privilegiada, definida según la Directiva de abuso de mercado⁸.
- El uso de información confidencial, concepto relacionado con el secreto profesional.
- Que de la operación pueda surgir un conflicto de interés con una obligación de la empresa.

La aplicación práctica de este requisito plantea importantes problemas prácticos que serán analizados con detalle más adelante.

f) Externalización de funciones esenciales e importantes (arts 13, 14 y 15)

La fijación por la MiFID de condiciones para la externalización responde a que se trata de una figura muy frecuente y en crecimiento por las siguientes razones:

- 1 *La creación de empresas de servicios de inversión especializadas.* En España, como en otros países de nuestro entorno, la creciente complejidad de los mercados de valores está llevando a muchas empresas a especializarse en las áreas de negocio en las que puedan tener ventaja comparativa, especialmente en empresas de reducido tamaño y con negocios focalizados a actividades concretas. Para estas empresas

⁷ El RD 629/1993 ya establecía la obligación de que las entidades establecieran un sistema de control de operaciones personales para administradores, empleados y representantes.

⁸ Directiva 2003/6/CE, desarrollada a estos efectos por la Directiva 2003/124/CEE.

disponer de áreas administrativas o prestar servicios en los que no existe tal especialización es un coste que puede minimizarse mediante la subcontratación. Además, si el subcontratado es otra entidad especializada, además del coste, se ofrecerá un aumento de calidad de servicio comercialmente muy positivo.

2 *La tendencia a sustituir costes fijos por variables.* Una tendencia no atribuible en exclusiva a las entidades de los mercados de valores, pero que también tienen en este sector su reflejo. El objetivo no es otro que abaratar las crisis y disminuir el coste de fracaso empresarial reduciendo los umbrales de rentabilidad de las inversiones. La Directiva se preocupa de los riesgos que pueden conllevar la externalización de funciones esenciales⁹, dado que se mantiene íntegra la responsabilidad. Estos riesgos son:

- La vulnerabilidad o dependencia que se crea con respecto al prestador de los servicios, en la medida en que el servicio sea prestado deficientemente o se interrumpa su prestación.
- El fraude del subcontratado, bien porque oculte informaciones, las falsifique, etc.
- El abuso sobre la información privilegiada, confidencial o comercial a que tenga acceso el subcontratado y que pueda prestar servicios a varias entidades.

Para evitarlos se señalan algunas medidas a adoptar antes de la externalización, que consisten básicamente en valorar la capacidad de la entidad en que se delegan funciones, las causas de rescisión del contrato y que no existan restricciones de acceso a la entidad delegada. Además, la Directiva presta especial atención a las condiciones adicionales cuando se delegan funciones en entidades radicadas en países terceros y, en particular, cuando se delegue la actividad de gestión de carteras, dado que no existe certeza de que su regulación sea equivalente a la europea. Consciente de ello aborda el tema exigiendo, en particular para la externalización de la actividad de gestión de carteras en terceros países, requisitos adicionales o dejando al Estado de origen la capacidad de autorizarlas previamente. Incluso establece la obligación para el supervisor de hacer pública la política que se aplique sobre externalización con terceros países de forma detallada y con ejemplos.

g) Protección de activos y fondos de clientes (arts. 16, 17 y 18)

Bajo este título se enuncia el objetivo perseguido por las normas organizativas relativas a separación de cuentas de clientes que no es otro que minimizar el riesgo sistémico en relación a una actividad

⁹ Se entiende por esenciales aquéllos en que “una anomalía o deficiencia en su ejecución puede afectar considerablemente a la capacidad de la empresa de inversión para cumplir permanentemente las condiciones y obligaciones que se derivan de su autorización o sus obligaciones en el marco de la Directiva 2004/39/CE o afectar a los resultados financieros o la solidez o la continuidad de sus servicios y actividades de inversión.”

también creciente como es la cadena de subdepósitos. Con ello se pretende evitar el altísimo coste en términos económicos que en caso de incumplimiento tienen las medidas reparadoras, por ejemplo la intervención de los fondos de garantía de depósitos e inversiones, así como en términos de confianza.

Resulta especialmente destacable la enumeración de riesgos que podrían llevar a incumplir el objetivo perseguido: mala utilización de los activos, fraude, administración deficiente, mantenimiento adecuado de registros o negligencia, siendo de elogiar la finalidad descriptiva de la Directiva en este sentido¹⁰. También es revelador el hecho de que se hayan fijado unas reglas generales sobre el depósito en terceros países intentando evitar que los derechos de propiedad de los clientes se vean afectados y cuyo contenido consiste esencialmente en hacer una especie de *due diligence* de la entidad tercera. También exige la conformidad del cliente para el uso de los valores por parte del intermediario.

En el caso de los fondos de clientes, aparte lógicamente de excluir a las entidades de crédito, parece perseguir la transitoriedad de los saldos, como medida para minimizarlos, al citar reiteradamente la inversión en fondos monetarios en los que debe primar la seguridad frente al mercado (inversiones a corto plazo, calificación) y la liquidez. Los límites al uso de los fondos de los inversores se formulan en esta ocasión en términos contrarios, permitiendo que el cliente se oponga a la inversión en fondos monetarios.

h) Conflictos de interés (arts. 21, 22 y 23)

Es otro de los pilares básicos de la nueva Directiva y justifica la existencia de algunos de los requisitos organizativos antes descritos. Se trata de dar reconocimiento y proponer soluciones, lo más concretas posibles, a una situación que aumenta con la sofisticación de los productos y mercados y de las propias entidades que prestan simultáneamente servicios¹¹. La Directiva de nivel 1 señala claramente cómo se debe limitar el riesgo de que los conflictos de interés dañen los intereses de los clientes que se centra en tres actuaciones: identificar, gestionar y, para casos de difícil solución, revelar. No obstante, deja muy claro que debe haber una gestión efectiva del conflicto adoptando medidas organizativas y administrativas efectivas¹² y que la actuación de la entidad no puede limitarse a dar transparencia, objetivo que queda muy por debajo del perseguido.

La Directiva exige la creación de un registro en que incluir los tipos de servicios realizados en los que haya surgido un conflicto con riesgo importante para los clientes.

¹⁰ Art. 16 f).

¹¹ Considerando 29 de la Directiva de nivel 1.

¹² Considerando 27 de la Directiva de Nivel 2.

i) Requisitos cuando la empresa elabora informes sobre inversiones (arts. 24 y 25)

En estos artículos, la Directiva destaca un tipo especial de conflicto de interés cuando divulga informes sobre inversiones¹³ que pueden afectar a los inversores en sus decisiones de cartera. El fin perseguido es la independencia del analista, imponiendo restricciones a operar con los instrumentos objeto de análisis y a operar en sentido contrario a sus recomendaciones, no aceptar incentivos de aquéllos que tengan interés en el análisis, no comprometerse a elaborar informes favorables y tener limitaciones a revisar los informes.

4 Elementos de mayor importancia y complejidad

4.1 Implantación de los requisitos generales de organización

Las empresas de servicios de inversión en España se pueden dividir en dos tipos predominantes de intermediarios: filiales de entidades de crédito y de empresas de inversión extranjeras de gran tamaño y entidades de reducido tamaño con un número mínimo de empleados¹⁴. En el primer caso la estructura organizativa general viene muy condicionada por el grupo financiero al que pertenece la entidad y gran parte de los requisitos organizativos generales serán los establecidos por el propio grupo, que suele dotar de medios humanos y materiales a su filial en la medida en que los va necesitando. Las líneas de mando, de toma de decisiones estratégicas y de control no se limitan a la propia entidad, sino al grupo. En general, cabe intuir que la mayoría de los grandes grupos financieros, por distintas razones, como las normas bancarias o porque en otros países se ha traspuesto la Directiva, ya han implantado estas medidas, que podrán ser o no acertadas en algún caso concreto, pero que no parece que ninguna de las entidades de esta categoría vaya a partir de cero con la MiFID. A lo sumo, serán necesarios ajustes en ámbitos como el registro de las actividades, la formación o los sistemas de comunicación interna. En la segunda categoría, la de entidades pequeñas, suele haber una coincidencia casi total entre accionistas, consejeros y empleados y la estructura de decisión o los flujos de información implican a todos ellos. La adaptación, por tanto, no puede ser compleja.

En todo caso, tanto en las grandes como en las pequeñas, entra en juego el principio de proporcionalidad y, en consecuencia no parece preverse que la adopción de estas

¹³ Se define como "todo informe u otra información que recomiende o que proponga una estrategia de inversión, de forma explícita o implícita, referente a uno o varios instrumentos financieros o emisores de instrumentos financieros, incluido cualquier dictamen sobre el valor o el precio actual o futuro de tales instrumentos, destinado a los canales de distribución o al público y en relación con el cual se cumplan las siguientes condiciones:

a) responda a la denominación o descripción de informe de inversiones o términos similares, o en todo caso se presente como explicación objetiva o independiente del objeto de la recomendación.

b) si la recomendación en cuestión fuera hecha por una empresa de inversión a un cliente, no constituya prestación de asesoramiento en materia de inversión a efectos de la Directiva 2004/39/CE.

¹⁴ A fecha 30 de junio hay 113 empresas de inversión registradas en España que tienen de media 32 empleados. Una cifra que parece estable en los últimos 4 años en los que las variaciones han sido mínimas. No obstante, la distribución de los 3.621 empleados totales a julio de 2007 es muy desigual. Solo 5 entidades tienen más de 100 empleados y absorben un tercio de los empleados del sector.

medidas suponga importantes retos para las entidades en España. Por esa razón, prácticamente podrían reducirse las obligaciones de las entidades en esta materia a formalizar adecuadamente y por escrito los procedimientos que tengan implantados. Siendo así, no parece haber razón alguna que impida que las entidades dispongan inmediatamente de una estructura organizativa adecuada a la Directiva ni, por tanto, para que la adaptación deba alargarse en el tiempo una vez entre en vigor.

Merece la pena destacar dos requisitos organizativos por sus especiales características:

- La obligación de las entidades de salvaguardar la seguridad, integridad y confidencialidad de la información, a la luz de la naturaleza de la información de que se trate. Esta obligación tiene un alcance mucho mayor que aquél que supone la prohibición de revelar o impedir el uso de información privilegiada. Se extiende a toda la información que deba considerarse confidencial, concepto relacionado con el secreto profesional que debe ser entendido en sentido amplio de forma que incluya la información de otros clientes así como de la propia empresa y sus planes de inversión o de actuación.
- La necesidad de elaborar un plan de contingencias que permita la preservación de datos y funciones esenciales o su recuperación. La importancia de estos planes, cuyo objetivo es preservar los activos de clientes, se ha ratificado en los trágicos sucesos ocurridos en los últimos años en todo el mundo pero no se trata tampoco de una obligación nueva. El Código General de Conducta de los Mercados de Valores, anexo al RD 629/1993, ya señalaba que “tanto las sociedades como los empresarios individuales debían poner los medios necesarios para que en caso de cese o interrupción del negocio no sufran perjuicio los intereses de los clientes”, una norma distinta pero claramente de igual finalidad. En todo caso, la Directiva apenas menciona los requisitos que deben cumplir estos planes y parece que este debe ser un aspecto importante dado que lo que se pretende es que funcionen bien, no sólo que la entidad haga una reflexión al respecto y la documente. Es por ello previsible que en la regulación nacional se establezcan los requisitos mínimos que deban cumplir estos planes por lo que la adaptación completa podría demorarse.

Como característica común de estos dos requisitos debe señalarse que, a diferencia del resto de obligaciones del artículo 5 de la Directiva de nivel 2, no es aplicable la proporcionalidad.

4.2 Importancia para las entidades y el supervisor de la función de cumplimiento normativo

Como ya se ha señalado, la Directiva hace del control uno de sus ejes principales con el doble objetivo, expreso en la norma, de detectar incumplimientos y adoptar

⁹ Esto obviamente señala la necesidad de prescindir de cualquier otro criterio ad-hoc como puede ser el derivado de cubrir determinadas cuotas. “¿Pero de verdad pueden, el Parlamento y el Gobierno de un Estado serio, andar pactando los nombramientos de magistrados, vocales, consejeros y demás personajes centrales del parnaso político con los entes territoriales de ese mismo Estado?” (Sosa Wagner y Sosa Mayor 2006).

medidas para minimizar el riesgo y también, implícitamente, de mejorar o de reducir la exposición a éstos, asesorando al resto de la organización al respecto. La función de cumplimiento se convierte, por tanto, en una de las claves para el buen funcionamiento de las entidades y también para su supervivencia en un sector que, en aplicación de estas reglas, debería ser cada vez más cumplidor de las normas.

La figura no es nueva en España ni en la mayoría de los países. El concepto de Director de Cumplimiento Normativo o la Unidad de Control, en su denominación española, se difundió por casi todas las entidades a mediados de los años 90. Sí es nueva la importancia que adquiere y los requisitos que debe cumplir. En la actualidad esta figura es considerada por las entidades como un aliado, una especie de control de calidad financiera que anticipa los problemas antes de que se agraven. Para los supervisores, sin perjuicio de las dudas que plantee el debate sobre la eficacia de la obligación de auto-incriminación cuando hay incumplimientos, es una extensión de sus funciones muy útil también.

En consecuencia, será una función clave y un elemento prioritario para la supervisión por lo que debe analizarse con el máximo detalle e interés por las entidades y también por los supervisores. Un buen control de cumplimiento normativo será un elemento a valorar muy positivamente por el supervisor. Es por tanto previsible que, al menos en una primera fase, parte de la actuación supervisora de la CNMV una vez implantada la MiFID, se centre en comprobar la efectividad y adecuación de las funciones de cumplimiento normativo como medida preventiva de mayores riesgos.

