



**BOLETÍN DE LA CNMV**  
Trimestre I  
2011





**BOLETÍN DE LA CNMV**

**Trimestre I  
2011**

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

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

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

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

ISSN (edición impresa): 1887-7044

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Depósito Legal: M-17779-2007

Imprime: Composiciones Rali, S.A.

# Índice

<b>I</b>	<b>Los mercados de valores y sus agentes: Situación y perspectivas</b>	<b>9</b>
<b>II</b>	<b>Informes y análisis</b>	<b>73</b>
	Las cuotas participativas en el actual régimen regulatorio de las cajas de ahorro	75
	Óscar Arce, Ricardo Crisóstomo y Cecilia González	
	La competencia entre mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación en el marco de la MiFID	99
	Cecilio Gil de Blas y M <sup>a</sup> Victoria Villanueva Fresán	
	La titulización en Europa durante la crisis	121
	M <sup>a</sup> del Rosario Martín Martín	
<b>III</b>	<b>Novedades regulatorias</b>	<b>141</b>
	La directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD)	143
	Joan Rius Riu	
<b>IV</b>	<b>Anexo legislativo</b>	<b>165</b>
<b>V</b>	<b>Anexo estadístico</b>	<b>171</b>



## Abreviaturas

AAPP	Administraciones públicas
ABS	<i>Asset-backed securities</i>
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
ANCV	Agencia Nacional de Codificación de Valores
ASCRI	Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo
AV	Agencia de valores
BCE	Banco Central Europeo
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BTA	Bono de titulización de activos
BTH	Bono de titulización hipotecaria
CADE	Central de Anotaciones de Deuda del Estado
CCAA	Comunidades Autónomas
CDS	<i>Credit default swap</i>
CE	Comisión Europea
CEBS	Comité de Supervisores Bancarios Europeos / Committee of European Banking Supervisors
CEIOPS	Comité Europeo de Supervisores de Seguros y de Pensiones de Jubilación / Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors
CESFI	Comité de Estabilidad Financiera
CESR	Comité Europeo de Reguladores de Valores / Committee of European Securities Regulators
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSD	Depositorio central de valores / Central Securities Depository
EAFI	Empresa de asesoramiento financiero
EBA	Autoridad Bancaria Europea / European Banking Authority
ECA	Entidad de crédito y ahorro
ECR	Entidad de capital-riesgo
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Planes de Pensiones / European Insurance and Occupational Pensions Authority
ESI	Empresa de servicios de inversión
ETF	Fondo de inversión cotizado / <i>Exchange-traded fund</i>
ESI	Empresa de servicios de inversión
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados / European Securities and Markets Authority
ESRB	Consejo Europeo de Riesgo Sistémico / European Systemic Risk Board
FI	Fondo de inversión de carácter financiero
FII	Fondo de inversión inmobiliaria
FIICIL	Fondo de instituciones de inversión colectiva de inversión libre
FIL	Fondo de inversión libre
FIM	Fondo de inversión mobiliaria
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera / Financial Stability Board
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
IAASB	International Auditing and Assurance Standards Board
IASB	International Accounting Standards Board
IIC	Institución de inversión colectiva
IICIL	Institución de inversión colectiva de inversión libre
IIMV	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores / International Organization of Securities Commissions

ISIN	Código internacional de valores / International Securities Identification Number
Latibex	Mercado de Valores Latinoamericanos
LMV	Ley del Mercado de Valores
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MEFF	Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros
MiFID	Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros / Markets in Financial Instruments Directive
MFAO	Mercado de Futuros del Aceite de Oliva
MTS	Market for Treasury Securities
MOU	Acuerdo de colaboración/ Memorandum of Understanding
NIC	Normas Internacionales de Contabilidad
NIIF	Normas Internacionales de Información Financiera
NPGC	Nuevo Plan General de Contabilidad
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
UCITS	Instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios / Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	Over the Counter
PER	<i>Price to earnings ratio</i>
RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios / <i>Return on equity</i>
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores
SCR	Sociedad de capital-riesgo
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SEPBLAC	Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias
SGC	Sociedad gestora de cartera
SGIIC	Sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva
SGFT	Sociedad gestora de fondos de titulización
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedad de inversión de capital variable
SII	Sociedad de inversión inmobiliaria
SIL	Sociedad de inversión libre
SON	Sistema organizado de negociación
SV	Sociedad de valores
TER	Gastos operativos de un fondo / <i>Total expense ratio</i>
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria (zona del euro)
UVM	Unidad de Vigilancia de los Mercados de la CNMV



# I Los mercados de valores y sus agentes: Situación y perspectivas



# Índice

1	Resumen ejecutivo	13
2	Entorno macrofinanciero	16
2.1	La evolución económica y financiera internacional	16
2.2	La evolución económica y financiera nacional	28
2.3	Perspectivas	36
3	La evolución de los mercados nacionales	37
3.1	Los mercados bursátiles	37
3.2	Los mercados de renta fija	45
4	Los agentes de los mercados	53
4.1	Vehículos de inversión	53
4.2	Empresas de servicios de inversión	63
4.3	Sociedades gestoras de IIC (SGIIC)	68
4.4	Otros intermediarios: capital-riesgo	71

## Índice de recuadros

Recuadro 1:	«Tendencias recientes en los flujos financieros internacionales y desequilibrios globales»	18
Recuadro 2:	«Modificaciones en el Reglamento de las agencias de <i>rating</i> »	26
Recuadro 3:	«Procedimientos de salida a bolsa»	43
Recuadro 4:	«Criterios de buenas prácticas en la provisión de liquidez a los inversores minoristas de renta fija»	49
Recuadro 5:	«Modificación del Reglamento de IIC»	56
Recuadro 6:	«Revisión de la regulación sobre fondos monetarios en EE.UU.»	58
Recuadro 7:	«Consultas sobre la Circular 6/2009 de la CNMV sobre el control interno de las SGIIC: algunas cuestiones de interés»	70



# 1 Resumen ejecutivo

- La recuperación de la actividad económica continuó en la segunda mitad de 2010 de la mano, fundamentalmente, del elevado dinamismo de las principales economías emergentes y con un comportamiento dispar entre las economías industrializadas. El aumento de la inflación en el último semestre a escala mundial no ha venido acompañado, de momento, de aumentos en los tipos de interés de las principales economías avanzadas, pero sí de algunas emergentes. Los principales riesgos que se atisban a corto plazo están relacionados con los retos que plantea, para un grupo amplio de economías, la necesidad de asegurar la sostenibilidad de sus finanzas públicas y de finalizar el proceso de saneamiento y reestructuración de su sistema financiero; la posibilidad de que en varias economías emergentes se estén acumulando algunos desequilibrios macrofinancieros y la creciente complejidad del marco de actuación de la política monetaria, que debe ponderar los efectos combinados sobre la evolución futura de los precios de una perturbación de oferta negativa, asociada al notable encarecimiento de los precios del petróleo, las materias primas y los alimentos registrado en los últimos meses, y de una recuperación todavía débil de la actividad económica.
- Los índices de renta variable, que habían mostrado revalorizaciones desde mediados de 2010, retrocedieron a mediados de marzo<sup>1</sup>, a raíz del terremoto de Japón. Por su parte, las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo de las principales economías desarrolladas crecieron en el último trimestre de 2010, coincidiendo con el episodio de crisis de la deuda irlandesa, pero se han estabilizado desde entonces. Los indicadores de riesgo soberano se mantuvieron a lo largo del último trimestre de 2010 en niveles históricamente elevados para el conjunto de los países europeos periféricos, si bien, recientemente, se ha observado un comportamiento divergente entre los indicadores de Grecia, Irlanda y Portugal, que han repuntado con cierta intensidad desde principios de febrero de 2011, y los de España e Italia, que han tendido a estabilizarse desde entonces.
- La economía española creció un 0,2% en el cuarto trimestre (-0,1% en el conjunto de 2010), en un contexto marcado por un elevado nivel de desempleo (20,3%). El encarecimiento de las materias primas ha provocado un aumento sustancial de la inflación, que en febrero alcanzaba el 3,6%, y del diferencial con la zona del euro (0,9 p.p.). El tono restrictivo de la política fiscal permitió reducir el déficit público cerca de dos puntos porcentuales en 2010 hasta el 9,2% del PIB. Las perspectivas para la economía española a corto plazo indican que seguirá creciendo algo menos que otras avanzadas, en un contexto marcado por la incertidumbre asociada al proceso en marcha de reestructuración del sistema financiero y a la evolución macroeconómica.

---

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

- Las entidades de depósito nacionales continuaron desarrollando su actividad en un marco complejo caracterizado por el escaso avance de la actividad doméstica, el aumento de la morosidad, la compresión de los márgenes y las dificultades de financiación para algunas entidades, particularmente en los mercados mayoristas. En este marco, el Gobierno presentó en enero de 2010 el Plan de Reforzamiento del Sistema Financiero con el objetivo de restaurar la confianza de los mercados en la solidez del sistema financiero español.
- El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras creció un 40% en 2010 hasta los 35.600 millones de euros, mientras que su apalancamiento se redujo ligeramente (del 1,6 al 1,5), tras el moderado descenso de su nivel de deuda (-0,5%).
- Tras los retrocesos de 2010, los principales mercados bursátiles nacionales avanzaron con cierta intensidad en los primeros meses de 2011. El Ibex 35, que en los primeros meses de este año llegó a crecer un 13%, redujo su avance a finales del primer trimestre al 8,9%, tras las caídas de los precios producidas a mediados de marzo a raíz de los sucesos acaecidos en Japón. La volatilidad del mercado de renta variable español, que marcó máximos en mayo y en noviembre de 2010 (del 70% y el 40% respectivamente), ha descendido a lo largo del primer trimestre de 2011 hasta valores cercanos al 25%. La contratación del mercado continúa al alza y las condiciones de liquidez siguen siendo favorables. Dentro del Ibex 35, las entidades financieras sufrieron con más intensidad las turbulencias producidas en los mercados de deuda pública europea.
- En los mercados de renta fija nacionales se produjeron incrementos de cierta cuantía en los tipos de interés de la deuda pública y privada, tanto a corto como a largo plazo, en el cuarto trimestre de 2010, y descensos en el primer trimestre de 2011, más intensos en los plazos cortos. Por su parte, la prima de riesgo soberano descendió en los dos primeros meses del año, tras los máximos de noviembre de 2010, y después tendió a estabilizarse. Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV cayeron un 42% en 2010, hasta los 226 mil millones.
- El patrimonio de los fondos de inversión se redujo un 15,6% en 2010, hasta los 144 mil millones de euros, por el elevado volumen de reembolsos, que se centraron, sobre todo, en los fondos de renta fija, que se vieron afectados por la competencia de los depósitos bancarios de alta rentabilidad. La proporción de los activos de liquidez reducida en la cartera de los fondos se mantuvo entre el 7,1% y el 7,4% del patrimonio durante la segunda mitad de 2010. Las IIC inmobiliarias experimentaron una caída del patrimonio durante 2010 del 5,4%. Las instituciones de inversión libre también retrocedieron en 2010, como consecuencia del elevado número de entidades que se dio de baja. En este marco recesivo, destacó el crecimiento del volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España (41%), cuya importancia en el conjunto de las IIC españolas aumentó desde el 12% en 2009 hasta el 20% en 2010.
- Los beneficios agregados de las sociedades gestoras de IIC crecieron un 24,5% en 2010, a pesar del descenso del patrimonio gestionado, como consecuencia del ligero incremento de las comisiones netas percibidas y del descenso de los gastos de explotación. Si bien las SGIIC están haciendo un esfuerzo notable de racional-

lización de su oferta de fondos, no se puede descartar que se intensifique la reestructuración en el sector a medio plazo, a la vista tanto de un cierto exceso de capacidad percibida en el mismo, como del proceso de consolidación del sector de cajas y bancos. Las perspectivas sobre el patrimonio de los fondos permanecen sujetas a un grado de incertidumbre elevado, en un entorno de incremento de la competencia de otros productos, como las IIC extranjeras o los ETF, y de descenso del ahorro de los hogares.

- La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) siguió viéndose afectada por la crisis en 2010, aunque con diferencias entre tipos de entidades y líneas de negocio. Los beneficios agregados se redujeron tanto en el conjunto de las sociedades de valores (-20%) como en el de las agencias de valores (-6%). El número de entidades en pérdidas y el volumen de las mismas tendieron a reducirse en 2010 y las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo holgadas. Ninguna entidad presentaba déficit de recursos propios a finales de 2010. El exceso de capacidad del sector y el proceso de fusiones entre las cajas de ahorro también pueden dar lugar a una mayor reestructuración del sector.
- El informe contiene siete recuadros monográficos:
  - En el primer recuadro se analizan las tendencias más recientes en los flujos de capitales internacionales, entre las que se destaca la intensidad de los flujos de entrada de inversiones en cartera en algunas economías emergentes en los últimos trimestres, y se señala la posibilidad de que algunas de estas economías estén acumulando ciertos desequilibrios macrofinancieros.
  - El segundo recuadro presenta los principales cambios introducidos en el Reglamento de las agencias de *rating*, entre los que destaca la atribución a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) de las competencias de registro y supervisión de las agencias a partir del 1 de julio de 2011.
  - El tercer recuadro subraya los requisitos necesarios para la adecuada formación de precios y la protección de los inversores en los procesos de salida a bolsa, a raíz del interés mostrado recientemente por algunas entidades financieras por emitir acciones cotizadas.
  - El cuarto recuadro expone los criterios de buenas prácticas en la provisión de liquidez a los inversores minoristas de renta fija, publicados por la CNMV en octubre de 2010, entre los que destacan las novedades relacionadas con los medios de contratación y los compromisos de información.
  - El quinto recuadro aborda las principales modificaciones introducidas en el Reglamento de IIC, entre las que cabe señalar la posibilidad de crear IIC de propósito especial, o *side pockets*, y varias medidas novedosas para flexibilizar la operativa de estas instituciones.
  - El sexto recuadro resume las características más relevantes de los fondos monetarios de EE.UU., los cambios regulatorios que han sufrido desde que comenzó la crisis y los aspectos básicos del actual debate acerca de la posible inclusión de nuevos elementos regulatorios.

- Finalmente, el séptimo recuadro expone las cuestiones de mayor interés que surgieron en el periodo de consultas de la Circular 6/2009 de la CNMV, sobre el control interno de las SGIIC, particularmente aquéllas relacionadas con la delegación de determinadas funciones.