Merecen un análisis adicional los requisitos que debe cumplir esta función para ser eficaz. Por una parte, autoridad para acceder sin restricciones a la documentación necesaria y a las personas que precise, lo que hace que la figura se sitúe al margen del organigrama operativo. Por otra, dedicación e independencia. Ambos son aspectos muy relevantes en la práctica y, pese a que resulta aplicable de nuevo el principio de proporcionalidad para decidir si el funcionario o responsable puede dedicar parte de su tiempo a la prestación de servicios, parece lógico que la aplicación de este principio deba ser excepcional a pesar de que la entidad sea de reducido tamaño. Resulta tan esencial la figura que hoy día ya no se considera un coste improductivo dedicar recursos a que alguien una y otra vez repase y analice los riesgos de la organización y proponga mejoras. Por esta razón, el debate que dicha figura ha suscitado sobre la aplicación de la proporcionalidad y si es necesario que sea una función o un departamento, parece más teórico que real.

No obstante, esta aplicación restrictiva de la proporcionalidad abre otro debate sobre la conveniencia o no de externalizar esta función. La externalización que, como es lógico, deberá cumplir los requisitos generales de la subcontratación de funciones esenciales y que se analizarán más adelante, ofrece como principales ventajas la independencia, cuando se delega en persona ajena a la entidad o al grupo, y la especialización, si es que de esta nueva obligación surgieran expertos en la prestación de este servicio para varias entidades. Por el contrario, tiene el

¹⁰Por otro lado, no hay nada más vulnerable que el prestigio de las instituciones. Se trata de un instrumento tan potente como elusivo. En una conferencia del CEMLA uno de los participantes enunció lo anterior de una forma muy gráfica, idiosincrásica podría decirse: "El prestigio lo adquieren las instituciones a la velocidad que crece la palmera y lo pierden a la velocidad que cae el coco".

inconveniente de la lejanía o la desconfianza que puede generar a una organización dar acceso pleno a toda la documentación a ajenos que además trabajen con otros competidores. Se tratará, por tanto, de una decisión meditada por cada entidad, una decisión muy importante.

La adaptación de la figura a los nuevos requisitos tampoco debe plantear problemas importantes ya que es habitual desde hace años. En la mayoría de las entidades la adaptación simplemente consistirá en reubicar a las personas que actualmente realizan esta función, acorde con la Directiva. No hay razón, por tanto, para que su aplicación se demore una vez haya entrado en vigor la Directiva sin perjuicio de que previamente requiera decisiones importantes.

Por último, hay que señalar que, pese su importancia, la Directiva apenas señala los requisitos que debería cumplir su titular¹⁵. Parece que tal omisión no es intencionada pero exigirá a las regulaciones nacionales concretar que requisitos de conocimientos y experiencia deben ser considerados mínimos, lo que los supervisores tendrán muy en cuenta en sus actuaciones.

4.3. La proporcionalidad en las funciones de gestión de riesgos y auditoría interna

Una de las dudas más importantes que se ha planteado es como aplicar el principio de proporcionalidad¹⁶ a estas funciones.

En el caso de la función de control de riesgos, la duda consiste en si la existencia o no de esta función está condicionada a la *“naturaleza, escala y complejidad de la actividad empresarial y la naturaleza y gama de los servicios...”* que presta. De esta forma, si la actividad fuera simple no sería necesario crear un órgano de control de riesgos. No debería ser esa la interpretación, sino más bien que, existiendo el órgano, podría no ser necesario que fuera independiente debido a la aplicación de la proporcionalidad.

Sin embargo, en función de auditoría interna se ha adoptado el modelo contrario. Su propia existencia depende de la aplicación de la proporcionalidad. Ahora bien, si resultara necesaria la existencia de dicha función el órgano debe ser independiente.

Como ocurre con el cumplimiento normativo, las figuras de control son frecuentes en nuestras entidades y, además, son consideradas esenciales por los supervisores que probablemente analizarán su funcionamiento. Por ambas razones resulta conveniente que las entidades articulen la adaptación a estos requisitos lo antes posible, pues no son imprescindibles para ello desarrollos reglamentarios que, en esta materia, sólo añadirán matices menores.

¹⁵Aunque exista una obligación general de “emplear personal con las cualificaciones, los conocimientos y la experiencia necesarios para desempeñar las funciones que se le asignen”.

¹⁶El artículo 7.2 de la Directiva de Nivel 2 señala: “Los Estados miembros exigirán a las empresas de servicios de inversión, en su caso y cuando resulte proporcionado a la luz de la naturaleza, escala y complejidad de su actividad empresarial, y la naturaleza y gama de los servicios y actividades de inversión emprendidos en el curso de dicha actividad empresarial, que establezcan y mantengan un órgano de gestión de riesgos que funcione de manera independiente y lleve a cabo las siguientes tareas...”.

4.4 Problemas del control de operaciones personales

Este control plantea numerosos problemas de aplicación que cada entidad debe resolver de la forma más adecuada a su estructura y a los objetivos perseguidos. Algunos de ellos son:

- 1 *El ámbito de personas y valores sometidos a control.* Cada entidad debe concretar las personas que pueden disponer de información confidencial o plantear conflictos de interés a la entidad con el objeto de someterlas a control y definir en cada momento los tipos de valores o instrumentos concretos susceptibles de ser aprovechados a tal fin¹⁷. No obstante, debe tenerse en cuenta que cualquier actividad de control necesariamente supone costes. Cuando el control sea más amplio, por ejemplo por afectar a un número elevado de personas o de operaciones, el coste será más elevado. Este problema de coste-beneficio se manifiesta especialmente en entidades de gran tamaño en las que el análisis de las operaciones, si son muy numerosas, supone un auténtico problema de gestión. Lo mismo ocurre cuando se pretende efectuar un control demasiado férreo de las personas afectadas obligando a comunicar y autorizar un elevado número de operaciones o de tipos de valores. Encontrar un equilibrio razonable entre la efectividad de las medidas y su coste es difícil. Consciente de ello, la Directiva excluye el control de las IIC siempre que tengan reglas de diversificación de activos equivalentes a las reguladas por las Directivas europeas y no sean gestionadas por la persona competente. Se trata de una excepción coherente como también lo puede ser en algunos supuestos la inversión en valores de deuda pública u otros muy líquidos.
- 2 *El momento del control.* Otra cuestión interesante sobre esta materia es si el control de las operaciones personales debe realizarse a priori o a posteriori. Obviamente, un control a priori es claramente mejor, dado que reduce el riesgo, pero también es cierto que aumenta el coste si se pretenden analizar las operaciones con rapidez¹⁸. Los defensores del control a posteriori suelen señalar que la existencia de control ya reduce la posibilidad de que una persona tenga incentivos a realizar operaciones ilegales y que, por tanto, la relación coste-beneficio del control se hace más favorable. De nuevo, cada entidad deberá analizar qué control o qué combinación de ambos, por ejemplo por tipo de producto, resulta más adecuada a su caso particular.
- 3 *La necesidad de operar a través de la propia entidad.* Es una obligación estrictamente española pues nuestra normativa¹⁹ exige que, al menos los consejeros pero también otras personas que designe la entidad por su acceso a información privilegiada o confidencial o por ser susceptibles de generar conflictos de interés, realicen sus operaciones a través de la entidad para la que trabajan. La finalidad de esta antigua norma es intensificar el control y evitar la elusión de responsabilidad de la entidad obligada a controlar. En algunos casos esta obligación se ha mostrado excesiva ya que

¹⁷Lo que habitualmente se denominan listas de personas y valores.

¹⁸Habitualmente las entidades que optan por el control a priori realizan el análisis de la operación en dos o tres días.

¹⁹Real Decreto 629/1993.

hay entidades que no operan con clientes minoristas y se ven obligada a hacer excepciones para estos casos. Por otra parte, realizar las operaciones en otra entidad ofrece algunas ventajas, como reducir la capacidad de la persona afectada de influir sobre la gestión de la propia operación (por ejemplo, obtener un buen precio) en la medida en que si la entidad es independiente este cliente será tratado como otro más, sin los privilegios que pudiera tener en su propia entidad.

- 4 *Volumen de operaciones.* Se trata de un problema conceptual con importantes implicaciones prácticas cuando la persona competente posee un gran patrimonio en valores, empresas vinculadas, dominadas, etc. En algunos casos, estos grandes patrimonios y empresas pueden operar muy activamente (por ejemplo, con importantes volúmenes diarios en multitud de instrumentos y mercados) con mayor o menor autonomía con respecto a su beneficiario. Establecer un control de todas las operaciones de las empresas o del patrimonio de la persona puede ser inviable y altamente costoso. Pretender que se realice una gestión ciega, es decir, sin intervención de su beneficiario, puede resultar irreal. En consecuencia, es uno de los supuestos de más difícil solución. Sólo una combinación de varias de las medidas comentadas en este apartado podría dar una solución eficiente.
- 5 *Identificación de las operaciones sospechosas.* Hasta el momento se han citado los problemas que acarrea establecer un control de operaciones. Pero más problemático es fijar el contenido del control. Identificar que una operación se realiza con información privilegiada o confidencial es tan complicado como demostrarlo cuando se tiene una sospecha y mucho más si el control es a priori o al poco tiempo de realizar la operación. Aún más complicado es identificar el sentido de una serie de operaciones no realizadas en un único momento del tiempo. Dicho de otra forma, es posible que en una serie de operaciones cada una de ellas individualmente pueda pasar fácilmente los filtros establecidos pero consideradas conjuntamente tengan un sentido contrario a los objetivos marcados en el control.
- 6 *La credibilidad de la gestión ciega.* Teóricamente se trata de una fórmula óptima para evitar los controles de operaciones. Sin embargo, las entidades que admitan esta práctica deben tener en cuenta la capacidad de influencia de la persona competente sobre su gestor. Por esa razón, el hecho de que exista gestión ciega por un tercero no exime a la entidad de un cierto control, al menos para asegurar que la gestión es independiente. Así, para aceptar esta excepción al control de operaciones es necesario que la gestión y el gestor sean previamente aprobados y que existan cláusulas en el contrato que permitan requerir al gestor directamente información sobre la cartera cuando lo considere oportuno.

En suma, el control de las operaciones personales se manifiesta como un elemento esencial para evitar riesgos, pero puede resultar muy complejo y costoso a pesar de que existen fórmulas como las mencionadas, y otras sugeridas por la normativa española actual, como el establecimiento de periodos mínimos de mantenimiento de las carteras que podrían facilitarlos. Teniendo en cuenta que esta obligación es conocida y aplicada por las entidades españolas desde hace años y que la experiencia

es elevada, en la práctica no supone importantes novedades o costes adicionales. La adaptación a la MiFID pasa por una reflexión sobre el sistema de control más eficaz así como por redefinir las personas sometidas a control, pero ninguna de estas revisiones justificaría que la adaptación se pudiera alargar en el tiempo tras la entrada en vigor de la Directiva.

4.5. Los efectos sistémicos de la externalización de funciones

En los últimos años han surgido multitud de empresas especializadas en la prestación de determinados servicios para profesionales del mercado. En general, cubren áreas de negocio que requieren una gran carga de capital fijo, principalmente informático, y que son escasamente rentables si deben ser abordadas individualmente por cada entidad. El creciente número de entidades en este tipo de negocio hace que la competencia entre ellas se base en la calidad del servicio, entendida como posibilidad de adaptarse a cada empresa²⁰, más que en elementos como el coste de prestación, lo que es lógico teniendo en cuenta que la entidad que delega no exime su responsabilidad.

No obstante, la externalización supone riesgos adicionales que se ven agravados en algunos casos por el hecho de que las entidades que reciban la delegación puedan no ser entidades supervisadas por ningún organismo. El supervisor debe valorar que, en la medida de que la subcontratación se generalice con un único o pocos proveedores de servicios, un fallo de funcionamiento podría tener un efecto sistémico no deseable. Por esta razón es muy probable que este tipo de entidades sean a corto plazo objeto de supervisión para comprobar la capacidad del prestador de servicios.

Como se ha señalado, la externalización es creciente en las entidades españolas. Adaptar los contratos a los requisitos establecidos en la Directiva no parece, en principio, que pueda plantear excesivas dificultades.

4.6 Características y política de conflictos de interés

La nueva regulación es más completa que la vigente en España recogida en distintas normas dispersas²¹ ya que el artículo referido a conflictos de interés²² aborda en exclusiva los que se producen entre clientes y no entre empresa y clientes, que tienen distintas ubicaciones en el resto de normas, principalmente en la referida a imparcialidad y buena fe²³. En todo caso, los fines perseguidos son los mismos:

- La detección de conflictos²⁴, por ejemplo, con un registro de éstos cuyo contenido debe concretarse en los reglamentos internos de conducta, al que se deben incorporarse los de los consejeros y empleados “por sus relaciones

²⁰Un elemento muy importante y valorado por las empresas que subcontratan y objetivo de negocio para las subcontratadas es el hecho de disponer de sistemas compatibles con distintos tipos de entidades. Ello permite además de acceder a un mayor número de entidades-clientes, que la entidad pueda cambiar sus sistemas sin cambiar de subcontratado, lo que beneficia su continuidad en el negocio.

²¹Muchas de ellas en el Código General de Conducta de los Mercados de Valores, anexo al RD 629/93.

²²Art. 6 del Código General de Conducta.

²³Art. 1 del Código General de Conducta.

²⁴Art. 3.1. f) del RD 629/1993.

familiares, su patrimonio personal o por cualquier otra causa, así como mantener actualizada dicha información”.

- La gestión de algunos de ellos con objeto de reducirlos²⁵ al máximo, dentro de la obligación general de resolverlos cuando se produzcan, con medidas como las murallas chinas o la asignación predeterminada de operaciones en la contratación agrupada.
- La de revelar a los clientes las vinculaciones económicas o de otro tipo entre la entidad y otras que sirvan de contrapartida o las previsiones concretas que se hacen en relación con la actividad de asesoramiento²⁶.

La Directiva obliga a establecer una política de conflictos por escrito. Para elaborarla es necesario analizar las características de los conflictos de interés que pretende regular:

- 1 *Extensión a toda la empresa.* A diferencia del resto de requisitos organizativos, las obligaciones en relación a los conflictos de interés no se limitan a la prestación de servicios de inversión o auxiliares en sí mismos, sino que se extiende a la actividad de la empresa en su conjunto. Es decir, para que los conflictos de interés entren en el ámbito de la Directiva es necesario que surjan de la prestación de servicios de inversión o auxiliares o combinaciones de ambos, pero no es necesario que éstos se produzcan en relación con otro servicio o en relación con otros clientes a los que se prestan los mismos servicios sino en relación con todas las actividades de la empresa²⁷.
- 2 *El tipo de cliente es irrelevante.* A diferencia de otras medidas, principalmente de transparencia, que pretenden proteger a los clientes minoristas, los conflictos podrían perjudicar a cualquier tipo de cliente pues son ocultos, por lo que el cliente, aunque sea profesional, no puede evitarlos o anticiparlos.
- 3 *Extensión casi universal de las personas que pueden originar conflictos:* la propia empresa, personas vinculadas, entidades del grupo y los clientes.
- 4 *Resulta especialmente importante la definición de conflicto.* Exige que haya un perjuicio, entendido de forma amplia, para el cliente. No basta que la entidad u otro cliente pueda obtener un beneficio. Es uno de los aspectos más importantes para delimitar su concepto.
- 5 *Resulta aplicable el principio de proporcionalidad.* Debe quedar claro que se refiere a la política de gestión de conflictos de interés que habrá de modularse en función de la actividad y organización de la empresa, pero no a la obligación de “instaurar, aplicar y mantener” dicha política, lo que debe hacerse en todo caso. En realidad el principio de

²⁵El Art. 6 del Código general de Conducta anexo al RD 629/1993, señala que “Las entidades deberán evitar los conflictos de interés entre clientes y, cuando éstos no puedan evitarse, disponer de los mecanismos internos necesarios para resolverlos, sin que haya privilegios a favor de ninguno de ellos”

²⁶Art. 5 del Código General de Conducta.

²⁷El Considerando 27 señala al respecto: “Las empresas de servicios de inversión deben tratar de identificar y gestionar los conflictos de interés que surjan en relación con sus diversas líneas empresariales y las actividades del grupo al que pertenezcan mediante una política global de conflictos de interés”.

proporcionalidad carece de utilidad práctica alguna ya que es evidente que si una entidad tiene una organización y actividad sencilla, su política de conflictos de interés será sencilla puesto que los conflictos serán evidentes y a la inversa.

En relación a los contenidos de la política de conflictos de interés, la Directiva de nivel 2 es muy precisa y las medidas que se disponen se basan esencialmente en establecer barreras de información (“murallas chinas”), supervisión separada de áreas o impedir que determinadas personas puedan influir en decisiones cuando existe el conflicto. Además, se establece la obligación de revelarlos, siempre que no se hayan podido evitar, en soporte duradero de forma que exista prueba al respecto.

Por último, la Directiva se hace eco de que uno de los principales tipos de conflictos de interés, como es la elaboración de informes sobre inversiones, y propone medidas concretas y precisas para las personas que los elaboran, al objeto de mantener intacta su independencia, tales como la prohibición de operaciones personales en modo contrario a las recomendaciones, recibir incentivos, comprometerse a realizar informes favorables, etc. Ciertamente es una formulación más completa que la vigente en la normativa española que asigna la responsabilidad de los informes a la entidad para la que trabaja el analista, señalando que deben considerarse como opinión de la entidad²⁸. En todo caso, se trata de obligaciones difíciles de supervisar en la práctica, por lo que las medidas a adoptar deben ser necesariamente complejas.

A pesar de su complejidad no parece que la redacción de una política y de los procedimientos para su control puedan suponer una dificultad insalvable para las entidades españolas puesto que prácticamente todos los conceptos y mecanismos de control son conocidos y en la mayoría de los casos, ya adoptados. Ello implica que no resultan necesarias explicaciones o desarrollos normativos sobre el trabajo a realizar y que éste podría ser abordado con inmediatez a la entrada en vigor de la Directiva, sin perjuicio de que estas políticas se pudieran ir mejorando con el tiempo a la luz de la experiencia. Ahora bien, es necesario que exista una determinación clara para identificar y gestionar los conflictos ya que es uno de los pilares esenciales de la Directiva y, por tanto, objeto de actuación prioritaria del supervisor. También es importante poner de manifiesto que muchos de los conflictos que se producen en este mercado no son exclusivos de algunas entidades. En realidad, existen estructuras de negocio parecidas y conflictos similares en el seno casi todas las entidades y el hecho de que algunas se tomen más en serio las obligaciones de la Directiva marca necesariamente el ritmo de las demás. Resultaría impensable que, ante negocios equivalentes, una entidad adoptara medidas muy exigentes y otra, muy relajadas. Ello afectaría a la simetría de aplicación de las normas, a los costes y a la competencia y protección de los inversores, elementos clave de la Directiva.

²⁸Art. 6 del Código General de Conducta.

5 Conclusiones

La MiFID ha articulado, en términos de principios generales unos requisitos organizativos mínimos para las empresas que prestan servicios de inversión. Su finalidad no es otra que mejorar la prestación de servicios a los clientes y contribuir a su protección, dentro de un marco de competencia leal entre entidades. Ello debe generar, sobre todo, aumentos de la calidad y seguridad en la prestación de los servicios. Todo ello con un objetivo básico: conseguir un mercado europeo integrado que sea capaz de competir a nivel global, mejorando la capacidad de atracción de los agentes financieros internacionales.

En cuanto a la aplicación y adaptación de las entidades españolas a estos nuevos requisitos, el retraso en la adaptación normativa con respecto a algunos países ha planteado un debate en el sector sobre si la aplicación exige un largo periodo transitorio de adaptación. Un análisis detallado pone de manifiesto las escasas novedades que aporta con respecto a las normas vigentes en España y a los criterios que viene manteniendo el supervisor. Casi podría decirse que la normativa española en esta materia está adaptada ya en gran medida a la MiFID. Ello puede deberse, en parte, a la significativa contribución de los delegados españoles en su elaboración. Además, durante el largo proceso de gestación de la nueva directiva se ha hecho un importante esfuerzo de difusión de su contenido y de sus implicaciones prácticas. Por ello, no parece aventurado decir que las nuevas normas son ya conocidas y comprendidas y que, por lo tanto su proceso de implantación resultará en general poco traumático.

En todo caso, el análisis efectuado ha revelado determinadas áreas de actuación prioritaria tanto para las entidades como para el supervisor. La función de cumplimiento normativo y todas las referidas al control de los riesgos son quizás los ejemplos más relevantes.

V Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ²
IMPORTES EFECTIVOS³ (millones de euros)	21.735,6	2.960,5	5.021,7	1.472,6	941,4	803,9	11.218,1	875,8
Ampliaciones de capital	18.748,0	2.803,4	2.562,9	1.188,4	497,5	696,1	9.896,5	812,4
De ellas, mediante OPS	1.101,9	0,0	644,9	0,0	99,7	0,0	334,2	33,3
Tramo nacional	537,9	0,0	613,6	0,0	99,7	0,0	334,2	33,3
Tramo internacional	564,0	0,0	31,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.987,6	157,1	2.458,8	284,2	443,9	107,8	1.321,6	63,4
Tramo nacional	1.664,4	54,7	2.167,5	208,5	443,9	107,8	1.321,6	63,4
Tramo internacional	1.323,2	102,5	291,3	75,7	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴	42	27	30	7	7	7	10	5
Ampliaciones de capital	37	25	23	4	6	6	8	5
De ellas, mediante OPS	4	0	10	1	2	0	2	2
De ellas, liberadas	15	6	0	0	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	7	2	15	4	3	1	1	1
NÚMERO DE EMISORES⁴	37	24	23	6	6	7	10	5
Ampliaciones de capital	31	23	18	4	5	6	8	5
De ellas, mediante OPS	3	0	6	1	1	0	2	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	6	1	10	3	2	1	3	1

1 Expedientes de emisión registrados en la CNMV. Expedientes iniciales y ampliaciones de expedientes.

2 Datos disponibles: agosto 2007.

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

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

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

CUADRO 1.2

Millones de euros	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ¹
OFERTAS PUBLICAS DE SUSCRIPCION	1.101,9	0,0	644,9	0,0	99,7	0,0	334,2	33,3
Mercado nacional	536,4	0,0	613,6	0,0	99,7	0,0	334,2	33,3
Suscriptores minoristas	348,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	112,0	0
Suscriptores institucionales	188,3	0,0	613,6	0,0	99,7	0,0	222,2	33,3
Mercado internacional	564,0	0,0	31,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empleados	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
OFERTAS PUBLICAS DE VENTA	2.987,6	157,1	2.458,8	284,2	443,9	107,8	1.321,6	63,4
Mercado nacional	1.657,9	54,7	2.164,4	208,5	442,4	107,8	1.311,7	63,4
Suscriptores minoristas	657,4	27,3	398,7	31,8	81,7	16,2	289,4	0,0
Suscriptores institucionales	1.000,5	27,3	1.765,7	176,7	360,7	91,7	1.022,4	63,4
Mercado internacional	1.323,2	102,5	291,3	75,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Empleados	6,5	0,0	3,1	0,0	1,5	0,0	9,9	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: agosto 2007.

Admisión a bolsa. Expedientes registrados en la CNMV

CUADRO 1.3

	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ¹
IMPORTES NOMINALES (millones de euros)								
Con folleto de emisión	1.909,6	498,0	963,4	620,0	53,5	69,1	91,2	171,8
Ampliaciones de capital	1.699,3	494,0	575,9	340,9	28,4	69,1	6,6	171,8
De las cuales OPS	45,4	0,0	145,3	0,0	0,1	0,0	4,5	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	210,3	4,0	387,5	279,1	25,1	0,0	84,6	0,0
Sin folleto de emisión	564,6	167,3	564,7	185,9	118,6	320,4	1.166,4	325,3
NÚMERO DE EXPEDIENTES								
Con folleto de emisión	36	26	18	5	4	5	5	4
Ampliaciones de capital	34	25	13	3	3	5	3	4
De las cuales OPS	2	0	5	0	1	0	2	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	1	9	2	2	0	3	0
Sin folleto de emisión	16	27	61	17	20	17	19	14

1 Datos disponibles: agosto 2007.

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.4

	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ²
Mercado continuo (MC). Total ³	128	126	135	133	135	135	137	135
Sin Nuevo mercado	115	115	124	122	124	124	127	125
Nuevo mercado	13	11	11	11	11	11	10	10
Empresas extranjeras	6	5	6	6	6	6	6	5
Segundo Mercado	17	14	12	14	12	12	11	11
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	12	10	9	10	9	9	8	9
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	3	2	1	2	1	1	1	0
Corros ex SICAV	53	47	38	40	38	34	33	33
Madrid	28	22	16	17	16	15	14	14
Barcelona	31	28	24	24	24	21	20	20
Bilbao	15	14	10	11	10	9	9	9
Valencia	21	18	13	16	13	11	11	11
Corros SICAV	3.086	3.111	744	2.642	744	81	23	12
MAB	-	-	2.405	497	2405	3.096	3.193	3.227
Latibex	30	32	34	34	34	34	34	34

1 Datos a final de período.

2 Datos disponibles: agosto 2007.

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

Capitalización¹

CUADRO 1.5

Millones de euros	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ²
Mercado continuo (MC). Total ³	525.695,1	616.684,7	813.764,7	735.680,9	813.764,7	885.715,3	895.117,8	826.893,6
Sin Nuevo mercado	511.770,8	607.062,8	800.144,5	724.521,4	800.144,5	870.815,3	884.128,1	815.778,3
Nuevo mercado	13.924,3	9.621,9	13.620,2	11.159,5	13.620,2	14.900,0	10.989,7	11.115,3
Empresas extranjeras	54.734,6	64.312,7	105.600,9	96.456,9	105.600,9	137.859,2	137.570,4	93.840,2
Ibex 35	344.240,2	407.797,4	502.828,0	464.171,3	502.828,0	533.589,0	537.038,9	520.590,6
Segundo Mercado	292,5	307,4	392,7	828,7	392,7	713,3	610,3	227,8
Madrid	11,0	9,2	18,9	14,6	18,9	32,6	37,3	37,5
Barcelona	184,1	154,4	184,2	649,3	184,2	404,2	234,2	190,3
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	97,3	143,8	189,6	164,8	189,6	276,4	338,8	0,0
Corros ex SICAV	5.311,3	6.142,5	7.905,3	7.184,5	7.905,3	8.989,9	8.713,0	9.628,1
Madrid	2.411,2	2.754,4	2.698,1	3.119,7	2.698,1	3.159,6	3.050,6	2.877,4
Barcelona	2.517,2	3.129,2	4.966,3	3.817,6	4.966,3	5.333,9	5.159,5	5.839,0
Bilbao	317,1	405,9	59,5	28,8	59,5	56,2	137,1	136,7
Valencia	1.556,7	836,1	741,9	699,8	741,9	767,6	777,8	1.195,3
Corros SICAV	28.972,7	33.997,6	9.514,9	30.466,0	9.514,9	2.168,0	1.289,6	997,2
MAB	-	-	29.864,4	5.460,6	29.864,4	38.711,9	41.072,2	40.390,9
Latibex	124.754,8	222.384,1	271.641,8	233.979,4	271.641,8	278.554,2	305.994,0	302.106,6