## 2 Entorno macrofinanciero

### 2.1 La evolución económica y financiera internacional

*La recuperación de la actividad económica continuó su curso ...*

Desde la última publicación de este informe, en el Boletín Trimestral de la CNMV correspondiente al tercer trimestre de 2010, el entorno macroeconómico internacional se ha visto afectado por un nuevo episodio de turbulencias asociado a la crisis de deuda soberana irlandesa que se desencadenó a comienzos de noviembre de 2010 y, más recientemente, por el terremoto de Japón, cuyo impacto sobre el sistema financiero internacional es todavía incierto.

*...a pesar de la crisis de deuda soberana europea y la incertidumbre generada por el terremoto en Japón.*

El episodio de crisis irlandesa introdujo un elevado grado de incertidumbre agregada, particularmente en Europa, si bien no interrumpió de manera palpable el proceso de recuperación de la actividad económica en la región iniciado a mediados de 2009, ni modificó sustancialmente la evolución de los mercados financieros internacionales, particularmente los de renta variable, que sí se han visto posteriormente afectados por el terremoto japonés.

*El crecimiento mundial en 2010 siguió liderado por el dinamismo de las economías emergentes, mientras que las economías desarrolladas crecieron de forma heterogénea.*

Para el conjunto de la economía mundial, el FMI estima que el crecimiento durante el año 2010 fue cercano al 5%, frente a una caída del 0,6% en 2009, si bien siguió observándose un patrón de crecimiento dual, en el que destacó el mayor dinamismo de las economías emergentes (7,1%) frente a los países industrializados (3,0%). Esta recuperación en la actividad económica mundial ha tenido su reflejo en el elevado dinamismo mostrado por la actividad comercial internacional a lo largo del último año y medio. No obstante, en el conjunto de las economías desarrolladas se observa una elevada heterogeneidad entre las distintas áreas en cuanto a la fortaleza de la recuperación. Esta heterogeneidad es particularmente notable en el caso de las economías europeas, (véase cuadro 1), donde el crecimiento de la actividad en 2010 estuvo liderado por la economía alemana, que avanzó un 3,6%, mientras que el resto de los países crecieron a tasas más modestas (cerca de 1,5%) o incluso decrecieron. Fuera del contexto europeo, destacó el crecimiento de la economía japonesa (3,9%) y de la estadounidense (2,9%).



**Producto Interior Bruto (% var. anual)**

CUADRO 1

	2007	2008	2009	2010	FMI(*)		OCDE(*)	
					2011P	2012P	2011P	2012P
Mundial	5,2	3,0	-0,6	5,0	4,4 (+0,2)	4,5 (=)	-	-
EE.UU.	1,9	0,0	-2,6	2,9	3,0 (+0,7)	2,7 (-0,3)	2,2 (-1,0)	3,1
Zona del euro	2,8	0,4	-4,1	1,7	1,5 (=)	1,7 (-0,1)	1,7 (-0,1)	2,0
Alemania	2,7	1,0	-4,7	3,6	2,2 (+0,2)	2,0 (=)	2,5 (+0,4)	2,2
Francia	2,4	0,2	-2,6	1,6	1,6 (=)	1,8 (=)	1,6 (-0,5)	2,0
Italia	1,5	-1,3	-5,0	1,1	1,0 (=)	1,3 (-0,1)	1,3 (-0,2)	1,6
España	3,6	0,9	-3,7	-0,1	0,6 (-0,1)	1,5 (-0,3)	0,9 (=)	1,8
Reino Unido	2,7	-0,1	-4,9	1,4	2,0 (=)	2,3 (=)	1,7 (-0,8)	2,0
Japón	2,4	-1,2	-6,3	3,9	1,6 (+0,1)	1,8 (-0,2)	1,7 (-0,3)	1,3
Emergentes	8,3	6,1	2,6	7,1	6,5 (+0,1)	6,5 (=)	-	-

Fuente: Eurostat, FMI y OCDE.

(\*) Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en enero de 2011 respecto a octubre de 2010. OCDE, previsiones publicadas en noviembre de 2010 respecto a junio de 2010.

En este marco de progresiva consolidación en el proceso de recuperación, las tasas de inflación de las economías desarrolladas se movieron al alza, en términos generales, a lo largo de 2010, como consecuencia, fundamentalmente, del repunte de los precios de la energía y de las materias primas no energéticas (véase gráfico 1). Las tasas subyacentes permanecieron relativamente estables por el exceso de capacidad productiva sin utilizar y unas tasas de desempleo aún elevadas que, por el momento, no reflejan el avance de la actividad. Con todo, las perspectivas de inflación en las principales economías avanzadas, a excepción de la economía nipona, que presenta deflación, permanecieron convenientemente ancladas, por lo que no se produjeron movimientos en los tipos de interés oficiales de estas economías. En EE.UU. y en Japón los tipos de interés oficiales permanecen invariables desde diciembre de 2008, en el 0%-0,25% y el 0,1% respectivamente; en el Reino Unido continúan en el 0,5% desde marzo de 2009 y en la zona del euro en el 1% desde mayo de 2009.

Sin embargo, en las últimas semanas se ha producido una revisión al alza generalizada de las expectativas de inflación, como consecuencia, fundamentalmente, de las tensiones geopolíticas en varios países árabes exportadores de petróleo, lo que ha impulsado un aumento en las expectativas de los tipos de interés oficiales en las principales economías industrializadas. Así, la información que proporcionan tanto los tipos de interés *forward* a tres meses como los informes de algunos analistas anticipan, con una probabilidad considerable, subidas en los tipos de interés en la zona del euro y en el Reino Unido en el próximo trimestre, mientras que en EE.UU. no se producirían hasta finales de 2011 o principios de 2012.

*El aumento de las tasas de inflación no ha provocado todavía incrementos en los tipos de interés de las principales economías industrializadas...*

*...aunque comenzarán previsiblemente en Europa a lo largo del próximo trimestre.*



Fuente: Thomson Datastream. (1) Índice Thomson Reuters Equal Weight Continuous Commodity Index (antiguo índice CRB).

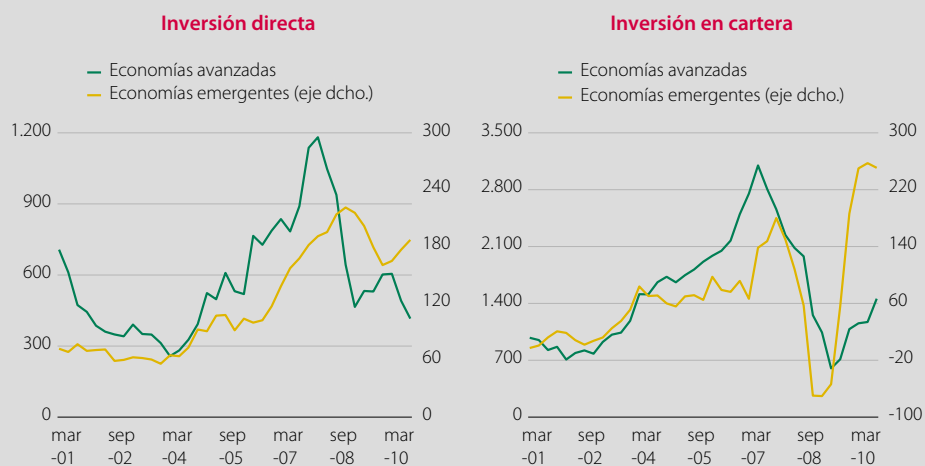
*En algunas emergentes ya se produjeron aumentos en los tipos oficiales en 2010.*

En el ámbito de las economías emergentes, varios países endurecieron su política monetaria a lo largo del último semestre de 2010, en un marco de presiones inflacionistas crecientes como consecuencia de la fortaleza de la actividad exterior y la demanda doméstica. Éste ha sido el caso de la India, China y Corea del Sur, entre las economías asiáticas, y de Chile y Brasil, en Latinoamérica.

#### Recuadro 1: «Tendencias recientes en los flujos financieros internacionales y desequilibrios globales»

En la década anterior a la actual crisis, la actividad de las principales economías emergentes fue extraordinariamente dinámica. El rápido aumento de su nivel de renta estuvo acompañado, por lo general, de tasas de ahorro domésticas muy elevadas que permitieron satisfacer las elevadas necesidades de financiación de varias economías industrializadas, que constituyeron la dimensión más visible de los llamados desequilibrios globales. En este marco de financiación abundante, de tipos de interés bajos, precios elevados en algunos activos y rápido crecimiento del crédito privado en estas economías se gestó la actual crisis.

El incremento sustancial en la incertidumbre a nivel global que siguió al episodio de Lehman Brothers en septiembre de 2008 provocó una respuesta inmediata de los flujos internacionales de capital un tanto atípica ya que, al contrario que en otros episodios de crisis, durante ésta, los flujos de capital se dirigieron desde la periferia (economías emergentes) hacia el epicentro de la crisis (las economías industrializadas y, fundamentalmente, Estados Unidos). Estas salidas de fondos de los países emergentes se produjeron, sobre todo, mediante desinversiones en cartera, como se observa en el gráfico R1.1.



Fuente: Datastream. Datos acumulados de cuatro trimestres hasta el tercer trimestre de 2010. Las economías avanzadas comprenden EE.UU., la zona del euro, Reino Unido y Japón (48% del PIB mundial en términos de la paridad del poder de compra en el periodo 2001-2010). En el conjunto de economías emergentes se han incluido Brasil, México, Chile, China, India, Indonesia, Malasia, Rusia y Corea del Sur (27% del PIB mundial en términos de la p.p.c. en el periodo 2001-2010).

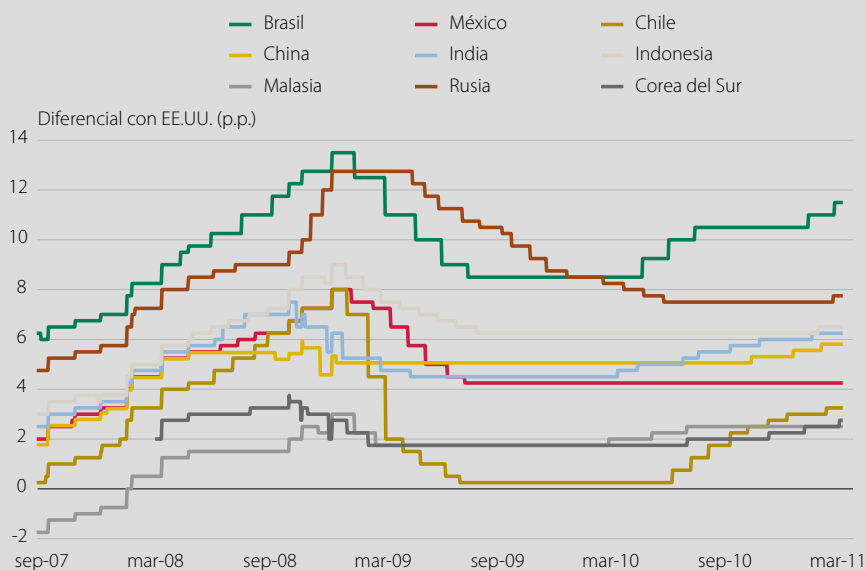
Sin embargo, la constatación posterior de que los sistemas financieros de las economías emergentes, menos desarrollados, apenas estaban expuestos a los productos y las prácticas que originaron la crisis, junto con la progresiva recuperación del comercio internacional, dieron un impulso notable a estas economías, que comenzaron a mostrar tasas de crecimiento incluso superiores a las del periodo previo a la crisis.

En los últimos trimestres, sin embargo, se han comenzado a observar ciertos signos que apuntan a la posible acumulación de riesgos macrofinancieros en algunas de estas economías. Entre estos riesgos, cabe destacar la rápida revalorización de los precios en algunos mercados de activos, las elevadas tasas de crecimiento del crédito y, en algunos casos, el notable incremento de la inflación y la fuerte apreciación del tipo de cambio. Por otro lado, no es descartable que algunos de estos desarrollos se hayan podido ver amplificadas, parcialmente, por las políticas monetarias extraordinariamente acomodaticias llevadas a cabo por los países industrializados que pueden estar favoreciendo estrategias de *carry trade*. En particular, con este tipo de operaciones los inversores toman posiciones largas en activos de países con tipos de interés más elevados, normalmente denominados en su moneda nacional, mediante la financiación obtenida en países con tipos de interés más reducidos. El gráfico R1.2 ilustra cómo en los últimos meses se ha producido, efectivamente, una ampliación de los diferenciales de tipos de interés oficiales entre varias economías emergentes y EE.UU.

En este entorno, de cierta reversión en el sentido de los flujos de capital internacional que había predominado antes de la crisis, no es posible descartar la acumulación de ciertos desequilibrios en algunas economías emergentes, ni tampoco la presencia de ciertas dinámicas posiblemente inestables y/o de carácter especulativo en los precios de varios de sus activos, cuyas consecuencias pueden llegar a ser más relevantes en aquellos países más dependientes de la financiación exterior.

### Diferenciales de tipos de interés oficiales con EE.UU.

GRÁFICO R1.2

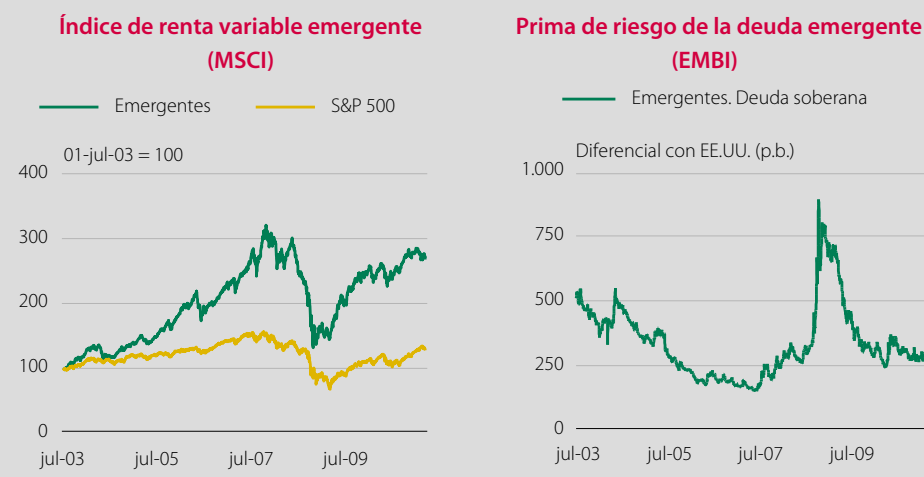


Fuente: Bloomberg. Datos hasta el 15 de marzo.

En relación a esta última observación, conviene resaltar que los índices agregados de renta variable y de renta fija de las economías emergentes, que se sitúan en niveles similares a los registrados antes del comienzo de la crisis, podrían recoger, parcialmente, las mejores expectativas de crecimiento de estas economías, pero también podrían estar reflejando una cierta infravaloración de los riesgos presentes en algunos de estos mercados (véase gráfico R1.3).