1 Datos a final de período.

2 Datos disponibles: agosto 2007.

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

Contratación efectiva

CUADRO 1.6

Millones de euros	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ¹
Mercado continuo (MC). Total ²	636.527,4	847.663,7	1.144.562,9	263.333,6	349.801,5	414.929,6	438.830,9	262.244,2
Sin Nuevo mercado	618.574,3	817.834,7	1.118.546,1	257.271,8	341.252,0	399.828,6	432.131,5	257.912,9
Nuevo mercado	17.953,1	29.829,0	26.016,8	6.061,8	8.549,6	10.872,5	5.386,2	3.708,7
Empresas extranjeras	6.165,7	15.115,1	11.550,3	3.664,0	2.378,8	4.228,5	1.313,2	622,5
Segundo Mercado	21,3	25,9	49,3	11,4	18,6	121,9	21,4	35,3
Madrid	4,7	1,8	7,2	3,5	1,8	4,7	2,4	0,8
Barcelona	16,1	22,9	41,6	7,8	16,5	116,6	18,7	33,7
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,6	1,3	0,5	0,1	0,2	0,6	0,3	0,7
Corros ex SICAV	423,9	860,6	736,3	107,6	267,2	316,4	152,4	45,5
Madrid	122,6	187,8	257,6	45,8	75,9	66,6	55,4	14,9
Barcelona	293,3	667,0	297,8	58,8	174,3	239,2	94,5	28,7
Bilbao	1,7	1,1	159,2	1,4	0,5	0,0	0,0	0,0
Valencia	6,2	4,6	21,8	1,7	16,5	10,6	2,5	1,9
Corros SICAV	4.770,0	5.037,9	4.581,9	866,6	1.090,9	257,6	56,4	25,4
MAB	-	-	1.814,2	92,8	1.704,5	1.770,9	1.604,9	932,9
Latibex	366,4	556,7	723,3	160,2	158,0	217,0	226,5	148,4

1 Datos disponibles: agosto 2007.

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

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación ¹

CUADRO 1.7

Millones de euros	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ²
En sesión	599.874,2	798.934,5	1.080.117,5	238.809,8	331.649,8	401.231,1	423.056,8	256.058,7
Ordenes	353.532,0	488.416,3	658.839,2	138.709,9	203.310,4	255.425,4	247.466,7	156.678,8
Aplicaciones	71.360,1	82.403,1	105.910,7	21.955,4	32.102,3	39.297,4	42.731,3	23.747,4
Bloques	174.982,0	228.115,1	315.367,7	78.144,5	96.237,1	106.508,3	132.858,9	75.632,5
Fuera de hora	26.037,3	27.863,0	11.651,6	2.587,5	6.847,5	3.644,2	5.191,6	2.906,3
Autorizadas	1.367,2	4.773,4	4.052,0	169,3	2.975,6	1.455,1	1.789,6	274,0
Op. LMV art. 36.1	826,0	1,3	6.439,7	6.439,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Opa	1.698,8	6.682,8	18.094,6	11.960,2	3.922,5	4.158,7	50,0	1.995,7
OPV	3.057,2	226,3	3.264,0	1.102,5	576,8	0,0	5.314,0	0,0
Toma de razón	278,5	2.298,9	10.347,9	586,1	215,0	2.280,0	268,3	172,5
Ejercicio de opciones	3.388,3	5.268,0	8.279,8	1.274,8	3.073,3	1.608,2	2.609,6	96,3
Operaciones de cobertura	-	1.615,4	2.315,7	403,8	541,1	552,3	550,9	740,8

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2 Datos disponibles: agosto 2007.

Operaciones de crédito

CUADRO 1.8

Millones de euros	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ¹
CONTRATACIÓN								
Préstamo de valores ²	306.056,7	393.964,1	550.850,4	116.996,8	162.875,2	196.697,8	245.021,9	143.804,7
Crédito de valores para su venta ³	139,2	152,2	379,9	96,7	94,2	129,3	123,2	110,3
Crédito para compra de valores ³	401,8	465,0	511,9	105,7	152,3	146,1	108,2	51,7
SALDO VIVO								
Préstamo de valores ²	54.518,5	66.737,5	62.058,2	52.604,7	62.058,2	75.199,6	103.293,4	90.391,8
Crédito de valores para su venta ³	18,2	28,5	73,6	74,2	73,6	103,8	94,6	112,1
Crédito para compra de valores ³	46,7	52,3	70,1	60,9	70,1	74,5	64,0	47,8

1 Datos disponibles: agosto 2007.

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

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

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas¹ en la CNMV

CUADRO 1.9

	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ²
NÚMERO DE EMISORES	157	155	159	48	69	60	66	43
Cédulas hipotecarias	9	9	11	5	6	6	4	6
Cedulas territoriales	2	2	5	2	3	2	1	2
Bonos y obligaciones no convertibles	50	49	46	20	18	20	18	13
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	2	4	1	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	48	53	61	11	28	13	22	11
Programas de pagarés	58	68	68	13	20	28	22	13
De titulación	3	3	3	1	0	0	2	1
Resto de pagarés	55	65	65	12	20	28	20	12
Otras emisiones de renta fija	4	1	0	0	0	1	3	2
Participaciones preferentes	12	6	9	2	6	2	1	2
NÚMERO DE EMISIONES	257	264	335	66	98	88	86	61
Cédulas hipotecarias	17	21	37	11	7	8	10	9
Cedulas territoriales	2	3	6	2	3	2	1	4
Bonos y obligaciones no convertibles	95	93	115	27	26	30	23	17
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3	4	1	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	48	54	82	11	34	17	25	14
Programas de pagarés	62	81	83	13	20	28	23	13
De titulación	3	3	3	1	0	0	2	1
Resto de pagarés	59	78	80	12	20	28	21	12
Otras emisiones de renta fija	5	1	0	0	0	1	3	2
Participaciones preferentes	26	7	11	2	8	2	1	2
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	329.962,3	414.253,9	523.131,4	121.497,2	146.023,2	173.448,3	156.957,4	103.884,1
Cédulas hipotecarias	19.074,0	35.560,0	44.250,0	10.950,0	5.030,0	8.400,0	7.245,5	6.525,0
Cedulas territoriales	1.600,0	1.775,0	5.150,0	1.800,0	3.200,0	1.450,0	1.500,0	2.000,0
Bonos y obligaciones no convertibles	38.093,6	41.907,1	46.687,5	9.980,0	8.272,0	9.632,0	9.342,0	5.000,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	97,4	162,8	68,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	50.524,8	69.044,3	91.607,7	9.772,4	39.766,4	39.392,2	31.517,5	12.841,5
Tramo nacional	38.099,5	63.908,3	85.099,9	9.772,4	34.207,8	39.392,2	31.517,5	12.841,5
Tramo internacional	12.425,3	5.136,0	6.507,8	0,0	5.558,6	0,0	0,0	0,0
Pagarés de empresa ³	214.602,8	264.359,5	334.457,0	88.897,9	88.970,8	114.144,1	106.967,4	77.022,6
De titulación	3.723,6	2.767,5	1.992,7	802,3	137,0	156,0	138,8	37,0
Resto de pagarés	210.879,2	261.592,0	332.464,3	88.095,6	88.833,8	113.988,1	106.828,6	76.985,6
Otras emisiones de renta fija	428,1	89,3	0,0	0,0	0,0	350,0	310,0	425,0
Participaciones preferentes	5.541,5	1.356,0	911,0	97,0	784,0	80,0	75,0	70,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	8.871,2	11.078,5	27.361,5	4.725,8	13.157,2	14.481,7	3.777,6	4.615,9
Emisiones aseguradas	97.791,9	94.368,0	92.213,5	9.772,4	40.066,4	39.392,2	31.616,5	12.841,5

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

2 Datos disponibles: agosto 2007.

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

Admisión al mercado AIAF

CUADRO 1.10

Importes nominales en millones de euros	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ¹
Total	353.772,2	425.137,4	507.525,3	126.312,2	135.910,4	175.388,7	147.084,9	126.581,6
Pagarés	211.984,5	263.728,9	332.328,4	89.005,7	88.120,0	115.064,7	105.314,5	77.120,1
Bonos y obligaciones	63.878,7	56.771,5	45.155,4	11.980,0	6.454,0	10.632,0	7.295,0	9.375,0
Cédulas hipotecarias	20.550,0	31.600,0	43.720,0	10.100,0	6.500,0	9.550,0	6.495,5	8.575,0
Cédulas territoriales	2.300,0	1.775,0	2.650,0	300,0	2.200,0	2.950,0	1.000,0	1.900,0
Bonos de titulación	50.884,7	67.480,5	83.042,5	14.806,6	32.127,5	36.830,0	26.904,9	29.541,5
Participaciones preferentes	4.174,3	3.781,5	629,0	120,0	509,0	362,0	75,0	70,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: agosto 2007.

AIAF. Emisores, emisiones y saldo vivo

CUADRO 1.11

	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ¹
NÚMERO DE EMISORES	324	384	438	416	438	448	457	475
Pagarés	63	66	69	69	69	68	66	68
Bonos y obligaciones	76	82	80	91	80	93	92	95
Cédulas hipotecarias	10	12	14	14	14	15	15	15
Cédulas territoriales	3	3	5	4	5	7	7	7
Bonos de titulización	163	211	257	236	257	268	280	298
Participaciones preferentes	33	42	46	42	46	49	49	50
Bonos matador	20	20	20	20	20	18	17	16
NÚMERO DE EMISIONES	2.459	2.836	3.681	3.507	3.681	3.985	4.143	4.249
Pagarés	1.593	1.724	2.242	2.199	2.242	2.451	2.539	2.508
Bonos y obligaciones	271	329	398	385	398	423	430	453
Cédulas hipotecarias	41	54	83	77	83	90	98	107
Cédulas territoriales	5	8	11	10	11	14	15	17
Bonos de titulización	468	631	856	746	856	916	971	1074
Participaciones preferentes	47	58	65	60	65	69	70	71
Bonos matador	34	32	26	30	26	22	20	19
SALDO VIVO² (millones de euros)	307.428,8	448.679,3	588.942,3	548.592,0	588.942,3	645.466,6	675.996,4	731.869,9
Pagarés	45.176,7	57.719,4	70.778,6	67.489,2	70.778,6	77.054,5	81.591,4	96.384,7
Bonos y obligaciones	68.044,8	103.250,7	131.107,8	128.308,6	131.107,8	138.282,1	136.090,3	143.155,3
Cédulas hipotecarias	57.324,5	90.550,0	129.710,0	124.210,0	129.710,0	139.260,0	145.755,5	154.330,5
Cédulas territoriales	5.800,0	7.575,0	9.525,0	8.025,0	9.525,0	12.475,0	13.475,0	14.775,0
Bonos de titulización	109.862,5	164.810,0	222.866,1	195.875,4	222.866,1	253.378,5	274.173,0	298.803,4
Participaciones preferentes	18.705,1	22.486,6	23.115,6	22.606,6	23.115,6	23.417,6	23.492,6	23.062,6
Bonos matador	2.515,1	2.287,6	1.839,2	2.077,2	1.839,2	1.598,8	1.418,5	1.358,4

1 Datos disponibles: agosto 2007.

2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ¹
POR TIPO DE ACTIVO. Total	572.030,0	877.812,1	910.493,9	214.330,4	270.334,3	286.592,8	262.799,2	203.233,8
Pagarés	291.902,6	408.185,0	489.069,5	139.298,9	140.827,7	153.727,0	140.611,4	104.537,6
Bonos y obligaciones	51.263,3	86.585,7	82.421,1	17.962,7	19.567,1	27.157,8	25.082,6	12.385,0
Cédulas hipotecarias	46.014,4	60.060,9	70.113,5	15.466,1	21.803,3	21.036,3	19.535,9	11.865,3
Cédulas territoriales	3.356,9	2.740,1	3.659,1	618,0	2.588,9	1.216,9	568,4	3.212,7
Bonos de titulización	171.724,6	313.778,5	257.628,9	39.549,6	83.470,8	81.489,8	75.463,1	70.343,3
Participaciones preferentes	4.139,4	4.046,2	4.647,8	952,2	1.512,0	1.409,7	1.031,7	656,3
Bonos matador	3.628,8	2.415,7	2.954,1	482,8	564,7	555,2	506,2	233,6
POR TIPO DE OPERACIÓN. Total	572.030,0	877.812,0	910.493,9	214.330,4	270.334,3	286.592,8	262.799,2	203.233,8
Simple	242.333,0	322.819,0	386.368,8	84.178,3	118.623,9	114.617,8	100.039,0	70.825,7
Repo	197.778,0	284.520,0	330.839,9	91.538,6	98.597,3	120.468,5	117.077,4	80.009,3
Simultánea	131.919,0	270.473,0	193.285,1	38.613,5	53.113,1	51.506,4	45.682,8	52.398,8

1 Datos disponibles: agosto 2007.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.13

Importes nominales en millones de euros	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ¹
Total	430.127,3	591.837,2	702.608,8	171.695,1	213.205,3	231.736,2	211.982,4	148.081,1
Sociedades no financieras	176.479,7	218.139,5	260.108,1	74.115,1	78.073,8	88.151,6	102.730,2	65.073,1
Instituciones financieras	138.401,6	218.381,1	247.876,4	63.569,6	68.679,6	68.858,1	71.023,9	51.824,1
Entidades de crédito	43.446,8	71.118,9	83.999,1	19.304,5	26.313,7	20.027,7	26.406,4	19.513,1
IIC, seguros y fondos de pensiones	90.163,8	138.580,4	145.911,5	40.199,8	37.714,5	40.317,3	38.310,3	27.180,4
Otras entidades financieras	4.790,9	8.681,8	17.965,8	4.065,2	4.651,4	8.513,2	6.307,3	5.130,5
Administraciones públicas	1.695,9	5.629,4	7.058,9	1.311,1	2.317,3	2.514,1	2.195,6	1.551,2
Hogares e ISFLSH 2	16.100,1	14.433,3	23.675,9	4.445,8	7.080,9	16.310,4	4.427,7	2.580,7
Resto del mundo	97.450,1	135.253,9	163.889,4	28.253,5	57.053,7	55.902,0	31.605,1	27.052,1

1 Datos disponibles: agosto 2007.

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

Admisión a bolsa. Expedientes registrados en la CNMV

CUADRO 1.14

	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ¹
IMPORTES NOMINALES (millones de euros)	113,3	1.234,6	68,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	50,0	1.140,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	63,3	94,6	68,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES	3	6	1	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	1	3	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	2	3	1	0	0	0	0	0
Otros	0	0	0	0	0	0	0	0