### Valoración del riesgo en las economías emergentes

GRÁFICO R1.3



Fuente: Bloomberg y Datastream. Datos hasta el 15 de marzo.

Los índices de renta variable de las principales economías industrializadas, que habían superado el episodio de turbulencias asociado a la crisis irlandesa de finales de 2010 con aparente holgura (véase cuadro 2), mantuvieron una senda ascendente hasta que tuvo lugar el terremoto en Japón el día 11 de marzo. Desde entonces todos los índices de referencia han caído de forma notable, contrarrestando, en algunos casos, las ganancias acumuladas a lo largo del primer trimestre del año. A mediados de marzo, los índices de las bolsas japonesas cedían cerca de un 15% y los índices de las bolsas estadounidenses mostraban leves avances, mientras que los índices de las bolsas europeas registraban un comportamiento dispar, con ganancias en el Ibex 35 y en el Mib 30, y pérdidas en el Dax 30 o en el Cac 40. Las volatilidades de las bolsas, que apenas se vieron afectadas por el rebrote de incertidumbre asociado a la crisis irlandesa, tampoco han crecido de forma notable tras el terremoto, salvo en los índices japoneses donde, para el Topix y el Nikkei 225, superaban el 50% a mediados de marzo.

*Los índices de renta variable superaron el episodio de turbulencias irlandés, pero han retrocedido tras el terremoto de Japón.*

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

CUADRO 2

	2007	2008	2009	2010	I-10	II-10	III-10	IV-10	I-11 (hasta el 15 de marzo)			
									% s/ trim. ant.	% s/dic	% inter- anual <sup>2</sup>	
<b>Mundo</b>												
MSCI World	7,1	-42,1	27,0	9,6	2,7	-13,3	13,2	8,6	-0,6	-0,6	7,6	
<b>Zona del euro</b>												
Euro Stoxx 50	6,8	-44,4	21,1	-5,8	-1,1	-12,2	6,8	1,6	-0,3	-0,3	-3,0	
Euronext 100	3,4	-45,2	25,5	1,0	2,2	-10,5	7,5	2,8	-1,5	-1,5	-0,1	
Dax 30	22,3	-40,4	23,8	16,1	3,3	-3,1	4,4	11,0	-3,9	-3,9	12,6	
Cac 40	1,3	-42,7	22,3	-3,3	1,0	-13,4	7,9	2,4	-0,6	-0,6	-2,8	
Mib 30	-8,0	-48,7	20,7	-8,7	-0,4	-14,7	6,2	1,1	2,6	2,6	-4,1	
Ibex 35	7,3	-39,4	29,8	-17,4	-9,0	-14,8	13,5	-6,2	4,8	4,8	-5,7	
<b>Reino Unido</b>												
FTSE 100	3,8	-31,3	22,1	9,0	4,9	-13,4	12,8	6,3	-3,5	-3,5	1,8	
<b>Estados Unidos</b>												
Dow Jones	6,4	-33,8	18,8	11,0	4,1	-10,0	10,4	7,3	2,4	2,4	11,4	
S&P 500	3,5	-38,5	23,5	12,8	4,9	-11,9	10,7	10,2	1,9	1,9	11,4	
Nasdaq-Cpte	9,8	-40,5	43,9	16,9	5,7	-12,0	12,3	12,0	0,5	0,5	12,9	
<b>Japón</b>												
Nikkei 225	-11,1	-42,1	19,0	-3,0	5,2	-15,4	-0,1	9,2	-15,9	-15,9	-20,0	
Topix	-12,2	-41,8	5,6	-1,0	7,8	-14,0	-1,4	8,4	-14,7	-14,7	-18,3	

Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

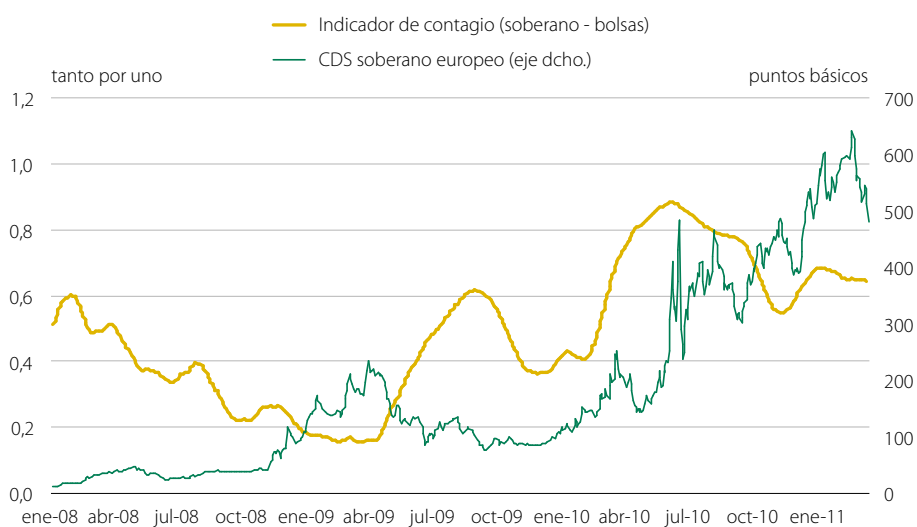
2 Variación interanual de la rentabilidad alcanzada en la fecha de referencia.

El periodo de contagio más intenso del riesgo soberano sobre los mercados de renta variable se produjo en la crisis griega.

El gráfico 2 muestra una estimación del efecto de contagio entre el sector soberano europeo y el mercado de renta variable, a partir de la información de los CDS de los bonos soberanos de las cinco economías europeas periféricas y de los rendimientos del Eurostoxx<sup>2</sup>. En él se observa que el periodo de contagio más intenso del riesgo soberano sobre los mercados de renta variable se produjo en los momentos de mayor intensidad de la crisis griega (mayo de 2010). En el siguiente episodio de turbulencias, asociado a la crisis irlandesa, el contagio fue menor.

**Efecto de contagio de la crisis soberana sobre la bolsa europea<sup>1</sup>**

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV.

1 Este gráfico muestra el porcentaje de la variación neta del índice bursátil europeo Eurostoxx y el índice de CDS soberanos europeos que no es debida a la información histórica de estos índices, sino a los shocks contemporáneos en los rendimientos de ambos índices. El indicador de contagio construido de esta manera toma valores más elevados conforme aumenta la intensidad del efecto que producen los shocks específicos de riesgo soberano sobre los rendimientos del Eurostoxx. El caso extremo en que el índice de contagio tome valor uno estaría indicando que los shocks contemporáneos del índice bursátil tienen un efecto nulo sobre dicho índice, mientras que un valor nulo indicaría que los shocks de riesgo soberano no tienen ninguna influencia contemporánea sobre el mercado bursátil. El índice del CDS soberano se obtiene como la media de los cinco países periféricos: España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal.

La crisis de deuda soberana acentuó el papel de activo refugio de la deuda pública de EE.UU. y Alemania.

En el ámbito de los mercados de deuda pública, durante 2010, el aumento de la incertidumbre agregada generado por los sucesivos episodios de crisis de deuda soberana europea intensificó notablemente el papel de «activo refugio» de las deudas públicas alemana y estadounidense y, en menor medida, de la británica. Como se refleja en el gráfico 3, durante los episodios de mayores turbulencias se produjeron

2 Para estimar este efecto, se ha construido una medida basada en el cálculo de los efectos cruzados o *spillovers* de un activo financiero sobre otro, a partir de la especificación usada por Diebold y Yilmaz para construir el *Global Equity Market Spillover Index*. Este índice está disponible en: <http://data.economicresearchforum.org/en/SpilloverIndex>. El cálculo de los efectos cruzados se realiza a partir de la estimación de un modelo de vectores autorregresivos. Dicha estimación se basa en la descomposición de la varianza de los errores de predicción y en el cálculo de la fracción de la varianza del error de predicción de cada variable que tiene origen en las innovaciones o *shocks* del resto de las variables. Esta metodología permite, por tanto, medir aquellos efectos que no se pueden explicar a partir de la información pasada extraída de estos índices, sino a partir de los acontecimientos contemporáneos que afectan, en primer lugar, a otras variables y que, a su vez, se transmiten (o «contagian») a la variable objeto de estudio.

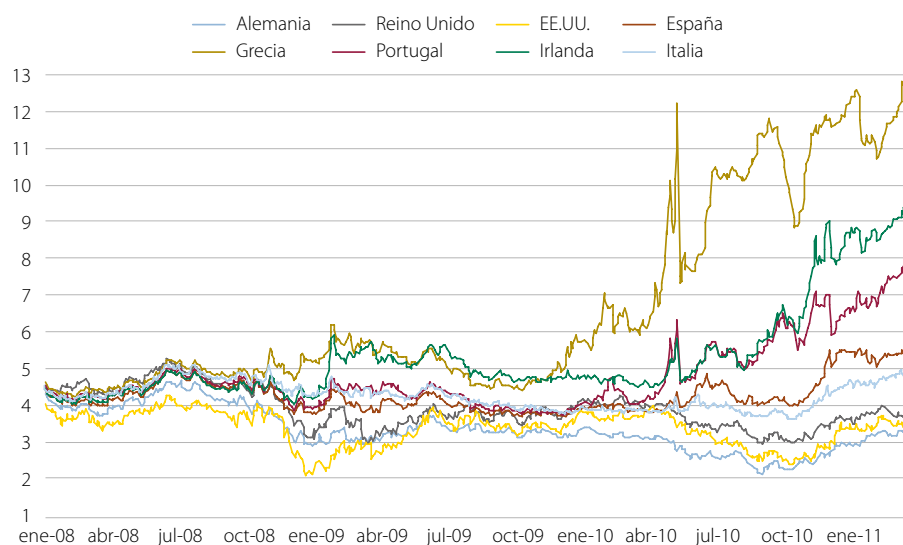
de forma paralela descensos en las rentabilidades de la deuda de estos países e incrementos de las rentabilidades y del riesgo percibido en la deuda de los países con mayores elementos de fragilidad.

En enero de 2011 se observó un descenso de la percepción de riesgo soberano, que pudo estar asociado a la expectativa de una posible ampliación y reforzamiento del mecanismo de asistencia financiera en el marco de la UE y al avance de algunas reformas de carácter doméstico. Sin embargo, desde los primeros días de febrero, las primas de riesgo soberano volvieron a crecer en Grecia, Irlanda e Italia, mientras que la situación en España se mantuvo relativamente estable (véase gráfico 4).

*Los indicadores de riesgo soberano crecen desde febrero, aunque en España parecen haberse estabilizado.*

### Rentabilidades de la deuda pública a 10 años (%)

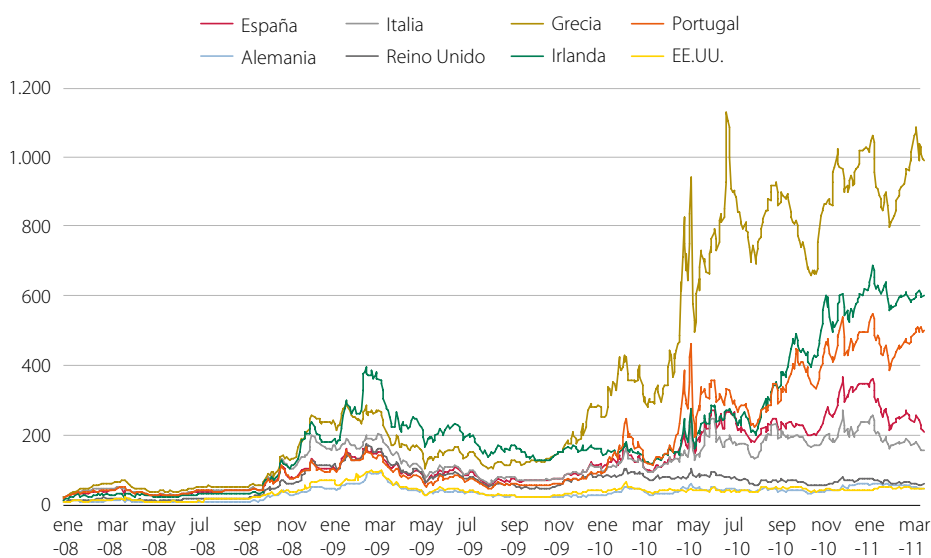
GRÁFICO 3



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta 15 de marzo.

### Primas de riesgo soberano, CDS a 5 años

GRÁFICO 4



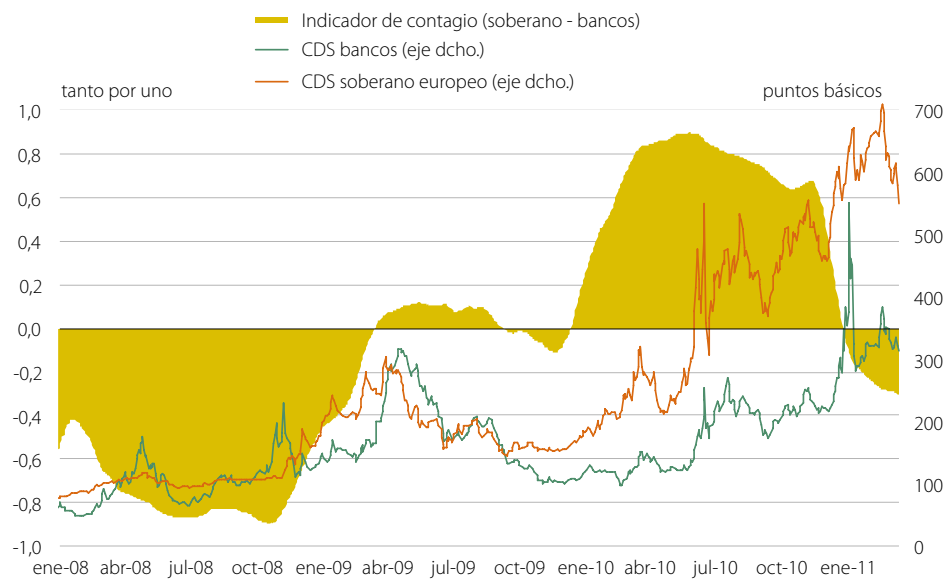
Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta 15 de marzo.

La transmisión del riesgo de crédito entre el sector financiero y el sector público en Europa ha pasado por fases notablemente dispares desde el comienzo de la crisis.

El gráfico 5, que muestra los resultados de una estimación dinámica del grado de transmisión del riesgo de crédito entre el sector financiero y el sector público en Europa, permite identificar varias fases desde el comienzo de la crisis. En concreto, puede distinguirse una primera fase, que se extendió a lo largo de todo el año 2008, en la que el riesgo de crédito se transmitía, en términos netos, desde el sector financiero a la deuda soberana. A la hora de interpretar estos resultados, conviene tener presente que 2008 estuvo marcado por un fuerte aumento de la incertidumbre en torno a la salud de las entidades financieras. Posteriormente, desde el segundo trimestre de 2009 hasta finales de ese año, que fue un periodo caracterizado por la reanudación del crecimiento internacional y la progresiva estabilización del sistema financiero en muchas economías industrializadas, y de manera especial en EE.UU., el contagio entre ambos sectores se redujo de forma sustancial. En la última fase, a partir de principios de 2010, que se corresponde con el inicio de la crisis de deuda griega, se aprecia cómo la fuente de contagio pasa a ser el sector público de la economía. Finalmente, el sentido del contagio entre estos dos sectores parece invertirse de nuevo a partir de finales de 2010. Como posible explicación para esta última observación cabe señalar el aumento en la incertidumbre acerca de la fortaleza del sector financiero europeo que se produjo a raíz del colapso repentino de dos bancos irlandeses que habían superado las pruebas de resistencia llevadas a cabo por las autoridades supervisoras europeas en julio de 2010.

Contagio neto entre el sector financiero y el sector público en Europa<sup>1</sup>

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV.

1 Este gráfico muestra el porcentaje de la variación neta de los índices de CDS correspondientes al sector bancario europeo y a varias referencias de deuda soberana europea que no es debida a la información histórica de estos índices, sino a los *shocks* contemporáneos en los riesgos de crédito soberano y bancario. El indicador de contagio toma valores positivos cuando el efecto de los *shocks* en el nivel de riesgo de crédito soberano sobre la medida de riesgo financiero es superior al efecto de los propios *shocks* específicos que afectan directamente al riesgo de crédito bancario. El índice del CDS bancario se obtiene como la media de los principales bancos de la Unión Europea. El índice del CDS soberano se obtiene como la media de los cinco países periféricos: España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal.

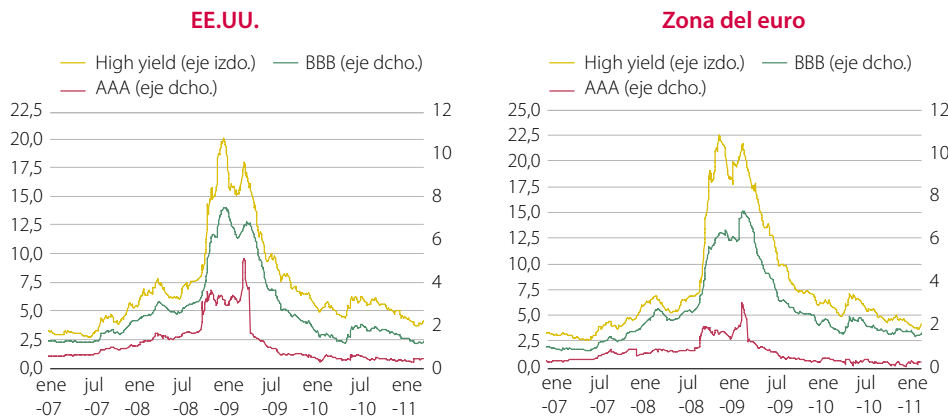


En relación a la renta fija privada, como se aprecia en el gráfico 6, las primas de riesgo corporativo en EE.UU. y en la zona del euro finalizaron el año 2010 en niveles similares a los existentes antes de la crisis para todas las calidades crediticias de los emisores. Sin embargo, desde el segundo trimestre de 2010 se ha observado un descenso notable de las emisiones de deuda efectuadas por el sector corporativo privado a nivel global (véase gráfico 7), particularmente en el conjunto de entidades financieras europeas.

*Las primas de riesgo corporativo se mantienen en los niveles existentes antes de la crisis.*

**Primas de riesgo de crédito de deuda corporativa<sup>1</sup> (puntos básicos)**

GRÁFICO 6

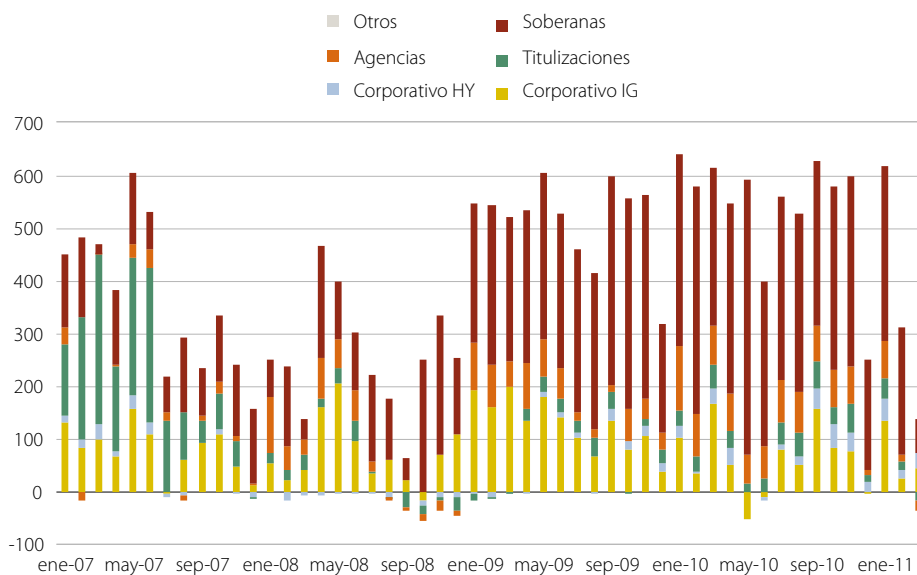


Fuente: Thomson Datastream (índices Merrill Lynch, IBOXX). Datos hasta 15 de marzo.

1 Expresado como la diferencia entre la TIR del conjunto de bonos que pertenece a un índice de determinado vencimiento y calidad crediticia y la de los bonos de deuda pública a diez años (en caso de la zona del euro se utiliza un bono sintético).

**Emisiones netas internacionales de renta fija, millones de dólares**  
**Por tipo de instrumento financiero**

GRÁFICO 7



Fuente: Dealogic. Datos mensuales hasta 15 de marzo.

## Recuadro 2: «Modificación en el Reglamento de las agencias de *rating*»

El Reglamento sobre las agencias de *rating*<sup>1</sup>, que está en vigor desde finales de 2009 en el marco de la Unión Europea, atribuye la supervisión y el registro de estas entidades a las autoridades supervisoras nacionales. Sin embargo, tras el establecimiento de las nuevas autoridades europeas de supervisión, el Parlamento Europeo y el Consejo Europeo han modificado dicho Reglamento con la finalidad de atribuir a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) las competencias de registro y supervisión de las agencias a partir del 1 de julio de 2011. Las autoridades nacionales seguirán siendo competentes para resolver las solicitudes de registro de agencias recibidas antes del 7 de septiembre de 2010.

Como consecuencia de esta reforma, ESMA tendrá facultad para solicitar información a las personas sujetas a su supervisión, realizar investigaciones y llevar a cabo inspecciones in situ. Ante un incumplimiento del Reglamento, ESMA podrá adoptar diversas medidas de supervisión tales como la baja registral de la agencia, la prohibición temporal de emisión de calificaciones con efectos en la UE o la publicación de advertencias. Además, podrá imponer multas a las agencias.

### Funciones transitorias de la CNMV

La CNMV, designada como autoridad competente a efectos del Reglamento de agencias de *rating* por la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, debe ejercer dos tipos de funciones de carácter transitorio. La primera de ellas está relacionada con la labor de registro de las agencias de *rating* y la segunda con la elaboración de los estándares técnicos vinculantes que ESMA debe remitir a la Comisión Europea:

- a) Labor de registro de las agencias de *rating*. Las solicitudes de registro de entidades pueden tener origen en agencias que operan de forma individual o en agencias que pertenecen a grupos. De acuerdo con el Reglamento, las solicitudes de registro por parte de grupos deben ser examinadas por colegios de autoridades. La CNMV participa en los colegios de supervisores de los grupos de Fitch, Moody's y Standard & Poors. La decisión final de autorización o denegación de registro de estas entidades corresponde a la autoridad del Estado donde la agencia está domiciliada, pero debe contar con el consenso de dicho colegio. En ausencia de consenso, la autoridad competente debe denegar el registro. Entre el 7 de junio y el 7 de septiembre de 2010, 45 agencias de *rating* solicitaron su registro en la Unión Europea, de las cuales 19 correspondían a agencias que operaban de forma individual y el resto a agencias que pertenecían a grupos.
- b) Elaboración de los estándares técnicos vinculantes que ESMA debe remitir a la Comisión Europea. Entre estos estándares se encuentran aquéllos relativos a la información que las agencias deben incorporar en sus solicitudes de registro, el contenido y el formato de la información estadística que deberán publicar las agencias registradas, el cumplimiento de los requisitos sobre las metodologías y la información a remitir por las agencias a ESMA con fines supervisores.

## Funciones permanentes de la CNMV

Una vez que la modificación del Reglamento entre en vigor<sup>2</sup>, las funciones de la CNMV respecto a las agencias registradas en la UE serán las siguientes:

- a) Participación en la supervisión de ESMA. Las decisiones que se tomen en ESMA respecto de las agencias de *rating* se discutirán y acordarán por sus miembros siguiendo los procesos generales de toma de decisión. Esto implica que cada autoridad nacional participará en la toma de decisiones a todos los niveles: i) en el ámbito del Consejo de supervisión de ESMA, los representantes nacionales tomarán las decisiones más relevantes respecto al registro y supervisión de las agencias; ii) a nivel técnico, ESMA ha acordado la creación de un comité de expertos compuesto por técnicos de las autoridades nacionales, que tendrá la función de asesorar al Consejo de supervisión en todos los asuntos relativos a la estrategia o la regulación de las agencias de *rating* y en aquéllos adicionales que decida el Consejo.
- b) Obligación de cooperar con ESMA. El Reglamento impone a las autoridades nacionales la obligación de cooperar con ESMA. Esto implica proporcionar a ESMA la información necesaria para el desarrollo de sus funciones y colaborar con esta autoridad en la realización de las actividades de supervisión. ESMA puede solicitar que el personal de la autoridad nacional colabore en las investigaciones que se realicen en su territorio, incluyendo inspecciones in situ.
- c) Delegación de actuaciones de supervisión. ESMA puede delegar determinadas tareas de supervisión (por ejemplo, requerimientos de información, investigaciones o inspecciones in situ) en las autoridades nacionales, sin que esto suponga una delegación de responsabilidad, que seguirá recayendo sobre ESMA. Con carácter previo a la delegación, ESMA deberá consultar a la autoridad nacional sobre la conveniencia de la misma y, una vez llevadas a cabo las tareas delegadas, ESMA reembolsará su coste a la autoridad nacional.
- d) Notificación a ESMA de actos contrarios al Reglamento. Cuando una autoridad competente considere que se están infringiendo las normas del Reglamento deberá notificarlo a ESMA, sugerir el uso de medidas de supervisión e, incluso, proponer a ESMA que suspenda el uso de los *ratings* a efectos regulatorios.

1 Reglamento 1060/2009, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009 sobre agencias de calificación.

2 Se prevé su publicación en torno a mayo de 2011 y su entrada en vigor veinte días después de la publicación.

*Con ciertos altibajos, el euro ha tendido a apreciarse respecto al dólar desde mediados de 2010.*

En los mercados de cambios, tras la fuerte depreciación sufrida por el euro frente al dólar durante el primer semestre de 2010<sup>3</sup>, la divisa europea tendió a apreciarse en los meses posteriores, parcialmente impulsada por la decisión de la Reserva Federal estadounidense de retomar su política de relajación cuantitativa. Esta tendencia se vio interrumpida únicamente en los dos últimos meses de 2010 como consecuencia de la crisis irlandesa (véase gráfico 8). Con todo, desde los mínimos alcanzados en junio de 2010 hasta mediados de febrero de 2011, el euro se ha apreciado frente al dólar más de un 16%, mientras que se ha mantenido relativamente estable frente a la moneda japonesa, en torno a los 110 yenes por euro desde finales de mayo de 2010, tras una depreciación acumulada superior al 18% en los primeros meses del ejercicio.

*Por su parte, el yen tendió a apreciarse sustancialmente tras el terremoto, por las expectativas de repatriación de capitales, pero se estabilizó posteriormente debido a la intervención de los bancos centrales del G-7.*

Tras el terremoto en Japón, se observó durante varios días una notable presión apreciatoria sobre el yen, provocada, fundamentalmente, por las expectativas de ventas masivas de activos extranjeros desde Japón, principalmente del sector asegurador, con el objetivo de liquidar fondos para la reconstrucción del país. Posteriormente, la fuerte inyección de liquidez realizada por el Banco de Japón y la decisión de los miembros del G-7 de intervenir en los mercados de divisas de forma conjunta mediante la compra de dólares por parte de sus bancos centrales han tendido a reducir la presión sobre la divisa japonesa.

## 2.2 La evolución económica y financiera nacional

*El PIB español creció un 0,2% en el cuarto trimestre, dejando el promedio anual en el -0,1%,...*

Los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral correspondientes al cuarto trimestre de 2010 revelaron que el PIB español creció un 0,2% en términos trimestrales (frente a una variación nula en el tercer trimestre) y un 0,6% en términos anuales (un 0,2% en el tercer trimestre), dejando el promedio en el conjunto del año en un ligero retroceso del 0,1%. Estas cifras suponen un avance notable respecto a la fuerte caída del año anterior (-3,7%), pero revelan un comportamiento relativo peor que el de otras economías de referencia (la zona del euro creció un 1,7%). Como se aprecia en el cuadro 3, la incipiente recuperación de la actividad doméstica tuvo su origen en el avance del consumo privado (que pasó del -4,3% en 2009 al 1,2% en 2010), de la inversión en bienes de equipo (del -24,8% al 1,8%) y, también, en la aportación positiva del sector exterior, impulsado por el dinamismo de las exportaciones (que avanzaron un 10,3% en el conjunto del año).

*...debido al avance del sector industrial y de los servicios.*

Desde el punto de vista de la oferta, cabe señalar el crecimiento trimestral del producto de las ramas industriales (0,2%) y de los servicios (0,2%). El retroceso del valor añadido ligado a la construcción se moderó, desde el -1,9% en el tercer trimestre del año hasta el -0,4% en el cuarto. En el conjunto de 2010, el PIB creció un 0,9% en la industria, un 0,5% en los servicios y descendió un 6,3% en la construcción.