1 Datos disponibles: agosto 2007.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.15

	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ¹
NÚMERO DE EMISORES	52	56	57	56	57	56	53	52
Emisores privados	35	39	40	39	40	40	38	38
Sociedades no financieras	12	12	10	10	10	10	8	8
Instituciones financieras privadas	23	27	30	29	30	30	30	30
Administraciones públicas	17	17	17	17	17	16	15	14
Comunidades Autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
NÚMERO DE EMISIONES	264	267	264	261	264	252	247	245
Emisores privados	113	122	131	123	131	129	121	121
Sociedades no financieras	28	22	18	18	18	17	14	14
Instituciones financieras privadas	85	100	113	105	113	112	107	107
Administraciones públicas	151	145	133	138	133	123	126	124
Comunidades Autónomas	87	92	89	91	89	87	91	89
SALDO VIVO² (millones de euros)	14.460,0	16.323,0	17.105,4	16.914,7	17.105,4	16.952,6	16.594,7	16.923,0
Emisores privados	4.533,2	5.507,3	6.784,3	5.973,3	6.784,3	6.596,0	6.183,0	6.109,2
Sociedades no financieras	1.244,7	835,4	492,1	491,9	492,1	486,3	454,0	454,0
Instituciones financieras privadas	3.288,5	4.671,9	6.292,2	5.481,5	6.292,2	6.109,7	5.729,0	5.655,2
Administraciones públicas ³	9.926,8	10.816,1	10.321,1	10.941,3	10.321,1	10.356,6	10.411,7	10.813,8
Comunidades Autónomas	7.198,2	8.457,2	8.319,8	8.591,6	8.319,8	8.665,6	8.721,4	8.723,5

1 Datos disponibles: agosto 2007.

2 Importes nominales.

3 No incluye deuda anotada.

Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.16

	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ¹
Importes nominales en millones de euros								
Mercado electrónico	227,0	220,0	257,3	22,8	37,7	87,2	23,5	12,2
Corros	490,1	4.538,3	5.009,9	2.641,2	1.899,0	2.067,1	592,6	320,9
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	50,4	4.404,2	4.879,6	2.616,8	1.867,8	2.033,0	563,6	302,8
Bilbao	309,2	9,2	24,8	1,3	2,6	1,6	2,0	1,2
Valencia	130,5	124,8	105,5	23,1	28,5	32,4	27,0	16,9
Deuda anotada	40,8	36,1	35,6	7,9	9,9	7,7	10,4	3,7
Deuda Comunidades Autónomas	76.258,8	83.204,0	84.443,6	21.182,1	18.365,4	20.980,3	21.295,2	14.795,5

1 Datos disponibles: agosto 2007.

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

CUADRO 1.17

	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ¹
Importes nominales en millones de euros								
Total	381,1	219,5	175,1	45,5	36,4	26,1	22,9	8,5
Simples	104,1	71,0	94,3	34,9	19,1	17,3	14,1	7,9
Simultáneas	274,8	148,5	80,2	10,6	17,3	8,8	8,8	0,6
Otras operaciones	2,2	0,1	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: agosto 2007.

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.18

	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ¹
Número de contratos								
Sobre deuda	98	46	15	4	3	1	4	2
Futuro sobre bono nocial ²	98	46	15	4	3	1	4	2
Sobre Ibex 35 ^{3,4}	4.767.871	5.490.958	7.119.853	1.677.721	1.998.653	2.246.165	2.443.146	1.620.384
Futuro sobre Ibex 35 plus	4.354.868	4.935.648	6.408.961	1.545.699	1.755.309	2.056.808	2.235.602	1.495.591
Futuro mini sobre Ibex 35	118.250	114.563	159.830	34.313	46.228	62.981	70.034	53.681
Opción call mini	148.119	232.825	288.542	48.399	116.334	48.028	53.850	23.581
Opción put mini	146.634	207.922	262.521	49.310	80.783	78.348	83.661	47.531
Sobre acciones ⁵	20.255.113	29.728.916	33.655.790	6.354.792	8.397.012	6.916.993	6.818.146	2.797.426
Futuros	12.054.799	18.813.689	21.229.811	4.294.517	4.888.296	3.777.996	3.773.666	1.032.113
Opción call	5.226.872	6.803.863	7.664.125	1.183.228	2.587.277	1.624.490	1.655.261	744.774
Opción put	2.973.442	4.111.364	4.761.854	877.047	921.439	1.514.507	1.389.219	1.020.539
Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex								
Sobre deuda ⁶	2.815.703	1.440.370	1.117.956	258.349	222.213	242.092	303.004	191.579
Sobre índices ⁷	1.784.965	1.080.801	1.423.441	374.207	287.166	338.709	401.267	246.795

1 Datos disponibles: agosto 2007.

2 Nominal del contrato: 100 mil euros.

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

4 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

6 Futuros sobre Bund, Bobl y Schatz.

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

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

Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.19

	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ¹
WARRANTS²								
Importe de las primas (millones de euros)	1.525,3	1.840,0	5.144,3	642,5	1.713,0	1.942,1	1.492,9	2.712,5
Sobre acciones	929,0	1.180,8	3.697,6	465,8	1.243,1	1.411,9	1.077,8	1.727,9
Sobre índices	553,8	559,9	1.064,9	135,8	414,2	449,4	380,9	853,4
Otros ³	42,5	99,3	381,8	40,9	55,6	80,7	34,2	131,2
Número de emisiones	1.600	1.720	4.063	671	1.652	1.667	1.404	1.506
Número de emisores	7	6	8	7	7	7	6	6
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	247,7	112,2	206,8	101,2	42,0	61,0	45,0	25,0
Sobre acciones	195,3	87,8	196,2	101,2	32,0	55,0	45,0	25,0
Sobre índices	48,7	16,4	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros ³	3,8	8,0	10,0	0,0	10,0	6,0	0,0	0,0
Número de emisores	31	13	12	3	4	4	2	1
Número de emisiones	8	4	4	2	2	3	1	1

1 Datos disponibles: agosto 2007.

2 Incluye emisiones que no requieren un folleto de emisión previo en aplicación de la normativa sobre folletos de emisión.

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

Bolsa de valores. Contratación de warrants y ETF

CUADRO 1.20

	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	1.826,9	2.142,4	2.907,4	554,0	849,9	1.169,4	1.323,8	992,5
Sobre acciones nacionales	1.141,7	1.431,7	1.803,9	341,4	603,3	784,1	823,3	556,4
Sobre acciones extranjeras	95,1	155,8	294,7	45,0	97,8	120,8	133,6	76,7
Sobre índices	550,7	516,8	727,4	149,6	119,2	237,8	351,3	345,6
Otros ²	39,3	38,0	81,4	18,0	29,6	26,8	15,6	13,8
Número de emisiones ³	2.207	2.520	4.284	1.991	2.475	3.073	3.440	3.380
Número de emisores ³	8	8	9	9	9	9	9	9
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	78,6	69,8	58,8	11,4	15,3	14,3	14,7	5,9
Número de emisiones ³	16	15	14	11	11	10	12	10
Número de emisores ³	5	5	5	4	4	3	3	3
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	-	-	-	609,1	1.218,0	927,2	832,8	679,5
Número de fondos	-	-	-	2	5	5	5	12
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	-	-	-	204,4	376,8	507,8	521,6	nd

1 Datos disponibles: agosto 2007.

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

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

4 En las Instituciones de Inversión Colectiva extranjeras se incluye el volumen de inversión comercializado.

nd: Dato no disponible.

1.3.3 Derivados no financieros

Negociación en MFAO¹

CUADRO 1.21

	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ²
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante 3	10.693	21.145	35.079	7.027	6.400	16.679	14.173	3.495

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: agosto 2007.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ¹
Sociedades de valores								
Entidades nacionales	48	46	47	46	47	45	46	46
Sucursales	90	96	108	107	108	95	97	100
Representantes	6.453	6.562	6.610	6.587	6.610	6.466	6.614	6.675
Agencias de valores								
Entidades nacionales	55	56	57	58	57	55	55	54
Sucursales	13	11	11	10	11	11	12	12
Representantes	363	516	589	585	589	601	644	648
Sociedades gestoras de cartera								
Entidades nacionales	21	17	15	15	15	14	13	13
Sucursales	4	4	4	4	4	4	4	4
Representantes	3	14	5	4	5	5	5	6
Entidades de crédito ²	207	206	204	205	204	204	202	202

1 Datos disponibles: agosto 2007.

2 Fuente: Banco de España.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ¹
Total	1.107	1.196	1.321	1.296	1.321	1.357	1.386	1.424
ESI ² en el Espacio Económico Europeo	801	867	973	950	973	1.005	1.027	1.061
Con sucursal	19	18	22	17	22	24	25	26
En libre prestación de servicios	782	849	951	933	951	981	1.002	1.035
Entidades de crédito ³	306	329	348	346	348	352	359	363
Comunitarias	297	320	339	337	339	344	351	354
Con sucursal	37	38	44	42	44	45	49	51
En libre prestación de servicios	259	281	294	294	294	298	301	302
Filiales en libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	1	1
Extracomunitarias	9	9	9	9	9	8	8	9
Con sucursal	8	8	8	8	8	7	7	8
En libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	1	1

1 Datos disponibles: agosto 2007.

2 Empresas de Servicios de Inversión.

3 Fuente: Banco de España.

Intermediación de operaciones al contado

CUADRO 2.3

Millones de euros	II 2006				II 2007			
	Bolsas nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total	Bolsas nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total
RENTA FIJA								
Total	4.685	2.364.626	401.144	2.770.455	6.223	2.387.396	386.262	2.779.881
Sociedades de valores	3.566	321.527	47.088	372.181	5.888	199.685	50.140	255.713
Agencias de valores	1.119	2.043.099	354.056	2.398.274	335	2.187.711	336.122	2.524.168
RENTA VARIABLE								
Total	405.397	1.316	27.420	434.133	598.498	1.897	33.250	633.645
Sociedades de valores	374.382	636	21.618	396.636	561.947	1.016	30.511	593.474
Agencias de valores	31.015	680	5.802	37.497	36.551	881	2.739	40.171

Intermediación de operaciones de derivados¹

CUADRO 2.4

Millones de euros	II 2006				II 2007			
	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total
Total	220.506	1.675.771	916.094	2.812.371	322.937	4.460.817	1.054.768	5.838.522
Sociedades de valores	92.352	280.988	2.906	376.246	183.696	339.608	177.805	701.109
Agencias de valores	128.154	1.394.783	913.188	2.436.125	139.241	4.121.209	876.963	5.137.413

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

	II 2006			II 2007		
	Total	IIC	Otras ¹	Total	IIC	Otras ¹
NÚMERO DE CARTERAS						
Total	17.618	99	17.519	19.737	95	19.642
Sociedades de valores	9.690	19	9.671	11.024	25	10.999
Agencias de valores	4.032	47	3.985	4.090	35	4.055
Sociedades gestoras de cartera	3.896	33	3.863	4.623	35	4.588
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)						
Total	14.013.785	1.322.545	12.691.240	14.496.725	1.569.471	12.927.254
Sociedades de valores	4.833.302	542.171	4.291.131	6.039.778	745.462	5.294.316
Agencias de valores	5.407.466	534.255	4.873.211	3.582.278	526.529	3.055.749
Sociedades gestoras de cartera	3.773.017	246.119	3.526.898	4.874.669	297.480	4.577.189

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

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores

CUADRO 2.6

Miles de euros ¹	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ²
I. MARGEN FINANCIERO	78.435	57.653	17.325	20.034	17.325	8.484	11.025	27
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	-44.315	200.360	48.335	138.978	48.335	38.135	-166.565	-199.393
III. COMISIONES NETAS	539.154	653.273	775.377	548.181	775.377	240.751	485.244	561.804
Comisiones percibidas	700.061	847.524	1.009.089	716.306	1.009.089	312.113	624.257	729.382
Tramitación y ejecución de órdenes	449.067	526.241	629.952	432.407	629.952	215.607	409.875	476.408
Colocación y aseguramiento de emisiones	39.904	58.685	73.278	61.443	73.278	9.161	31.775	43.649
Depósito y anotación de valores	15.237	17.593	22.367	16.322	22.367	5.743	12.455	14.609
Gestión de carteras	14.141	20.599	23.883	16.119	23.883	6.757	14.570	16.691
Diseño y asesoramiento	35.131	52.180	55.918	42.403	55.918	20.736	40.110	45.240
Búsqueda y colocación de paquetes	12	6	0	6	0	9	9	9
Operaciones de crédito al mercado	128	56	33	27	33	5	11	13
Suscripción y reembolso en IIC	104.909	118.871	141.312	102.479	141.312	34.771	70.425	82.321
Otras	41.532	53.293	62.346	45.100	62.346	19.324	45.027	50.442
Comisiones satisfechas	160.907	194.251	233.712	168.125	233.712	71.362	139.013	167.578
IV. MARGEN ORDINARIO	573.274	911.286	841.037	707.193	841.037	287.370	329.704	362.438
V. MARGEN DE EXPLOTACION	207.113	498.362	395.105	383.776	395.105	173.463	98.455	93.453
VII. RESULTADO DESPUES DE IMPUESTOS	215.903	266.734	430.651	484.790	430.651	280.510	482.067	560.898

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. A partir de 2005 incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2 Datos disponibles: julio 2007.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.7