*El encarecimiento de las materias primas provoca un crecimiento sustancial de la inflación en España y del diferencial con la zona del euro.*

La tasa de variación del IPC se incrementó progresivamente a lo largo de 2010, desde tasas cercanas al 1% a principios del mismo hasta el 3,6% en febrero de 2011, como consecuencia del encarecimiento de los precios de las materias primas, fundamentalmente energéticas, y del aumento de la imposición indirecta. Por el momento,

---

3 La depreciación acumulada del euro respecto al dólar en el primer semestre de 2010 fue cercana al 15%.

la modesta recuperación del consumo privado registrada hasta ahora no ha ejercido una presión notable sobre el crecimiento de los precios domésticos. La tasa subyacente también se incrementó a lo largo del año, desde el 0,1% en enero hasta el 1,5% en diciembre (1,8% en febrero de 2011). El diferencial de inflación con la zona del euro, que se había mantenido en terreno negativo en 2009, fue creciendo progresivamente a lo largo de 2010 hasta alcanzar los 0,7 puntos porcentuales en diciembre (0,9 puntos en febrero de 2011).

La leve recuperación de la actividad doméstica no se ha traducido, por el momento, en una mejora en las cifras del mercado de trabajo. Así, en 2010 continuó la caída del número de empleados, aunque lo hizo a un ritmo inferior al de 2009 (un 2,3% en 2010 frente a un 6,8% en 2009) y la tasa de paro se mantuvo, con pocas oscilaciones, en torno al 20% de la población activa, dos puntos más que en 2009.

*La incipiente recuperación de la actividad aún no se ha traducido en mejoras del mercado laboral.*

### España: principales variables macroeconómicas (% var. anual)

CUADRO 3

	2007	2008	2009	2010	Comisión Europea*	
					2011P	2012P
<b>PIB</b>	<b>3,6</b>	<b>0,9</b>	<b>-3,7</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,8 (+0,1)</b>	<b>1,7</b>
Consumo privado	3,7	-0,6	-4,3	1,2	0,9 (-0,3)	1,6
Consumo público	5,5	5,5	3,2	-0,7	-1,3 (-0,1)	-0,3
Formación bruta de capital fijo, de la que:	4,6	-4,4	-16,0	-7,6	-3,1 (-1,3)	2,7
Bienes de equipo	9,0	-1,8	-24,8	1,8	3,7 (+3,5)	6,0
Exportaciones	6,6	-1,0	-11,6	10,3	5,5 (+0,8)	5,6
Importaciones	8,0	-4,9	-17,8	5,4	1,4 (-0,4)	4,5
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	-0,9	1,4	2,7	1,1	1,1 (+0,4)	0,3
<b>Empleo</b>	<b>3,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-6,8</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,3 (-0,2)</b>	<b>1,1</b>
<b>Tasa de paro<sup>1</sup></b>	<b>8,3</b>	<b>11,3</b>	<b>18,0</b>	<b>20,1</b>	<b>20,2 (+0,4)</b>	<b>19,2</b>
<b>IPC armonizado</b>	<b>2,8</b>	<b>4,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4 (+0,9)</b>	<b>1,4</b>
<b>Saldo cuenta corriente (% PIB)</b>	<b>-10,0</b>	<b>-9,7</b>	<b>-5,5</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,8 (+0,7)</b>	<b>-3,6</b>
<b>Saldo AAPP (% PIB)</b>	<b>1,9</b>	<b>-4,1</b>	<b>-11,2</b>	<b>-9,2</b>	<b>-6,4 (-2,2)</b>	<b>-5,5</b>

Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda, INE y Comisión Europea.

1 Definición de Eurostat.

\* Previsiones publicadas en otoño de 2010 (respecto a la primavera de 2010), salvo las de PIB e inflación, que son de marzo de 2011 respecto al otoño de 2010.

El déficit público, que había crecido en 2009 desde el 4,2% del PIB hasta el 11,1%, mostró un descenso cercano a los dos puntos porcentuales del PIB en 2010 como consecuencia, fundamentalmente, de las medidas de reducción del gasto público adoptadas por el Gobierno. De hecho, de acuerdo con las estimaciones del FMI<sup>4</sup>, el tono de la política fiscal española habría sido el más restrictivo de entre las economías desarrolladas<sup>5</sup>. Por su parte, el saldo de deuda pública sobre el PIB creció por

*El déficit público se redujo cerca de dos puntos porcentuales de PIB, hasta el 9,2% debido a la reducción del gasto.*

4 IMF Fiscal Monitor, enero de 2011.

5 El déficit estructural estimado para la economía española habría descendido desde el 9,7% del PIB en 2009 hasta el 7,5% en 2010, frente al incremento desde el 5,5% hasta el 5,9% en el conjunto de las eco-

tercer año consecutivo, desde el 53,2% en 2009 hasta el 60% en 2010, aunque lo hizo de forma más moderada que en 2009 (cuando se incrementó más de 13 p.p. del PIB).

*Las entidades de depósito nacionales afrontan una nueva etapa de incertidumbre tras la crisis de deuda.*

Las entidades de depósito nacionales están afrontando una nueva etapa de incertidumbre agregada, tras los episodios de crisis de deuda soberana europea, que ha dado lugar a ciertas dificultades de financiación en determinados segmentos de los mercados de financiación mayoristas. Adicionalmente, la debilidad de la actividad económica doméstica y el deterioro de sus activos crediticios continúan ejerciendo una cierta presión sobre la cuenta de pérdidas y ganancias de las entidades.

*Los beneficios netos agregados de estas entidades retrocedieron sustancialmente en 2010.*

Así, el resultado neto agregado de las entidades de depósito en España ascendió a 9.600 millones de euros en el conjunto de 2010, lo que supone un descenso del 26% respecto de 2009. La caída de los beneficios tuvo origen en el descenso del margen de intermediación (desde los 43 mil millones de euros en 2009 hasta los 34 mil millones en 2010), en el incremento de las dotaciones y en la caída de los resultados extraordinarios. Los gastos de explotación se mantuvieron relativamente estables mientras que las pérdidas por deterioro de activos (financieros y no financieros) se redujeron sensiblemente.

*El saldo vivo de crédito inició una leve tendencia ascendente desde mediados de 2010...*

Tras varios ejercicios de descensos acusados, la tasa de variación interanual del saldo vivo de crédito agregado a empresas y familias inició una leve tendencia ascendente en la segunda mitad de año, tras el mínimo alcanzado en abril (-1,5%). El último dato disponible, correspondiente al mes de diciembre de 2010, mostró un leve avance del crédito (0,8% interanual), aunque se observaron diferencias notables entre sus componentes. Así, el crédito a empresas creció un 1%, mientras que el crédito a los hogares avanzó un 0,4%. Esta evolución dispar del crédito a hogares y empresas, que se viene observando desde hace varios trimestres, contrasta con la observada en la zona del euro, donde el crecimiento total de los agregados crediticios es algo mayor, ya que el crédito empresarial continúa en terreno negativo mientras que el crédito a familias crece a tasas cercanas al 3%.

*...en un marco en el que persiste el aumento de la morosidad.*

La tasa de morosidad de las entidades de crédito españolas, con ciertos altibajos, continuó creciendo en 2010, pero a un ritmo menos intenso que en años previos. Entre diciembre de 2009 y diciembre de 2010, la morosidad aumentó desde el 5,1% hasta el 5,8% (3,4% en 2008 y 0,9% en 2007, véase gráfico 9). En enero volvió a aumentar hasta el 6,1%. La mayor parte del aumento de la morosidad continúa ligado a la financiación de empresas constructoras y de actividades de promoción inmobiliaria, lo que contrasta con el buen comportamiento relativo de la morosidad ligada al crédito para adquisición de vivienda con garantía hipotecaria, que lleva cerca de un año descendiendo hasta situarse cerca del 2,6%.

*La crisis de deuda soberana complicó la financiación de las entidades financieras en los mercados mayoristas...*

Las condiciones de financiación de las entidades financieras españolas a lo largo de 2010 fueron complejas, particularmente en los mercados mayoristas, como consecuencia de la incertidumbre generada en los mercados de deuda soberana. En términos generales, las entidades financieras españolas fueron menos dependientes de las fuentes de financiación de carácter más extraordinario. Así, el volumen de emisión

---

nomías desarrolladas (el tono habría sido expansivo en todas ellas, salvo en el Reino Unido, donde se estima neutral).

de bonos avalados apenas superó los 13 mil millones de euros en 2010, frente a los cerca de 48 mil millones en 2009, mientras que el recurso de las entidades a la financiación del Eurosistema descendió sustancialmente, desde los máximos alcanzados a mediados de 2010 (130 mil millones) hasta los 49 mil millones en febrero de 2011 (véase gráfico 8).

Las dificultades de financiación en los mercados mayoristas se tradujeron en un descenso sustancial del importe bruto emitido por las entidades financieras, que pasó de 376 mil millones de euros en 2009 a 223 mil millones en 2010. De forma paralela a la tendencia observada en el conjunto de entidades financieras europeas, muchas entidades españolas optaron por impulsar la emisión de productos de mayor calidad crediticia percibida, particularmente de cédulas hipotecarias. En efecto, como se observa en el gráfico 9, la importancia relativa de las emisiones de cédulas sobre las emisiones totales de deuda de las entidades financieras españolas creció desde el 22% en 2009 hasta el 35% en 2010. En el conjunto de entidades europeas, este incremento fue inferior, pasando del 20% en 2009 al 25% en 2010.

Finalmente, cabe señalar el creciente acceso de algunas entidades financieras nacionales a las plataformas LCH.Clearnet y Eurex Repo, que canalizan préstamos interbancarios con garantía de deuda pública y cubren el riesgo de impago. En el caso de LCH.Clearnet, el volumen de repos que han negociado las entidades españolas desde agosto de 2010, cuando comenzó esta operativa, hasta enero de 2011 ha superado los 800 mil millones de euros.

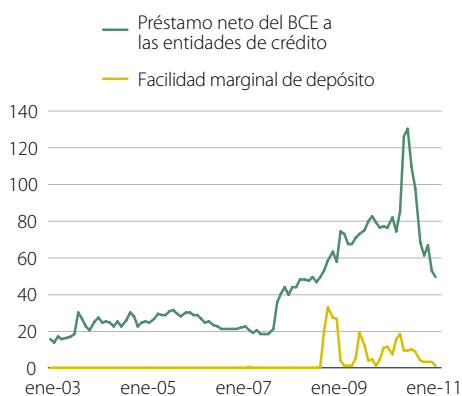
*...que optaron por impulsar la emisión de productos de mayor calidad, como las cédulas hipotecarias.*

*Las entidades más grandes se benefician del acceso a las plataformas LCH.Clearnet y Eurex Repo.*

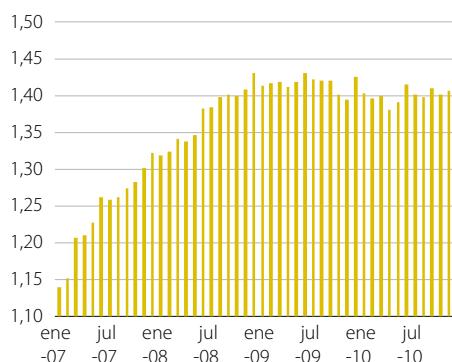
## Financiación de las entidades de crédito españolas

GRÁFICO 8

### Eurosistema (miles de millones de euros)

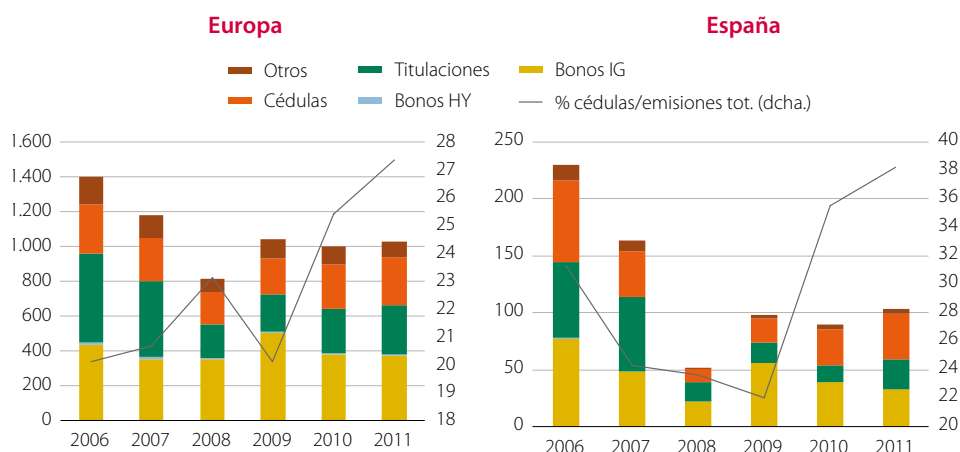


### Captación de depósitos (billones de euros)



Fuente: Banco de España. Los datos del Eurosistema son hasta febrero, los de depósitos hasta diciembre.

Miles de millones de euros



Fuente: Dealogic. El dato de 2011 corresponde a la suma de las emisiones de los cuatro últimos trimestres hasta el primero de 2011.

*El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras creció un 40% en 2010.*

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras ascendió a 33.595 millones de euros en 2010, un 40,1% superior a la cifra de 2009. Como se observa en el cuadro 5, el aumento de los beneficios fue generalizado en todos los sectores, en línea con la incipiente mejora de la actividad doméstica. Destaca especialmente, por su peso en el total, el aumento en más de cuatro mil millones de euros del beneficio conjunto de las empresas energéticas, que ascendió a 15.761 millones de euros. En términos relativos, el sector que experimentó un mayor crecimiento fue el industrial, que pasó de tener un beneficio de 140 millones de euros en 2009 a 1.607 millones en 2010. Los beneficios agregados de las empresas relacionadas con el comercio y los servicios aumentaron un 27,4%, hasta los 14.350 millones de euros.

La distribución del número de sociedades cotizadas en función del resultado neto del ejercicio (véase gráfico 10, panel izquierdo) muestra que el número de entidades con pérdidas relativamente elevadas (superiores a los 200 millones de euros) se redujo debido, parcialmente, al mejor comportamiento de algunas sociedades pertenecientes al sector de la construcción e inmobiliario. Por otro lado, durante 2010 se produjo un aumento de las entidades con beneficios reducidos (entre cero y 100 millones de euros). Parte de este incremento tuvo lugar en empresas inmobiliarias e industriales, que habían sufrido pérdidas menores a 100 millones de euros durante el ejercicio de 2009. Además, para el conjunto de entidades que obtuvieron beneficios de forma consecutiva en 2009 y 2010, se observa, en general, un incremento del número de empresas cotizadas que vieron aumentar sus beneficios en el mismo ejercicio (véase gráfico 10, panel derecho).