Miles de euros ¹	Total		Margen financiero		Cartera de valores		Otras dotaciones	
	II 2006	II 2007	II 2006	II 2007	II 2006	II 2007	II 2006	II 2007
	Total	54.770	-156.263	-8.354	11.025	63.438	-166.565	-314
Activos monetarios y deuda pública	2.920	-13.372	5.992	1.959	-3.072	-15.331	0	0
Otros valores de renta fija	22.948	39.902	16.937	26.446	6.011	13.456	0	0
Cartera interior	21.517	40.358	15.531	23.433	5.986	16.925	0	0
Cartera exterior	1.431	-456	1.406	3.013	25	-3.469	0	0
Renta variable	-75.118	189.622	21.020	64.441	-96.138	125.181	0	0
Cartera interior	2.553	134.855	4.697	27.559	-2.144	107.296	0	0
Cartera exterior	-77.671	54.767	16.323	36.882	-93.994	17.885	0	0
Derivados	162.158	-280.317	0	0	162.158	-280.317	0	0
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-8.008	-2.546	-8.008	-2.546	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	-54.054	-91.887	-54.054	-91.887	0	0	0	0
Otras operaciones	3.924	2.335	9.759	12.612	-5.521	-9.554	-314	-723

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. A partir de 2005 incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros ¹	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ²
I. MARGEN FINANCIERO	7.677	10.665	12.934	10.041	12.934	3.275	6.899	8.084
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	622	3.306	3.906	1.796	3.906	437	1.120	991
III. COMISIONES NETAS	157.362	184.113	233.447	172.783	233.447	62.888	121.309	139.578
Comisiones percibidas	191.091	229.752	297.030	218.924	297.030	81.545	159.573	183.201
Tramitación y ejecución de órdenes	88.168	97.948	114.111	83.035	114.111	34.088	66.060	75.412
Colocación y aseguramiento de emisiones	1.355	3.821	3.183	2.074	3.183	465	1.470	2.320
Depósito y anotación de valores	1.389	1.357	1.520	1.280	1.520	683	1.005	1.065
Gestión de carteras	13.747	14.868	28.672	22.916	28.672	8.177	14.534	16.216
Diseño y asesoramiento	1.959	2.664	2.360	1.703	2.360	423	1.119	878
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	1	1	0
Suscripción y reembolso en IIC	26.452	46.171	68.513	49.242	68.513	17.629	37.345	44.076
Otras	58.021	62.923	78.671	58.674	78.671	20.079	38.039	43.234
Comisiones satisfechas	33.729	45.639	63.583	46.141	63.583	18.657	38.264	43.623
IV. MARGEN ORDINARIO	165.661	198.084	250.287	184.620	250.287	66.600	129.328	148.653
V. MARGEN DE EXPLOTACION	43.424	66.420	95.026	76.220	95.026	28.709	53.410	59.669
VI. RESULTADO DESPUES DE IMPUESTOS	20.763	38.264	62.449	74.660	62.449	33.484	64.113	69.413

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. A partir de 2005 incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2 Datos disponibles: julio 2007.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera

CUADRO 2.9

Miles de euros ¹	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ²
I. MARGEN FINANCIERO	550	575	895	594	895	338	705	843
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES	89	65	6	-5	6	-1	-16	-1
III. COMISIONES NETAS	15.155	17.164	15.195	10.146	15.195	3.875	7.485	8.734
Comisiones percibidas	15.868	25.508	27.625	19.789	27.625	7.435	14.804	17.390
Gestión de carteras	10.450	18.813	22.068	16.893	22.068	6.028	12.371	14.936
Diseño y asesoramiento	3.265	4.380	4.951	2.252	4.951	898	1.380	1.211
Suscripción y reembolso en IIC	320	592	261	228	261	393	820	972
Otras	1.833	1.723	345	416	345	116	233	271
Comisiones satisfechas	713	8.344	12.430	9.643	12.430	3.560	7.319	8.656
IV. MARGEN ORDINARIO	15.794	17.804	16.096	10.735	16.096	4.212	8.174	9.576
V. MARGEN DE EXPLOTACION	4.528	6.051	6.352	3.496	6.352	1.661	3.171	3.743
VI. RESULTADO DESPUES DE IMPUESTOS	1.730	3.465	4.112	2.479	4.112	1.420	2.477	2.796

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. A partir de 2005 incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2 Datos disponibles: julio 2007.

Margen de cobertura de los recursos propios sobre el coeficiente de solvencia¹

CUADRO 2.10

Miles de euros	Exceso		Número de entidades según porcentaje del exceso									
	Importe total	% ²	< 50 ³	<100	<150	<200	<300	<400	<500	<750	<1000	>1000
Total	1.212.029	353,21	14	22	8	11	14	9	8	7	9	12
Sociedades de valores	1.076.517	417,26	0	6	3	2	10	4	5	3	6	7
Agencias de valores	124.847	205,42	10	13	4	7	4	4	2	4	2	5
Sociedades gestoras de cartera	10.665	43,76	4	3	1	2	0	1	1	0	1	0

1 Datos a junio 2007.

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

3 Incluye las entidades dadas de alta que no han remitido información.

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos¹

CUADRO 2.11

Media ²	Pérdidas	Número de entidades según su rentabilidad anualizada									
		0-5%	6-15%	16-30%	31-45%	46-60%	61-75%	76-100%	>100%		
Total	68,4	11	12	8	20	14	8	4	13	24	
Sociedades de valores	71,15	1	2	1	12	6	2	3	7	12	
Agencias de valores	59,39	8	8	4	5	8	4	1	6	11	
Sociedades gestoras de cartera	13,85	2	2	3	3	0	2	0	0	1	

1 Datos a junio 2007.

2 Media ponderada por fondos propios, en %.

3 Instituciones de inversión colectiva¹

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

CUADRO 3.1

	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ¹
Total IIC de carácter financiero	5.717	5.841	6.007	5.966	6.006	6.071	6.169	6.212
Fondos de inversión	2.620	2.723	2.850	2.829	2.850	2.885	2.921	2.931
Sociedades de inversión	3.097	3.118	3.150	3.137	3.149	3.178	3.217	3.239
IIC de IIC de inversión libre	-	-	2	-	2	2	22	29
IIC de inversión libre	-	-	5	-	5	6	9	13
Total IIC inmobiliarias	9	13	17	15	17	17	17	19
Fondos de inversión inmobiliaria	7	7	9	9	9	9	9	10
Sociedades de inversión inmobiliaria	2	6	8	6	8	8	8	9
Total IIC extranjeras comercializadas en España	238	260	340	312	340	354	362	383
Fondos extranjeros comercializados en España	93	115	163	144	164	169	171	186
Sociedades extranjeras comercializadas en España	145	145	177	168	177	185	191	197
SGIIC	116	112	114	113	114	116	116	117
Depositarias IIC	137	135	132	132	132	129	127	127

1 Datos disponibles: agosto 2007.

1 En las referencias a los fondos de inversión de todo el capítulo, no se incluyen los fondos de inversión libre ni los fondos de IIC de inversión libre.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ¹
Total IIC de carácter financiero	8.261.376	8.869.084	9.048.207	9.348.199	9.048.207	9.156.645	9.180.702	-
Fondos de inversión	7.880.076	8.450.164	8.637.781	8.924.673	8.637.781	8.740.972	8.755.921	8.760.338
Sociedades de inversión	381.300	418.920	410.403	423.526	410.403	415.539	423.142	-
IIC de IIC de inversión libre	-	-	2	-	2	26	1.456	2.060
IIC de inversión libre	-	-	21	-	21	108	183	204
Total IIC inmobiliarias	86.490	119.113	151.053	140.284	151.053	153.656	154.426	154.860
Fondos de inversión inmobiliaria	86.369	118.857	150.304	139.818	150.304	152.902	153.630	154.061
Sociedades de inversión inmobiliaria	121	256	749	466	749	754	796	799
Total IIC extranjeras comercializadas en España	321.805	560.555	779.165	806.305	779.165	782.020	825.552	-
Fondos extranjeros comercializados en España	51.364	104.089	144.139	141.164	144.139	158.900	176.834	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	270.441	456.466	635.026	665.141	635.026	623.120	648.718	-

¹ Datos disponibles: julio 2007.

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ¹
Total IIC de carácter financiero	261.191,7	289.810,7	300.584,0	300.523,1	300.584,00	305.058,2	310.144,3	307.794,70
Fondos de inversión	236.088,4	262.200,9	270.406,3	271.361,1	270.406,3	273.412,8	276.600,4	274.269,9
Sociedades de inversión	25.103,3	27.609,8	30.152,7	29.162,1	30.152,7	31.516,0	32.791,7	32.645,8
IIC de IIC de inversión libre	-	-	0,6	-	0,6	9,5	600,2	698,7
IIC de inversión libre	-	-	24,4	-	24,4	119,9	152,0	180,2
Total IIC inmobiliarias	4.434,4	6.690,8	9.052,0	8.450,7	9.052,0	9.240,8	9.416,8	9.503,9
Fondos de inversión inmobiliaria	4.377,9	6.476,9	8.595,9	8.072,8	8.595,9	8.781,7	8.929,4	9.003,6
Sociedades de inversión inmobiliaria	56,4	213,9	456,1	377,9	456,1	459,2	487,4	500,2
Total IIC extranjeras comercializadas en España	17.785,6	33.668,1	44.102,9	41.595,1	44.102,9	45.113,8	50.040,1	-
Fondos extranjeros comercializados en España	3.498,1	8.267,3	12.099,3	10.719,6	12.099,3	12.464,3	14.194,5	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	14.287,4	25.400,8	32.003,5	30.875,5	32.003,5	32.649,6	35.845,6	-

¹ Datos disponibles: julio 2007.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión de carácter financiero ¹

CUADRO 3.4

Millones de euros	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ²
Patrimonio	236.088,4	262.200,9	270.406,9	271.361,1	270.406,9	273.422,3	277.200,6	274.968,7
Liquidez	6.506,5	8.207,5	10.462,9	11.860,2	10.462,9	11.228,2	11.578,9	11.037,4
Inversión en cartera	230.212,7	255.273,6	260.002,9	259.249,8	260.002,9	262.034,2	265.596,0	263.796,0
Cartera interior	114.058,9	123.683,6	127.355,4	126.103,1	127.355,4	130.070,3	131.055,2	132.659,0
Acciones	9.578,3	11.602,1	13.806,8	13.614,7	13.806,8	14.389,8	14.196,3	13.982,1
Participaciones en fondos de inversión	16.782,6	17.255,9	17.322,8	17.148,5	17.322,8	17.377,4	18.719,4	18.882,9
Activos monetarios públicos	4.434,9	4.149,4	2.887,7	3.877,0	2.887,7	3.306,6	2.539,7	2.601,5
Otros valores de renta fija pública	11.422,9	10.088,7	9.891,6	9.929,2	9.891,6	10.178,1	9.715,2	9.142,2
Activos monetarios privados	19.735,9	26.850,7	28.483,2	27.931,5	28.483,2	29.522,6	30.711,7	31.994,2
Otra renta fija privada	14.235,6	18.835,6	23.105,3	20.985,5	23.105,3	24.646,1	24.879,8	24.900,9
Warrants y opciones nacionales	157,0	483,1	603,3	580,0	603,3	578,1	675,3	637,7
Adquisición temporal de activos	37.706,7	34.417,8	31.229,4	32.036,3	31.229,4	30.046,1	29.592,5	30.492,2
Cartera no cotizada	5,0	0,2	25,4	0,2	25,4	25,4	25,4	25,3
Cartera exterior	116.153,8	131.590,0	132.647,4	133.146,7	132.647,4	131.963,9	134.540,7	131.137,0
Euros	107.682,4	118.871,5	118.664,1	119.488,4	118.664,1	118.953,6	120.459,4	117.072,7
Acciones	7.065,6	8.925,1	11.418,0	10.459,1	11.418,0	12.823,3	14.247,4	13.715,6
Participaciones en fondos de inversión	11.184,8	15.986,0	23.414,2	23.961,8	23.414,2	22.849,5	23.440,2	22.692,4
Renta fija	86.833,3	90.220,7	78.933,4	80.881,9	78.933,4	78.365,1	77.447,7	75.795,9
Warrants y opciones internacionales	2.598,8	3.739,7	4.898,7	4.185,5	4.898,7	4.915,7	5.324,0	4.868,9
Cartera no cotizada	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto	8.471,4	12.718,5	13.983,3	13.658,3	13.983,3	13.010,3	14.081,3	14.064,3
Acciones	4.991,0	7.019,5	7.343,0	6.992,1	7.343,0	7.085,0	7.705,1	7.592,8
Participaciones en fondos de inversión	2.576,7	4.395,6	5.491,5	5.441,2	5.491,5	4.812,2	5.343,0	5.454,9
Renta fija	875,9	1.204,8	1.011,7	1.103,4	1.011,7	978,0	888,4	871,4
Warrants y opciones internacionales	27,7	97,2	136,0	120,3	136,0	134,2	143,7	144,1
Cartera no cotizada	0,0	1,4	1,2	1,3	1,2	1,0	1,1	1,0
Saldo neto (Deudores - Acreedores)	-630,9	-1.280,3	-58,8	251,1	-58,8	160,0	25,7	135,2

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 disponibles: julio 2007.

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

CUADRO 3.5

Millones de euros	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ¹
Patrimonio	25.103,3	27.610,0	30.152,7	29.162,1	30.152,7	31.516,0	32.791,7	32.645,8
Liquidez	632,6	728,9	802,2	813,7	802,2	870,9	1.004,7	901,5
Inversión en cartera	24.338,5	26.884,9	29.294,1	28.258,3	29.294,1	30.407,1	31.692,4	31.557,2
Cartera interior	13.710,4	13.851,1	15.553,8	14.970,1	15.553,8	15.929,3	15.905,8	16.058,9
Acciones	4.831,2	5.906,5	6.727,3	6.581,5	6.727,3	7.050,5	7.191,8	7.038,8
Participaciones en fondos de inversión	755,2	941,2	1.095,0	1.093,6	1.095,0	1.143,6	1.309,5	1.328,2
Activos monetarios públicos	90,0	128,1	463,4	445,8	463,4	362,7	418,1	462,9
Otros valores de renta fija pública	754,8	897,0	678,2	754,8	678,2	737,3	802,0	728,0
Activos monetarios privados	152,0	359,1	555,4	497,5	555,4	623,6	732,9	727,2
Otra renta fija privada	339,5	397,3	554,8	540,0	554,8	571,5	534,9	530,4
Warrants y opciones nacionales	7,3	15,3	19,7	12,6	19,7	21,1	23,0	33,2
Adquisición temporal de activos	6.779,2	5.206,2	5.459,1	5.044,0	5.459,1	5.418,1	4.892,7	5.205,4
Cartera no cotizada	1,2	0,3	0,8	0,3	0,8	0,8	0,8	4,7
Cartera exterior	10.628,1	13.033,8	13.740,3	13.288,3	13.740,3	14.477,8	15.786,6	15.498,2
Euros	7.590,0	9.178,6	9.847,7	9.555,0	9.847,7	10.522,9	11.635,6	11.364,2
Acciones	2.315,2	2.885,6	3.379,9	3.064,0	3.379,9	3.676,0	4.414,1	4.257,0
Participaciones en fondos de inversión	2.520,8	3.351,6	4.169,1	4.001,5	4.169,1	4.523,4	5.012,2	4.979,9
Renta fija	2.642,5	2.755,8	2.041,5	2.236,0	2.041,5	2.061,5	1.984,2	1.892,7
Warrants y opciones internacionales	109,8	185,7	257,2	253,5	257,2	262,0	225,1	234,5
Cartera no cotizada	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto	3.038,0	3.855,2	3.892,6	3.733,3	3.892,6	3.954,9	4.151,0	4.134,1
Acciones	1.888,0	2.173,9	2.104,7	2.067,3	2.104,7	2.080,2	2.086,3	2.037,2
Participaciones en fondos de inversión	934,1	1.403,7	1.517,7	1.422,5	1.517,7	1.672,9	1.852,7	1.862,7
Renta fija	214,4	270,0	234,8	235,7	234,8	188,3	199,7	219,1
Warrants y opciones internacionales	1,6	7,5	11,3	7,8	11,3	13,6	12,3	15,1
Cartera no cotizada	0,0	0,1	24,1	0,0	24,1	0,0	0,0	0,0
Saldo neto (Deudores - Acreedores)	132,2	-3,8	56,4	90,0	56,4	238,0	94,7	187,1

1 Datos disponibles: julio 2007.

Fondos de inversión de carácter financiero: Número, partícipes y patrimonio por tipo de fondo¹

CUADRO 3.6

	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	2.594	2.705	2.822	2.771	2.803	2.822	2.872	2.919
Renta fija ²	627	624	606	612	613	606	609	606
Renta fija mixta ³	231	217	212	208	210	212	207	211
Renta variable mixta ⁴	232	222	222	222	222	222	215	216
Renta variable nacional	110	116	118	116	118	118	118	118
Renta variable internacional ⁵	443	454	467	465	461	467	480	488
Garantizado renta fija	191	211	220	220	218	220	232	237
Garantizado renta variable	474	514	559	535	559	559	577	586
Fondos globales	286	347	418	393	402	418	434	457
IIC de IIC de inversión libre	-	-	2	-	-	2	2	22
IIC de inversión libre	-	-	5	-	-	5	6	9
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	7.880.076	8.450.164	8.637.781	9.015.250	8.924.673	8.637.781	8.740.972	8.755.921
Renta fija ²	2.929.836	3.071.656	2.960.879	3.028.497	3.034.437	2.960.879	2.933.505	2.881.128
Renta fija mixta ³	457.701	492.988	524.827	534.893	544.308	524.827	551.786	539.799
Renta variable mixta ⁴	447.452	408.757	357.013	393.214	377.923	357.013	374.508	376.559
Renta variable nacional	333.020	365.301	317.386	391.990	371.730	317.386	341.396	363.017
Renta variable internacional ⁵	1.091.711	1.199.460	1.258.426	1.340.735	1.284.729	1.258.426	1.274.138	1.263.619
Garantizado renta fija	459.047	455.237	497.540	472.703	482.550	497.540	518.940	541.442
Garantizado renta variable	1.655.196	1.849.626	1.783.867	1.849.107	1.831.944	1.783.867	1.771.469	1.766.834
Fondos globales	506.113	607.139	937.843	1.004.111	997.052	937.843	975.230	1.023.523
IIC de IIC de inversión libre	-	-	2	-	-	2	26	1.456
IIC de inversión libre	-	-	21	-	-	21	108	183
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	236.088,4	262.200,9	270.406,3	269.777,9	271.361,1	270.406,3	273.412,8	276.600,4
Renta fija ²	120.466,7	123.890,7	116.511,9	119.929,2	118.494,2	116.511,9	116.963,0	116.344,7
Renta fija mixta ³	11.795,7	14.625,8	15.314,5	14.833,4	15.103,3	15.314,5	15.755,0	15.329,1
Renta variable mixta ⁴	9.357,3	10.005,6	10.149,2	10.142,9	10.233,6	10.149,2	10.090,7	10.289,1
Renta variable nacional	8.042,1	9.741,7	10.416,4	9.206,8	10.421,2	10.416,4	11.238,3	9.523,4
Renta variable internacional ⁵	14.623,6	20.925,1	24.799,6	21.377,3	22.361,7	24.799,6	25.759,1	29.428,3
Garantizado renta fija	13.803,5	13.442,0	14.484,8	13.398,2	14.139,1	14.484,8	15.179,1	15.810,4
Garantizado renta variable	39.658,2	45.839,8	44.796,6	44.818,0	45.642,4	44.796,6	43.998,9	44.140,0
Fondos globales	18.341,3	23.730,1	33.933,3	36.072,2	34.965,6	33.933,3	34.428,9	35.735,4
IIC de IIC de inversión libre	-	-	0,6	-	-	0,6	9,5	600,2
IIC de inversión libre	-	-	24,4	-	-	24,4	119,9	152,0

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

2 Incluye: Renta fija corto plazo, Renta fija largo plazo, renta fija internacional y FIAMM.

3 Incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional.

4 Incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional.

5 Incluye: hasta 2002 Renta variable internacional y Renta variable euro, a partir de 2002 Renta variable euro, Renta variable internacional Europa, Renta variable internacional Japón, Renta variable internacional EEUU, Renta variable internacional emergentes y Renta variable internacional otros.

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

CUADRO 3.7

	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ¹
PARTÍCIPES	7.880.076	8.450.164	8.637.804	8.924.673	8.637.804	8.741.106	8.757.560	8.762.602
Personas físicas	7.666.310	8.202.638	8.389.315	8.674.470	8.389.315	8.490.813	8.499.831	8.505.519
Residentes	7.558.501	8.101.310	8.292.264	8.576.300	8.292.264	8.394.044	8.402.736	8.408.429
No residentes	107.809	101.328	97.051	98.170	97.051	96.769	97.095	97.090
Personas jurídicas	213.766	247.526	248.489	250.203	248.489	250.293	257.729	257.083
Entidades de crédito	1.378	1.634	1.609	1.600	1.609	1.576	1.721	1.270
Otros agentes residentes	210.888	244.223	244.980	246.752	244.980	246.819	254.123	253.888
Entidades no residentes	1.500	1.669	1.900	1.851	1.900	1.898	1.885	1.925
PATRIMONIO (millones de euros)	236.088,4	262.200,9	270.431,3	271.361,1	270.431,3	273.542,2	277.352,6	275.148,9
Personas físicas	172.068,9	193.948,6	201.411,0	201.607,3	201.411,0	202.506,4	204.173,3	203.329,7
Residentes	168.792,7	190.753,2	198.330,5	198.501,3	198.330,5	199.482,9	201.266,3	200.267,6
No residentes	3.276,2	3.195,4	3.080,5	3.106,0	3.080,5	3.023,5	3.086,8	3.062,1
Personas jurídicas	64.019,5	68.252,3	69.020,3	69.753,7	69.020,3	71.035,8	72.579,1	71.819,2
Entidades de crédito	5.128,8	4.253,2	5.318,0	4.992,6	5.318,0	5.569,0	5.422,3	2.868,9
Otros agentes residentes	54.271,1	62.749,8	61.646,6	62.863,6	61.646,6	63.305,8	65.248,3	66.604,0
Entidades no residentes	4.619,6	1.249,4	2.055,70	1.897,6	2.055,70	2.160,9	2.328,8	2.346,3

¹ Datos disponibles: julio 2007.

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

CUADRO 3.8

Millones de euros	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	144.489,9	169.807,0	194.787,4	50.177,0	37.435,8	46.864,6	52.761,5	44.063,4
Renta fija	90.646,7	108.566,1	118.705,9	29.928,1	25.539,0	29.310,1	31.678,8	27.498,6
Renta fija mixta	4.164,8	6.677,3	8.476,6	1.948,5	1.208,2	1.982,5	2.322,7	1.439,3
Renta variable mixta	1.513,1	2.065,2	2.783,6	642,6	375,6	708,7	908,8	753,2
Renta variable nacional	4.031,4	5.588,5	5.590,4	1.216,2	1.500,5	1.406,7	1.984,6	991,9
Renta variable internacional	8.166,6	14.006,2	17.662,3	4.143,8	2.688,1	4.850,4	5.518,9	4.925,4
Garantizado renta fija	7.700,7	6.923,9	6.126,2	1.480,0	1.450,3	1.798,7	2.073,6	1.915,3
Garantizado renta variable	11.373,3	13.520,7	8.914,1	2.205,3	1.852,2	2.457,2	1.800,2	1.858,3
Fondos globales	16.893,3	12.459,2	26.528,3	8.612,5	2.821,7	4.350,2	6.474,0	4.681,2
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	0,6	-	-	0,6	8,9	188,6
Fondos de inversión libre	-	-	24,4	-	-	24,4	47,0	28,6
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	125.168,6	155.304,2	198.600,1	49.106,6	41.714,4	52.565,8	52.566,6	45.164,4
Renta fija	83.463,6	107.150,9	127.469,1	27.866,4	27.519,7	31.363,9	32.087,4	28.502,6
Renta fija mixta	4.616,9	4.339,6	7.048,4	2.093,8	1.403,6	2.035,2	1.967,4	1.664,7
Renta variable mixta	2.581,1	2.602,5	3.644,7	966,6	723,8	1.166,2	1.023,0	893,9
Renta variable nacional	2.922,1	5.323,3	7.824,6	2.490,3	1.438,9	2.401,9	1.750,2	1.861,3
Renta variable internacional	7.594,2	11.390,2	16.490,9	6.038,3	2.794,5	3.852,6	4.986,4	4.010,5
Garantizado renta fija	5.723,2	7.014,0	5.029,3	1.306,9	695,1	1.444,6	1.452,0	1.369,5
Garantizado renta variable	9.411,5	8.931,6	11.830,1	2.901,7	2.486,6	4.130,0	2.785,1	2.238,1
Fondos globales	8.856,1	8.552,1	19.263,1	5.442,6	4.652,3	6.171,5	6.515,1	4.623,8
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	0,0	-	-	0,0	0,0	1,3
Fondos de inversión libre	-	-	0,1	-	-	0,1	0,0	0,1

¹ Datos estimados.

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

CUADRO 3.9

Millones de euros	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	18.424,3	14.444,3	-4.524,5	1.065,6	-4.292,3	-6.469,2	231,8	-1.114,7
Renta fija	7.184,0	1.445,5	-9.423,4	2.070,2	-2.107,6	-2.625,5	-415,0	-1.009,7
Renta fija mixta	-440,8	2.349,6	1.539,2	-166,5	-36,0	-54,4	355,9	-224,7
Renta variable mixta	-1.109,2	-546,5	-854,7	-319,1	-369,7	-460,0	-112,4	-141,0
Renta variable nacional	1.130,0	276,0	-2.219,4	-1.300,1	92,4	-986,0	242,4	-871,0
Renta variable internacional	514,8	2.652,4	1.133,8	-1.831,4	-159,9	928,4	553,5	928,6
Garantizado renta fija	1.853,1	-354,4	1.018,9	176,7	694,2	353,5	621,7	623,8
Garantizado renta variable	1.222,3	4.693,6	-3.021,1	-754,4	-589,7	-1.817,2	-982,8	-479,7
Fondos globales	8.070,1	3.928,2	7.302,1	3.190,2	-1.816,0	-1.808,1	-40,6	58,9
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	0,6	-	-	0,6	8,9	588,4
Fondos de inversión libre	-	-	24,3	-	-	24,3	47,0	28,5
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	7.038,9	11.670,2	12.733,7	-3.052,0	5.876,3	5.516,1	2.784,2	4.303,9
Renta fija	1.870,5	1.837,6	2.260,2	426,2	794,8	726,6	831,1	747,3
Renta fija mixta	444,6	620,3	606,6	-127,8	305,8	238,4	140,9	145,9
Renta variable mixta	567,8	1.053,4	984,2	-250,3	454,1	378,7	163,0	258,2
Renta variable nacional	1.182,8	1.623,7	2.882,9	-290,0	1.122,0	981,2	579,5	203,5
Renta variable internacional	851,9	3.507,1	2.736,1	-1.427,0	1.150,6	1.484,3	420,5	1.678,4
Garantizado renta fija	334,0	222,8	112,3	11,4	101,0	34,6	87,2	40,7
Garantizado renta variable	1.470,5	1.635,5	1.995,2	-773,0	1.381,3	923,7	242,0	694,2
Fondos globales	316,8	1.169,8	1.156,2	-621,5	566,5	748,6	320,0	535,8
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	0,0	-	-	0,0	0,0	2,3
Fondos de inversión libre	-	-	0,1	-	-	-	0,8	3,6

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

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario ¹	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	4,31	5,87	5,73	-0,84	2,44	2,15	1,31	1,87
Renta fija	2,51	2,31	2,51	0,56	0,84	0,67	0,90	0,83
Renta fija mixta	4,96	6,18	5,30	-0,51	2,39	1,89	1,22	1,27
Renta variable mixta	7,46	12,96	11,31	-1,99	4,94	4,14	2,03	2,94
Renta variable nacional	19,40	20,10	30,10	-2,44	11,94	9,65	5,77	2,54
Renta variable internacional	7,80	22,82	13,82	-5,59	5,80	6,75	2,09	6,42
Garantizado renta fija	3,49	2,45	1,67	0,30	0,95	0,44	0,78	0,46
Garantizado renta variable	5,47	5,26	5,86	-1,31	3,43	2,39	0,91	1,95
Fondos globales	3,30	7,41	4,84	-1,46	1,94	2,58	1,28	1,88
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	ns	-	-	ns	-0,31	0,96
Fondos de inversión libre	-	-	ns	-	-	ns	1,47	4,50
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	1,08	1,07	1,04	0,25	0,27	0,26	0,26	0,27
Renta fija	0,78	0,73	0,63	0,17	0,16	0,14	0,16	0,16
Renta fija mixta	1,29	1,24	1,21	0,30	0,31	0,31	0,29	0,30
Renta variable mixta	1,64	1,69	1,63	0,38	0,42	0,42	0,40	0,40
Renta variable nacional	1,80	1,77	1,83	0,40	0,49	0,47	0,45	0,44
Renta variable internacional	1,65	1,80	1,78	0,37	0,46	0,49	0,43	0,48
Garantizado renta fija	0,84	0,77	0,75	0,19	0,19	0,18	0,17	0,17
Garantizado renta variable	1,44	1,38	1,34	0,34	0,34	0,33	0,33	0,33
Fondos globales	1,26	1,41	1,26	0,24	0,32	0,37	0,32	0,35
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	ns	-	-	ns	0,37	0,29
Fondos de inversión libre	-	-	ns	-	-	ns	0,40	0,99
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO²								
Total fondos de inversión	0,10	0,10	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,10	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,12	0,11	0,10	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,11	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable nacional	0,11	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable internacional	0,12	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,09	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,10	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Fondos globales	0,09	0,09	0,10	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	ns	-	-	ns	0,04	0,01
Fondos de inversión libre	-	-	ns	-	-	ns	0,04	0,52

1 En el caso de los fondos de inversión libre, % sobre patrimonio medio mensual.

2 En el caso de los fondos de inversión libre, la cifra que aparece en este apartado son los "gastos de financiación".

ns: Dato no significativo.