## Evolución de los resultados por sectores<sup>1</sup>: empresas cotizadas no financieras

CUADRO 5

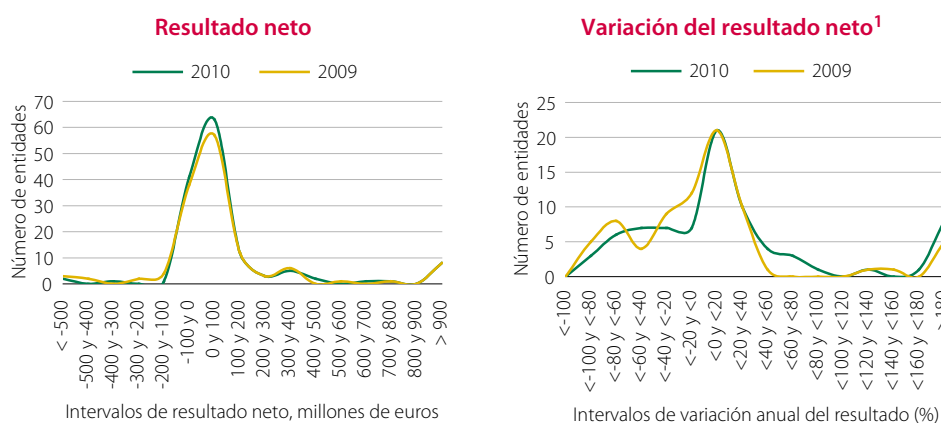
Millones de euros	EBITDA <sup>2</sup>		EBIT <sup>3</sup>		Resultado ejercicio	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
Energía	28.486	34.974	18.034	23.315	11.472	15.761
Industria	2.712	4.087	1.181	2.453	140	1.607
Comercio y servicios	29.780	34.197	17.933	21.863	11.268	14.356
Construcción e inmobiliario	4.644	8.936	1.596	5.658	1.084	1.855
Ajustes	-279	-178	-106	-38	15	16
<b>TOTAL AGREGADO</b>	<b>65.343</b>	<b>82.016</b>	<b>38.638</b>	<b>53.251</b>	<b>23.979</b>	<b>33.595</b>

Fuente: CNMV.

- 1 Resultados acumulados en el año.
- 2 Resultado bruto de explotación.
- 3 Resultados antes de intereses e impuestos.

## Distribución del número de sociedades cotizadas no financieras en función de:

GRÁFICO 10



Fuente: CNMV.

- 1 Se ofrece la distribución del número de entidades en función de la variación de su resultado neto, sujeto a que este resultado fuera positivo en ambos ejercicios.

El endeudamiento total de las sociedades cotizadas no financieras se redujo levemente durante 2010, en un 0,5% hasta los 326.168 millones de euros (véase cuadro 6), interrumpiendo, así, la tendencia alcista que había mostrado a lo largo de los últimos años (entre 2005 y 2009 el endeudamiento creció cerca de un 100%). Por sectores, se observó un comportamiento similar en los de las empresas energéticas, industriales y de la construcción e inmobiliarias, con retrocesos de entre un 2% y un 9% en el nivel de deuda. Por el contrario, la deuda de las empresas relacionadas con el comercio y los servicios creció un 6,3%, hasta los 115 mil millones de euros. La ratio de apalancamiento (medida como el cociente entre las deudas y el patrimonio neto) mostró un leve descenso, desde el 1,6 en 2009 hasta el 1,5 en 2010, en línea con la reducción de la deuda agregada. Todos los sectores, salvo el industrial, mostraron descensos en sus ratios de apalancamiento.

*El apalancamiento de las sociedades cotizadas no financieras se redujo levemente en 2010 (del 1,6 al 1,5)...*

...y mejoran la ratio de cobertura de la deuda y los indicadores de la carga financiera que soportan las entidades.

La ratio de cobertura de la deuda, medida a través del número de años necesarios para pagar la deuda si se mantuviera constante el EBITDA (resultado bruto de explotación), se redujo desde 4,8 en 2009 hasta 4 en 2010, como consecuencia, principalmente, del crecimiento de los beneficios (véase cuadro 6). Cabe destacar la fuerte reducción de esta ratio en el sector de la construcción e inmobiliario, que pasó de 22,5 en 2009 a 11,2 en 2010. Por su parte, los indicadores de la carga financiera que soportan las sociedades cotizadas no financieras en su conjunto mejoraron ligeramente (la ratio EBIT/carga financiera aumentó desde 2,4 en 2009 hasta 3 en 2010) como consecuencia del crecimiento de los beneficios antes de intereses e impuestos. El comportamiento de esta ratio por sectores fue similar al observado para el conjunto de entidades, salvo en el caso de las empresas pertenecientes al sector industrial, en las que el aumento de la carga financiera fue superior al del EBIT, dando lugar a una reducción de la ratio de cobertura desde 3,1 hasta 2,7.

### Evolución del endeudamiento financiero bruto por sectores: empresas cotizadas

CUADRO 6

Millones de euros		2006	2007	2008	2009	2010
Energía	Deudas	59.191	69.172	82.608	100.572	98.283
	Deudas/ Patrimonio	0,9	0,8	0,9	1,1	0,9
	Deudas/ EBITDA <sup>1</sup>	2,2	2,5	2,8	3,5	2,8
	EBIT <sup>2</sup> / Carga financiera	4,7	4,1	3,7	3,4	4,2
Industria	Deudas	15.684	13.312	15.645	15.953	14.508
	Deudas/ Patrimonio	0,8	0,6	0,7	0,7	0,8
	Deudas/ EBITDA	2,1	1,8	2,7	3,0	3,5
	EBIT / Carga financiera	5,7	5,9	3,4	3,1	2,7
Construcción e inmobiliario	Deudas	111.000	138.933	119.788	104.762	99.763
	Deudas/ Patrimonio	3,1	3,1	3,8	4,1	3,4
	Deudas/ EBITDA	11,5	10,8	31,9	22,5	11,2
	EBIT / Carga financiera	2,0	1,2	0,0	0,3	1,0
Comercio y servicios	Deudas	91.522	96.941	112.322	108.579	115.407
	Deudas/ Patrimonio	2,5	1,7	2,1	1,8	1,6
	Deudas/ EBITDA	3,6	3,0	3,6	3,7	3,4
	EBIT / Carga financiera	2,4	3,2	2,9	3,3	3,9
Ajustes <sup>3</sup>	Deudas	-11.199,0	-17.391,0	-20.802,0	-1.908	-1.793
<b>TOTAL AGREGADO<sup>4</sup></b>	<b>Deudas</b>	<b>266.198</b>	<b>300.967</b>	<b>309.561</b>	<b>327.958</b>	<b>326.168</b>
	Deudas/ Patrimonio	1,7	1,5	1,6	1,6	1,5
	Deudas/ EBITDA	3,9	4,0	4,6	4,8	4,0
	EBIT / Carga financiera	3,3	3,0	2,0	2,4	3,0

Fuente: CNMV.

- 1 Resultado bruto de explotación.
- 2 Resultado antes de intereses e impuestos.
- 3 Para elaborar este cuadro se ha eliminado la deuda de las sociedades cotizadas que a su vez consolidan en otro grupo cotizado español. En la fila de ajustes se incluyen las eliminaciones correspondientes a las filiales cuya matriz pertenece a otro sector.
- 4 En el cuadro de endeudamiento no se incluían las entidades financieras, que comprendían las entidades de crédito, compañías de seguros y sociedades de cartera. Dado que los modelos de IPP a partir del ejercicio 2008 para las sociedades de cartera son idénticos a los empleados por el resto de entidades no financieras, se ha decidido incluir dentro de los agregados a las sociedades de cartera. Debido al impacto de Critería Caixacorp se han recalculado los datos correspondientes al cierre del ejercicio 2007.

Los indicadores de posición patrimonial de los hogares correspondientes al tercer trimestre de 2010 indican que la tasa de ahorro del sector continuó descendiendo hasta valores algo inferiores al 15% de la renta disponible, tras los fuertes incrementos de 2008 y 2009, como consecuencia tanto de la disminución de su renta como del moderado incremento de su gasto en consumo final. Por su parte, la ratio de endeudamiento del sector permanece estabilizada desde hace varios trimestres en valores cercanos al 125% de la renta bruta disponible, mientras que su riqueza neta, tras experimentar un descenso notable durante 2008 y la primera mitad de 2009, ha tendido a estabilizarse como consecuencia de una cierta revalorización de los activos financieros de los hogares, que ha compensado el descenso, menos pronunciado, del valor de sus activos inmobiliarios.

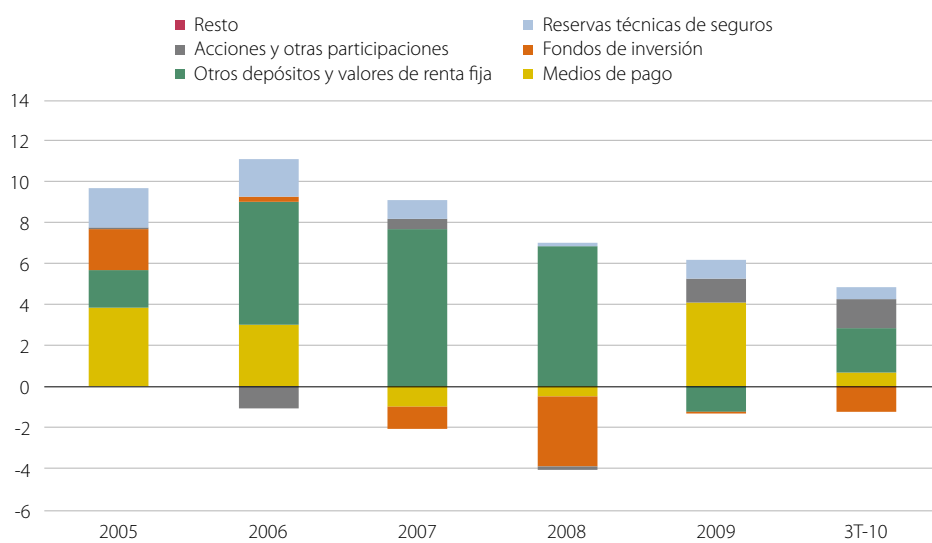
*El ahorro de los hogares desciende, tras los fuertes aumentos de 2008 y 2009, y se estabiliza su ratio de endeudamiento.*

Por lo que se refiere a las variaciones de activos financieros y pasivos, se observan algunos patrones novedosos. En particular, la adquisición neta de activos financieros de los hogares, que se mantuvo en septiembre en niveles ligeramente inferiores a los de 2009<sup>6</sup>, mostró un cambio sustancial en la composición de los instrumentos adquiridos, a favor de los depósitos a plazo y de las acciones y en detrimento de los medios de pago y de los fondos de inversión (véanse gráfico 11 y cuadro 13). El fuerte aumento de la oferta de depósitos con remuneraciones relativamente elevadas habría jugado un papel relevante en esta recomposición de la cartera de los hogares. Por su parte, los pasivos de los hogares, que habían descendido un 1,3% del PIB en 2009, volvieron a crecer en 2010 (0,7% del PIB).

*La inversión de los hogares muestra una mayor preferencia por depósitos a plazo y acciones.*

### Hogares: Adquisiciones de activos financieros (% PIB)

GRÁFICO 11



Fuente: Banco de España, Cuentas Financieras. Datos acumulados de cuatro trimestres.

6 Ascendió al 4,1% del PIB (con datos acumulados de cuatro trimestres), frente al 4,5% del PIB en 2009.

## 2.3 Perspectivas

*Las previsiones más recientes apuntan al mantenimiento del crecimiento mundial en tasas cercanas al 4,5% en 2011 y 2012.*

Las previsiones más recientes del FMI y de la OCDE efectuadas antes del terremoto de Japón, que ha añadido un cierto grado de incertidumbre sobre ellas, apuntaban al mantenimiento del crecimiento de la actividad mundial en 2011 y 2012 en tasas cercanas al 4,5%, ligeramente por debajo de la cifra estimada para 2010 (5%). De acuerdo a estas previsiones, continuaría el dinamismo de las economías emergentes, particularmente de las asiáticas, para las que se pronostica un crecimiento agregado del 6,5%, mientras que las economías desarrolladas avanzarían a tasas del 2,5%, lideradas por la economía estadounidense.

*Los riesgos más relevantes están relacionados con los efectos del terremoto de Japón, con las perspectivas de las finanzas públicas, con la posibilidad de que en algunos emergentes se estén acumulando algunos desequilibrios y con la complejidad del marco de actuación de la política monetaria.*

Con carácter general, además de la mencionada incertidumbre en torno a los posibles efectos del terremoto en Japón sobre la economía mundial que, con la información disponible hasta la fecha, no parecen demasiado graves, los riesgos más relevantes que pueden afectar a los escenarios centrales contemplados por los principales organismos están relacionados con: (i) los retos que plantea, para un grupo amplio de economías, la necesidad de asegurar la sostenibilidad de sus finanzas públicas y de finalizar el proceso de saneamiento y reestructuración de su sistema financiero; (ii) la posibilidad de que se estén acumulando algunos desequilibrios en determinadas economías emergentes, a la vista del fuerte incremento en los flujos de capitales hacia ellas, del sustancial incremento de los precios de sus activos y del fuerte descenso del precio de su riesgo de crédito; y, finalmente, (iii) la creciente complejidad del marco de actuación de la política monetaria, que debe ponderar con especial cautela los efectos combinados sobre la evolución futura de los precios de una perturbación de oferta negativa, asociada al notable encarecimiento de los precios del petróleo, las materias primas y los alimentos registrado en los últimos meses, y de una recuperación todavía débil de la actividad económica, en un entorno en el que el funcionamiento de los mecanismos normales de transmisión monetaria puede verse afectado por la fragilidad de algunas piezas importantes del sistema financiero, como el mercado interbancario. Esta complejidad es particularmente relevante en la zona del euro, donde existe una elevada heterogeneidad respecto al impacto del encarecimiento del petróleo sobre los precios finales, a la intensidad de la recuperación y al efecto de una variación en los tipos de interés sobre la situación patrimonial de las empresas y las familias. En el contexto europeo, además, persisten ciertas dudas acerca de la salud del sector financiero y del grado de saneamiento efectivo alcanzado hasta el momento que, de mantenerse, continuarían dificultando la financiación de las economías más vulnerables.

*La economía española, que seguirá creciendo algo menos que otras avanzadas, afronta riesgos relacionados con la situación de una parte de su sistema financiero y con su capacidad de crecimiento a medio plazo.*

En cuanto a la economía española, los principales organismos internacionales manejan previsiones para 2011 algo menos optimistas que para el resto de las principales economías avanzadas. Así, el PIB español crecería entre un 0,6% y un 0,9%, frente al 1,5% en la zona del euro o el 3% en EE.UU., mientras que en 2012 se produciría una cierta convergencia entre el crecimiento doméstico y el de la zona del euro, en tasas próximas al 1,5%. En este marco de incipiente recuperación, no se esperan avances sustanciales en el mercado laboral en los próximos dos años. Los riesgos más relevantes que pueden afectar a este escenario de recuperación están relacionados con la incertidumbre asociada al proceso en marcha de reestructuración del sistema financiero y con la evolución macroeconómica. Estos factores podrían condicionar la pauta de normalización de las condiciones de financiación tanto del sector público como del privado. Entre los elementos que pueden favorecer la reducción de la incertidumbre se encuentran el notable esfuerzo realizado en materia de consolidación fiscal, el avan-

ce en algunas reformas estructurales relevantes (mercado de trabajo, sistema de pensiones) y, más recientemente, el Plan de Reforzamiento del Sistema Financiero, que aumenta los requisitos de capital básico de las entidades financieras españolas, adelantando los requisitos previstos en Basilea III para 2013 y estableciendo de forma inmediata un mínimo de capital básico del 8% de los activos ponderados por riesgo.

### 3 La evolución de los mercados nacionales

#### 3.1 Los mercados bursátiles

Tras las caídas de las cotizaciones observadas en el último trimestre de 2010, los principales mercados bursátiles nacionales, a excepción de las plataformas de valores latinoamericanos, experimentaron durante el primer trimestre de 2011 avances de diversa intensidad<sup>7</sup>, que fueron superiores a los registrados en otras plazas internacionales de referencia, todas ellas afectadas por la incertidumbre generada tras el terremoto en Japón (véanse cuadro 2 y cuadro 7).

*Tras los retrocesos de 2010, los principales mercados bursátiles nacionales avanzaron en los primeros meses de 2011.*

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

CUADRO 7

Índices	2007	2008	2009	2010	III-10 <sup>1</sup>	IV-10 <sup>1</sup>	I-11 (hasta 15 de marzo)		
							% s/trim. ant.	% s/dic	% inter- anual
Ibex 35	7,3	-39,4	29,8	-17,4	13,5	-6,2	4,8	4,8	-5,7
Madrid	5,6	-40,6	27,2	-19,2	12,9	-7,5	5,5	5,5	-6,8
Ibex Medium Cap	-10,4	-46,5	13,8	-5,6	13,7	-0,5	2,6	2,6	-2,5
Ibex Small Cap	-5,4	-57,3	17,6	-18,3	3,6	-4,3	9,8	9,8	-7,9
FTSE Latibex All-Share	57,8	-51,8	97,2	9,0	1,5	8,3	-7,0	-7,0	-3,9
FTSE Latibex Top	33,7	-44,7	79,3	9,7	-2,2	7,3	-6,3	-6,3	-1,4
<b>Sectores<sup>2</sup></b>									
Petróleo y gas	1,8	-30,8	-20,1	0,3	7,1	11,0	15,5	15,5	24,2
Químicas	-58,4	-67,8	3,4	-60,0	-49,8	-6,2	21,0	21,0	-51,9
Materiales básicos	-17,2	-45,4	23,1	-5,6	3,0	0,5	2,0	2,0	-0,4
Construcción y mat. de construcción	-12,0	-51,0	25,5	-14,4	15,1	-0,1	9,0	9,0	-0,2
Bienes industriales y servicios	6,9	-41,9	29,3	-1,9	16,9	-1,3	-1,7	-1,7	-1,5
Salud	19,2	-45,0	17,7	-22,2	17,1	-9,5	9,5	9,5	-15,0
Utilities	18,5	-31,0	-7,8	-14,3	10,2	3,4	5,8	5,8	-3,5
Bancos	-4,5	-47,9	46,3	-32,3	8,8	-16,2	9,9	9,9	-15,6
Seguros	-13,3	-25,0	19,8	-26,8	2,0	-7,1	19,5	19,5	-7,5
Inmobiliaria	-42,6	-58,6	-43,8	-53,2	-13,5	-29,7	17,3	17,3	-44,9
Servicios financieros	-35,6	-44,3	20,8	12,8	14,1	2,5	20,1	20,1	26,8
Telecomunic. y medios de comunic.	26,3	-31,4	23,5	-13,4	18,1	-5,8	2,0	2,0	-3,1
Consumo discrecional	-7,7	-39,2	37,0	20,6	22,2	-1,7	-3,8	-3,8	10,7
Consumo básico	6,9	-22,5	-8,4	15,8	4,3	10,6	-4,6	-4,6	9,6

Fuente: Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

2 Clasificación obtenida en Thomson Datastream.

7 Hasta el 15 de marzo.

*El Ibex 35 se revalorizó un 4,8% en el primer trimestre de 2011 (-17,4% en 2010)...*

Así, el Ibex 35, que había caído un 6,2% en el cuarto trimestre de 2010 (un 17,4% en el conjunto del año), repuntó un 4,8% en el primer trimestre de 2011<sup>8</sup> (véase cuadro 7). Este índice, que a lo largo de este último trimestre llegó a mostrar avances cercanos al 13%, finalizó el mismo con descensos de cierta cuantía como consecuencia de los acontecimientos acaecidos en Japón. Por su parte, los índices de renta variable de las empresas de pequeña y mediana capitalización crecieron en el primer trimestre del año un 9,8% y un 2,6% respectivamente, tras registrar sendos descensos del 4,3% y del 0,5% en el cuarto trimestre de 2010 (y del 18,3% y el 5,6% en el conjunto de 2010). Por el contrario, los mercados nacionales de negociación para valores latinoamericanos (Latibex) invirtieron la fuerte tendencia alcista iniciada en 2009, que fue más moderada en 2010. Así, en el primer trimestre de 2011, los índices FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top acumularon descensos superiores al 6%, tras registrar crecimientos cercanos al 8% en el cuarto trimestre de 2010 y superiores al 9% en el conjunto de ese año.

*...por el avance de las empresas químicas, inmobiliarias, aseguradoras y financieras.*

Los sectores que lideraron los avances durante el primer trimestre de 2011 fueron los mismos que registraron las mayores pérdidas en 2010, concretamente, los sectores químico (21% en el primer trimestre de 2011 frente a la caída del 60% en 2010), asegurador (19,5%, con una caída del 26,8% en 2010), inmobiliario (17,3%, tras descender un 53,2% en 2010), bancario (9,9%, frente a un descenso del 32,3% en 2010) y de construcción y materiales asociados (9% frente a la caída del 14,4% en 2010). También se registraron otros avances notables en el sector que agrupa a las entidades no bancarias que ofrecen servicios financieros, en el energético y en el de la salud. Únicamente retrocedieron las cotizaciones de los sectores relacionados con el consumo y, en menor medida, el de los bienes industriales y servicios.

*Las cotizaciones de las empresas financieras pertenecientes al Ibex 35...*

El gráfico 12 muestra la evolución relativa de los precios de las empresas financieras y no financieras que componen el Ibex 35. En él se pueden observar tres fases diferenciadas desde enero de 2010, que están relacionadas, principalmente, con los sucesivos episodios de crisis de deuda soberana europea.

*... han caído más que las de las no financieras a lo largo de los sucesivos episodios de crisis de deuda soberana...*

A lo largo de la primera fase, que transcurrió durante el primer semestre de 2010 y que coincidió con la crisis de deuda griega, se produjeron caídas notables de las cotizaciones en ambos grupos de empresas, en un marco de elevada incertidumbre que aumentó la volatilidad del mercado hasta valores cercanos al 70%. El retroceso de las cotizaciones en esta fase fue más intenso en el conjunto de las entidades financieras (superior al 35%) que en el conjunto de las entidades no financieras.

*...a pesar del avance sustancial que mostraron en los meses centrales de 2010.*

La segunda fase tuvo lugar en los meses centrales de 2010. Varios factores permitieron un avance notable en los precios de las entidades financieras, que convergieron en poco tiempo hacia niveles de precios próximos a los de las entidades no financieras. Entre estos factores destacaron el rescate de la economía griega, la aprobación de un mecanismo de asistencia europea en el marco de la Unión Europea, la adopción de varios planes de ajuste fiscal en diversas economías europeas, las medidas impulsadas por el BCE para favorecer la liquidez en los mercados de deuda pública europeos y, la publicación de las pruebas de resistencia sobre la solvencia del sector financiero europeo.

---

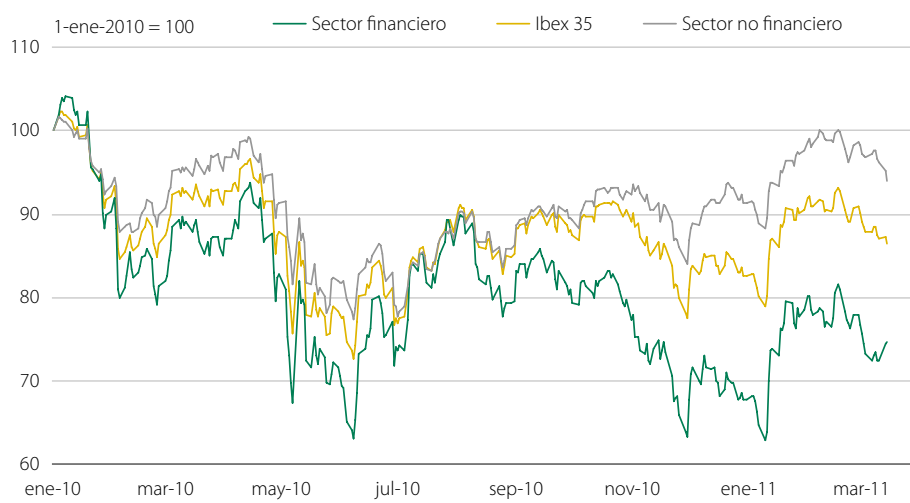
8 El avance acumulado del Ibex 35 hasta el 30 de marzo fue del 8,9%, tras el notable crecimiento de las cotizaciones desde mediados de marzo.

Desde septiembre de 2010 hasta estos momentos se observa de nuevo un peor comportamiento relativo del sector financiero. En esta última fase, los mercados financieros han vivido un nuevo periodo de turbulencias asociado a la crisis irlandesa, lo que ha propiciado un retroceso superior en los precios del conjunto de entidades financieras, que está muy ligado al aumento durante estos últimos meses de la incertidumbre en torno a la fortaleza de este sector a escala europea. A lo largo de los primeros meses de 2011, las entidades no financieras llegaron a recuperar los niveles existentes a comienzos de 2010, mientras que las entidades financieras continúan más de un 20% por debajo de dichos niveles, a pesar de que han mostrado avances sustanciales.

La cotización de las entidades financieras aún permanece un 20% por debajo de la que mostraban a principios del año 2010, cuando se desencadenó la crisis griega.

## Desglose del Ibex 35: sector financiero y no financiero<sup>1</sup>

GRÁFICO 12



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de marzo.

1 Las ponderaciones de cada empresa corresponden al peso de su capitalización de mercado en la capitalización del Ibex 35 al cierre del año anterior.

El repunte de los precios de las acciones en el primer trimestre de 2011 dio lugar a un aumento de la ratio entre el precio y los beneficios<sup>9</sup> (PER), desde 9,7 a finales de 2010 hasta 10,3 en el primer trimestre de 2011. A pesar de este crecimiento, el nivel de este indicador para el mercado español permaneció en el rango inferior del conjunto de índices de las principales bolsas. El aumento del PER en la bolsa española compensó el descenso marginal en la rentabilidad del bono español a diez años, propiciando una caída del *earning yield gap*<sup>10</sup>, que es el indicador que estima la prima de riesgo de los activos de renta variable sobre la deuda pública a largo plazo (véase gráfico 13). La evolución de este indicador, que en circunstancias normales

La ratio PER del Ibex 35 ha crecido levemente debido al repunte de las cotizaciones.

9 Según los beneficios previstos a un año.

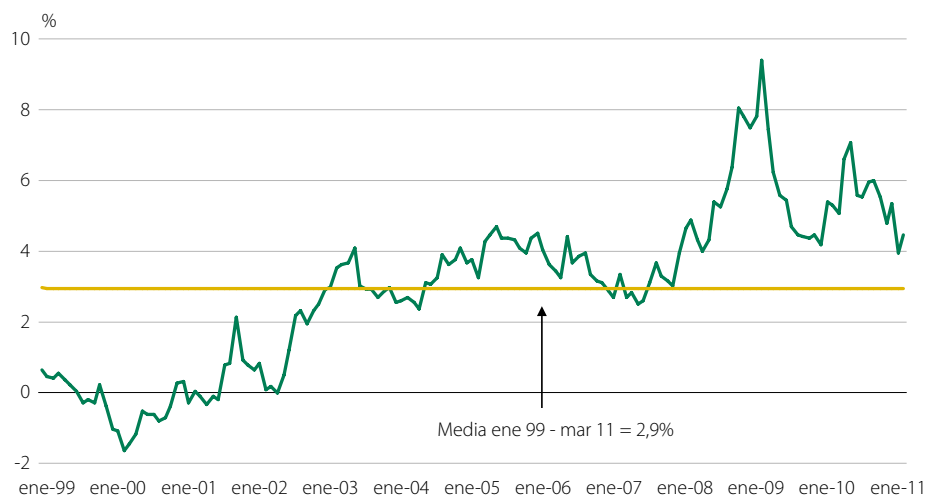
10 Este indicador se basa en el supuesto de que el precio de una acción (P), en un determinado momento, es el valor descontado de los flujos futuros de beneficios (Π) a los que da derecho dicha acción (véase ecuación 1). En el factor de descuento, además del tipo de interés de la deuda pública a diez años (r), se incluye una prima de riesgo (ρ), conocida como *earning yield gap*, que debería recoger las diferencias en riesgo entre la deuda pública y las acciones. Despejando ρ de la ecuación 1, se tiene que  $\rho = \frac{1}{PER} - r$ , donde  $PER = \frac{P}{\Pi}$ .

$$(1) P = \frac{\Pi}{1+r+\rho} + \frac{\Pi}{(1+r+\rho)^2} + \frac{\Pi}{(1+r+\rho)^3} + \frac{\Pi}{(1+r+\rho)^4} + \dots = \Pi \cdot \sum_{i=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r+\rho)^i} = \frac{\Pi}{r+\rho}$$

suele responder más a los movimientos de los precios de la renta variable nacional que a los de la renta fija pública, se vio en 2010 más condicionada por las oscilaciones de los mercados de deuda.

### Earning yield gap<sup>1</sup> del Ibex 35

GRÁFICO 13



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Diferencia entre la rentabilidad bursátil, medida como la inversa del PER, y la rentabilidad del bono del Estado español a diez años. Datos mensuales hasta el 15 de marzo de 2011.