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

CUADRO 3.11

En %	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II
Total fondos de inversión	3,38	5,00	5,59	-0,97	2,31	2,28	1,11	1,65
Renta fija	1,65	1,53	1,95	0,38	0,68	0,63	0,72	0,65
Renta fija mixta	3,79	5,00	4,18	-0,79	2,09	1,58	0,94	0,96
Renta variable mixta	6,20	11,85	10,34	-2,26	4,61	3,78	1,71	2,57
Renta variable nacional	19,06	20,60	33,25	-2,34	11,90	9,73	5,78	2,07
Renta variable internacional	7,55	24,18	14,98	-5,15	5,74	6,60	2,12	6,38
Garantizado renta fija	2,62	1,66	0,83	0,10	0,75	0,24	0,59	0,29
Garantizado renta variable	4,07	3,95	4,66	-1,64	3,12	2,12	0,56	1,62
Fondos globales	2,17	6,16	4,01	-1,60	1,61	2,21	0,99	1,57
Fondos de fondos de inversión libre	-	-	ns	-	-	ns	-0,55	1,08
Fondos de inversión libre	-	-	ns	-	-	ns	1,26	3,18

ns: Dato no significativo.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 3.12

	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ¹
NÚMERO DE CARTERAS								
Fondos de inversión	2.620	2.723	2.850	2.829	2.850	2.885	2.921	2.940
Sociedades de inversión	2.962	2.989	3.049	3.025	3.049	3.073	3.112	3.126
IIC de IIC de inversión libre	-	-	2	-	2	2	22	29
IIC de inversión libre	-	-	5	-	5	6	9	13
Fondos de inversión inmobiliaria	7	7	9	9	9	9	9	10
Sociedades de inversión inmobiliaria	2	6	8	6	8	8	8	9
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	236.088,4	262.200,9	270.406,3	271.361,1	270.406,3	273.412,8	276.600,4	274.269,9
Sociedades de inversión	22.923,8	25.486,0	28.992,7	27.959,5	28.992,7	30.293,3	31.523,9	31.386,9
IIC de IIC de inversión libre	-	-	0,6	-	0,6	9,5	600,2	698,7
IIC de inversión libre	-	-	24,4	-	24,4	119,9	152,0	180,2
Fondos de inversión inmobiliaria	4.377,9	6.476,9	8.595,9	8.072,8	8.595,9	8.781,7	8.929,4	9.003,6
Sociedades de inversión inmobiliaria	56,4	213,9	456,1	377,9	456,1	459,2	487,4	500,2

1 Datos a julio 2007.

IIC extranjeras comercializadas en España

CUADRO 3.13

	2004	2005	2006	2006			2007	
				II	III	IV	I	II
VOLUMEN DE INVERSIÓN¹	17.785,6	33.614,7	44.102,9	41.655,8	41.595,1	44.102,9	45.113,8	50.040,1
Fondos	3.498,1	8.267,2	12.099,3	10.687,5	10.719,6	12.099,3	12.464,3	14.194,5
Sociedades	14.287,4	25.347,4	32.003,5	30.968,3	30.875,5	32.003,5	32.649,6	35.845,6
Nº DE INVERSORES	321.805	560.555	779.165	753.416	806.305	779.165	782.020	825.552
Fondos	51.364	104.089	144.139	140.263	141.164	144.139	158.900	176.834
Sociedades	270.441	456.466	635.026	613.153	665.141	635.026	623.120	648.718
Nº DE INSTITUCIONES	238	260	340	280	312	340	354	362
Fondos	93	115	163	122	144	163	169	171
Sociedades	145	145	177	158	168	177	185	191
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	164	161	189	175	183	189	190	196
Francia	25	47	83	48	68	83	90	92
Irlanda	34	35	46	42	44	46	48	48
Alemania	11	11	12	11	12	12	12	12
Reino Unido	3	5	6	3	3	6	9	9
Holanda	1	1	1	1	1	1	1	1
Austria	-	-	1	-	1	1	1	1
Bélgica	-	-	1	-	-	1	2	2
Malta	-	-	1	-	-	1	1	1

¹ Volumen de inversión: Importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del período, por su valor en euros en dicha fecha. Millones de euros.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 3.14

	2004	2005	2006	2006		2007		
				III	IV	I	II	III ¹
FONDOS								
Número	7	7	9	9	9	9	9	10
Participes	86.369	118.857	150.304	139.818	150.304	152.902	153.630	154.061
Patrimonio (millones de euros)	4.377,9	6.476,9	8.595,9	8.072,8	8.595,9	8.781,7	8.929,4	9.003,6
Rentabilidad (%)	6,65	5,35	6,12	1,52	0,80	1,31	1,1	0,42
SOCIEDADES								
Número	2	6	8	6	8	8	8	9
Participes	121	256	749	466	749	754	769	799
Patrimonio (millones de euros)	56,4	213,9	456,1	377,9	456,1	459,2	487,4	500,2

¹ Datos a julio 2007. En este caso, la rentabilidad es mensual.

VI Anexo legislativo (*)

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

Las novedades legislativas de ámbito nacional aprobadas en el tercer trimestre de 2007 han sido:

- **Ley 16/2007**, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea.

El objeto de la presente reforma es la de ajustar la legislación mercantil en materia contable a los criterios incluidos en los Reglamentos de la Unión Europea en los que se adoptan las Normas Internacionales de Información Financiera en aquellos aspectos sustanciales de carácter obligatorio.

Para alcanzar este objetivo, la Ley delimita la estructura básica del modelo contable, recogiendo los nuevos documentos que deberán presentarse junto con el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias y la memoria. Éstos son un estado que recoja los cambios en el patrimonio neto (ECPN) y un estado de flujos de efectivo sólo para aquellas empresas que no puedan formular balance, ECPN y memoria abreviados. El ECPN registrará ciertos ingresos ocasionados por variaciones de valor derivadas de la aplicación del criterio de valor razonable que, en determinadas circunstancias, revertirán en la cuenta de pérdidas y ganancias.

Otra modificación a destacar es la exigencia de inclusión en la memoria de las cuentas anuales aquella información cualitativa que sea significativa para realizar una comparativa con el ejercicio anterior.

Otros aspectos sustanciales de la presente reforma son:

- (i) la incorporación al Código de Comercio de las definiciones de los elementos patrimoniales incluidos en las cuentas anuales (activos, pasivos, patrimonio neto, ingresos y gastos).
 - (ii) la matización del contenido de alguno de los principios contables, como el alcance del principio de prudencia valorativa. En concreto, se desarrolla la regla valorativa del precio de adquisición o coste histórico para los pasivos, y se recoge la obligación de emplear en cualquier caso la moneda o monedas funcionales con que opere la empresa.
 - (iii) la inclusión del otro criterio de valoración que contemplan las normas internacionales, el criterio del valor razonable, en principio aplicable a determinados instrumentos financieros.
- **Ley 22/2007**, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores.

La Ley completa la incorporación al ordenamiento jurídico español de la Directiva 2002/65/CE relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros. El objetivo general es el de ofrecer una adecuada protección a los consumidores, atendiendo a las características especiales de los servicios financieros. Se establece un régimen riguroso de información a recibir por

los consumidores antes de la celebración del contrato. Se regula el derecho de desistimiento, que permite rescindir el contrato en un plazo determinado sin argumentar más que la voluntad de hacerlo. La Ley también ofrece garantías complementarias para protegerse frente al uso fraudulento de las tarjetas en su uso para el pago de servicios financieros. Por otra parte, asegura la defensa judicial del consumidor y promueve el uso de la reclamación extrajudicial.

- **Acuerdo de 11 de julio de 2007**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre delegación de competencias a favor del Presidente, el Vicepresidentes y el Comité Ejecutivo.

La delegación de competencia abarcan numerosos aspectos: verificación de requisitos para la admisión de valores a negociación, comunicación de participaciones significativas, exclusión de valores de negociación, IIC, ESI, OPV, OPA...

- **Resolución de 13 de junio de 2007**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se califican de escasa relevancia determinadas modificaciones de los reglamentos de gestión, proyectos constitutivos y estatutos sociales de las Instituciones de Inversión Colectiva.
- **Circular 1/2007**, de 11 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre requerimientos de información estadística a las Instituciones de Inversión Colectiva de la Unión Europea, que modifica parcialmente la Circular 2/1998, de 27 de julio, sobre requerimientos de información estadística a las Instituciones de Inversión Colectiva de la Unión Monetaria Europea.

La Circular establece los requerimientos de información estadística que las IIC que se consideren en cada momento Institución Financiera Monetaria deben remitir a la CNMV, con el fin de que dicha información sea utilizada por el Banco Central Europeo para el seguimiento de la política monetaria dentro de la Unión Económica y Monetaria.

- **Real Decreto 1066/2007**, de 27 de julio, sobre el régimen de ofertas públicas de adquisición de valores.

Completa las importantes modificaciones introducidas por la Ley 6/2007¹, en el régimen de las ofertas públicas de adquisición y en la transparencia de los emisores. Contiene la regulación exhaustiva de todas las fases de la formulación de una oferta pública de adquisición (opa) de acciones de una sociedad cotizada.

Éstos son algunos de los aspectos que se recogen en el Real Decreto:

- Las normas específicas aplicables a las opas obligatorias cuando se alcanza el control de una sociedad cotizada, tanto de manera directa

¹ Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Para más detalle sobre la nueva normativa de opas puede consultarse el artículo "La nueva normativa española sobre ofertas públicas de adquisición" del boletín de la CNMV del II trimestre de 2007.

como sobrevenida. Recordemos que la Ley 6/2007 supuso la sustitución del régimen de opa obligatoria, parcial o total, previa a la obtención de determinadas participaciones significativas por un sistema de opa obligatoria total posterior a la obtención del control.

- La participación de control de una sociedad se entiende que se produce cuando: (i) se posee más del 30% de los derechos de voto (se eliminan los anteriores umbrales del 25% y 50%) o (ii) con un porcentaje de derechos de voto inferior al anterior, se designe, en los 24 meses siguientes a la fecha de la adquisición del porcentaje inferior, más de la mitad de los miembros del consejo de administración. Si se produce alguno de estos supuestos se deberá lanzar una opa a la totalidad a un precio equitativo.
- Desarrolla otros dos supuestos de opas obligatorias: (i) en la exclusión de cotización de valores y (ii) cuando una sociedad desea reducir el capital mediante la compra sus propias acciones para su posterior amortización.
- Sobre el precio equitativo, especifica que no deberá ser inferior al más elevado que el oferente o personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta.
- Sobre las opas voluntarias, especifica las excepciones aplicables al régimen general de opas. Estas ofertas son aquellas en las que una persona desea adquirir un paquete grande de acciones apelando a todos los accionistas. Estas ofertas pueden formularse por la totalidad del capital o por una parte del mismo. Tampoco habrán de formularse al precio equitativo.
- Desarrolla las reglas aplicables en materia de defensa frente a las opas. Sobre el deber de pasividad obligatorio del consejo de administración, se relacionan medidas concretas que han de obtener la autorización de la junta general. Además y con referencia también al régimen opcional de neutralización de otras defensas se establecen las cautelas necesarias para que la junta general decida con pleno conocimiento sobre las propuestas que se les formulan.
- Sobre las ofertas competidoras, se establece que el oferente inicial podrá modificar sus condiciones siempre que la diferencia entre la oferta inicial y la del mejor postor no supere el 2%. La mejora de las condiciones de la oferta se entiende que se produce cuando el oferente eleva el precio ofrecido en al menos un 1% o cuando extiende la oferta inicial a un número de valores superior al menos en un 5% respecto a la mejor de las competidoras.
- Desarrolla el procedimiento aplicable en la novedosa figura de los derechos de venta y compra forzosas (*squeeze-out* y *sell-out*) posteriores a la formulación de una opa. Estos derechos se podrán ejercer cuando la oferta haya sido aceptada por, al menos, el 90% de los derechos de voto.