*Tras los máximos asociados a los dos episodios de turbulencias, la volatilidad del mercado bursátil nacional ha descendido hasta valores del 25%...*

Como se puede apreciar en el gráfico 14, la volatilidad del mercado bursátil nacional osciló notablemente en 2010, alcanzando máximos cercanos al 70% y al 40% durante los momentos de mayor tensionamiento en el contexto de los episodios de crisis de deuda pública griega e irlandesa, respectivamente. En ambos casos, el incremento de la volatilidad del mercado español fue similar al observado en otros índices pertenecientes a las economías europeas más vulnerables, pero superior al mostrado por el resto de los índices de renta variable de referencia que, de hecho, prácticamente no se vieron afectados por el episodio irlandés. En el primer trimestre de 2011, la volatilidad del Ibex 35 ha descendido nuevamente hacia valores cercanos al 25%.

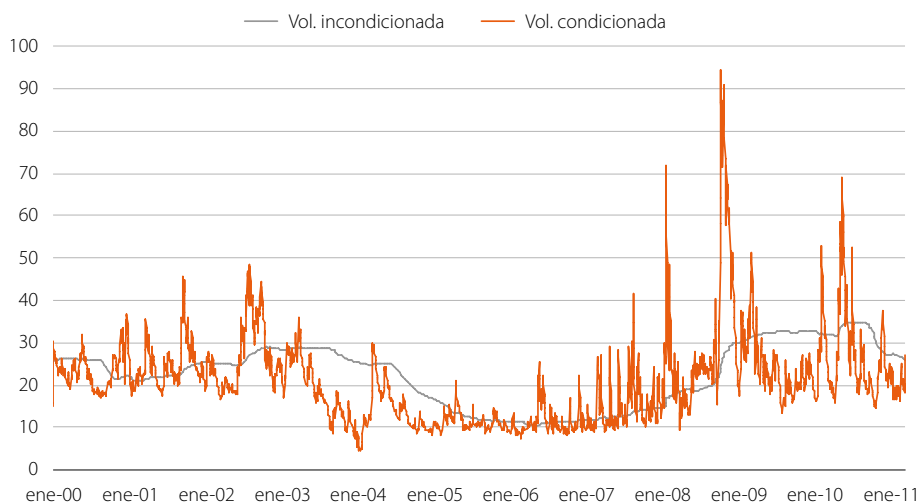
*...en un marco en el que las condiciones de liquidez son favorables...*

Por su parte, el *spread bid-ask*, que indica el grado de liquidez en el mercado de renta variable, descendió en el primer trimestre de 2011 después de un ligero repunte a finales del año anterior. De este modo, el promedio mensual de dicho indicador permanece en los niveles mínimos registrados durante los últimos años (véase gráfico 15).



## Volatilidad histórica del Ibex 35

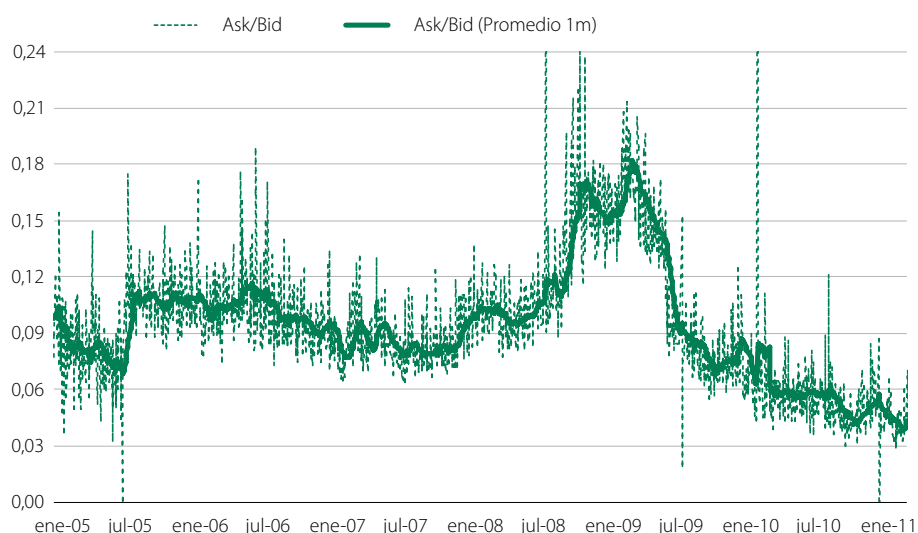
GRÁFICO 14



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 15 de marzo..

## Liquidez del Ibex 35. Spread bid-ask (%)

GRÁFICO 15



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 15 de marzo.

La contratación del mercado bursátil español ascendió a 203.902 millones de euros en el primer trimestre de 2011 (con datos hasta el 15 de marzo), un 6,7% superior a la registrada en el mismo periodo del año anterior (véase cuadro 8). Según datos de volumen medio diario, en el primer trimestre del año la contratación se situó en 3.921 millones de euros, por debajo del registro del último trimestre de 2010 (4.596 millones), pero similar al promedio del conjunto de 2010, que ascendió a 4.052 millones.

*...y la contratación continúa al alza.*

Pese al entorno de incertidumbre generalizada y a la caída de las cotizaciones en los mercados financieros domésticos durante la mayor parte de 2010, las emisiones de renta variable mostraron cierto dinamismo, al superar los 16 mil millones de euros en el conjunto del año. Este volumen supone un crecimiento del 41% respecto al importe registrado en 2009 y se muestra en línea con el correspondiente a 2008 (véase cuadro 9), aunque todavía muy por debajo de los niveles alcanzados antes de la crisis.

*Las emisiones de renta variable mostraron una leve expansión en 2010.*

## Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 8

Importes en millones de euros

	2007	2008	2009	2010	III-10	IV-10	I-11 <sup>1</sup>
Mercado continuo	1.658.019	1.235.330	880.544	1.032.447	214.267	292.819	203.116
Corros	1.154	207	73	165	54	82	18
de los que SICAV <sup>2</sup>	362	25	20	8	1	0	2
MAB <sup>3</sup>	6.985	7.060	5.080	4.145	768	1.147	683
Segundo mercado	193	32	3	3	1	1	1
Latibex	868	758	435	521	93	119	85
<b>Total bolsas</b>	<b>1.667.219</b>	<b>1.243.387</b>	<b>886.135</b>	<b>1.037.282</b>	<b>215.183</b>	<b>294.168</b>	<b>203.902</b>

Pro memoria: contratación de no residentes (% s/total bolsas)

	61,6	65,5	64,2	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
--	------	------	------	------	------	------	------

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados desde el 1 de enero hasta el 15 de marzo.

2 Sociedades de inversión de carácter financiero.

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

## Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta<sup>1</sup>

CUADRO 9

	2007	2008	2009	2010	III-10	IV-10	I-11 <sup>2</sup>
<b>IMPORTE EFECTIVOS<sup>3</sup> (millones de euros)</b>	<b>69.955</b>	<b>16.349</b>	<b>11.391</b>	<b>16.018</b>	<b>2.323</b>	<b>8.339</b>	<b>3.217</b>
Ampliaciones de capital	67.887	16.340	11.389	15.412	2.323	8.267	3.217
De ellas, mediante OPS	8.503	292	17	964	6	20	0
Tramo nacional	4.821	292	15	67	6	19	0
Tramo internacional	3.681	0	2	897	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.068	10	2	606	0	71	0
Tramo nacional	1.517	10	2	79	0	71	0
Tramo internacional	551	0	0	527	0	0	0
<b>NÚMERO DE EXPEDIENTES<sup>4</sup></b>	<b>100</b>	<b>54</b>	<b>53</b>	<b>69</b>	<b>12</b>	<b>29</b>	<b>12</b>
Ampliaciones de capital	91	53	53	67	12	28	12
De ellas, mediante OPS	8	2	2	12	2	4	0
De ellas, liberadas	19	18	11	15	3	7	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	12	2	1	3	0	1	0

Fuente: CNMV.

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

2 Datos disponibles hasta el 15 de marzo de 2011.

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.

### Recuadro 3: «Procedimientos de salidas a bolsa»

En las últimas semanas, a partir de la aprobación del Real Decreto-Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero, diversas entidades han manifestado su interés en emitir acciones cotizadas. El proceso de salida a bolsa debe satisfacer una serie de requisitos que tienen como objetivo asegurar la adecuada formación de precios y la protección de los inversores.

#### Formación de precios en el mercado primario

Al objeto de conseguir una adecuada formación del precio en los procesos de salida a bolsa, es esencial que la colocación cuente con un tramo sustancial dirigido a inversores profesionales, ya que éstos son los que cuentan con los conocimientos y medios necesarios para determinar mediante un proceso competitivo el precio de referencia en el momento en que el valor comience a cotizar. Es a este precio al que se formulan las órdenes de los inversores minoristas. Por tanto, se entiende que cuanto mayor sea el número de inversores institucionales que participan en el proceso, menor será la diferencia entre el precio de la colocación y la cotización posterior del valor.

Como puede observarse en el cuadro R3.1, el tramo reservado a inversores institucionales en las distintas colocaciones realizadas desde el año 2007 hasta la actualidad ha sido, en promedio, un 80 % del volumen de la oferta, siendo en todos los casos superior al 40%. Además, en una tercera parte de las operaciones registradas no ha habido tramo minorista, por lo que la colocación íntegra ha sido reservada exclusivamente a inversores profesionales. Finalmente, el número de inversores institucionales financieros participantes ha sido superior a 300 en todos los casos y superior a mil en la mayor parte de ellos.

#### Salidas a bolsa desde 2007

CUADRO R3.1

Denominación	Año	Capitalización al precio final (millones de euros)	% free-float después de la oferta (*)	% profesionales a los que se dirige la oferta	Nº inversores institucionales financieros
LABORATORIOS FARMACÉUTICOS ROVI, S.A.	2007	480	40	100	506
ALMIRALL, S.A.	2007	2.027	30	75	1.170
FLUIDRA, S.A.	2007	732	43,49	70	1.110
CLÍNICA BAVIERA, S.A.	2007	108	41,33	85	341
CRITERIA CAIXACORP, S.A.	2007	17.259	22	40	2.213
REALIA BUSINESS, S.A.	2007	1.803	47,74	67,73	733
RENTA 4 SERVICIOS DE INVERSIÓN, S.A.	2007	376	43	75	307
CODERE, S.A.	2007	1.156	30,2	100	
IBERDROLA RENOVABLES, S.A.	2007	22.387	20	80	4.209
SOLARIA ENERGÍA Y MEDIOAMBIENTE, S.A.	2007	961	28,75	100	1.234
AMADEUS HOLDING, S.A.	2010	4.923,40	29,41	100	1.212

(\*) Incluyendo la opción de compra otorgada a las entidades coordinadoras de la operación (*green-shoe*).

En aquellas operaciones en las que no se cubre adecuadamente el tramo reservado a los inversores institucionales por no haberse generado demanda suficiente del valor, el emisor desiste y retira su oferta de colocación. Esta circunstancia se produjo en tres operaciones de oferta pública durante el periodo analizado.

Las consideraciones anteriores son especialmente relevantes en los procesos de salidas a bolsa de entidades financieras. En primer lugar, por la especial complejidad en la valoración de este tipo de entidades y, en segundo lugar, por el conflicto de interés en los procesos de colocación entre emisores minoristas que este tipo de operaciones lleva aparejado, al coincidir el emisor con el comercializador.

### **Formación de los precios en el mercado secundario**

El adecuado funcionamiento del mercado de un nuevo valor cotizado no sólo viene determinado por la estimación de precio de la colocación, sino también por la fluidez con que se produzca su negociación. Por ello, ha de existir un porcentaje mínimo de las acciones representativas del capital social negociándose en bolsa, que es condición necesaria para que aquellos inversores que han acudido a la colocación o los que pretendan adquirir el valor con posterioridad encuentren contrapartida a sus posiciones de compra o venta en el mercado.

En este sentido, el art 9.7 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos dispone que «cuando se solicite la admisión a negociación de acciones en una bolsa de valores, será necesario que, con carácter previo o, como más tarde, en la fecha de admisión a negociación, exista una distribución suficiente de tales acciones [...]. Se considerará que existe una distribución suficiente si, al menos, el 25 por ciento de las acciones respecto de las cuales se solicita la admisión están repartidas entre el público, o si el mercado puede operar adecuadamente con un porcentaje menor debido al gran número de acciones de la misma clase y a su grado de distribución entre el público».

En el cuadro R3.1 se observa que la proporción de acciones ofertadas en las colocaciones realizadas desde el año 2007 ha sido habitualmente igual o superior al 25% del capital social del emisor. De hecho, existen únicamente dos casos en los que el número de acciones ofertadas se situó por debajo del umbral mencionado, al entenderse que con ese porcentaje el mercado podía operar adecuadamente como consecuencia del elevado volumen de acciones emitidas, muy superior al observado en el resto de las operaciones registradas.

### **Protección del inversor**

Con objeto de asegurar la adecuada protección de los intereses de los inversores, las entidades que solicitan la salida a bolsa deben asumir la importancia de las normas y recomendaciones relativas al buen gobierno corporativo y, en especial, las referidas al número de consejeros independientes, así como a la creación y composición de distintas comisiones.

Finalmente, constituye una obligación de las entidades que participan en el proceso de colocación cumplir las normas de conducta estipuladas, incluyendo las relativas a la evaluación de la conveniencia e idoneidad. Asimismo, deben tenerse en cuenta las pautas sobre buenas prácticas incluidas en la carta de la CNMV «Condiciones de comercialización de instrumentos financieros del mercado de valores», de fecha 7 de mayo de 2009<sup>1</sup>.

1 Disponible en: <http://www.cnmv.es/Portal/AIDia/Comunicaciones.aspx>.

### 3.2 Los mercados de renta fija

Desde hace algunos meses, el aumento en los precios de las materias primas, especialmente las energéticas, está presionando al alza la tasa de inflación de la zona del euro. Esto ha acentuado, en fechas recientes, la posibilidad de que se produzca un aumento en los tipos de interés oficiales a corto plazo en la zona del euro, algo que parecen estar descontando ya los tipos del mercado interbancario, que han acelerado en las últimas semanas el ritmo ascendente que mantenían desde mediados de 2010.

En este contexto, los tipos a corto plazo de la deuda pública y privada, que aumentaron con fuerza en el cuarto trimestre de 2010 a raíz de la crisis irlandesa, volvieron a descender en el primer trimestre de 2011. Cabe señalar que, como viene sucediendo desde el inicio de las turbulencias en los mercados de deuda soberana europea, estos movimientos resultaron más intensos en el caso de las rentabilidades a corto de la deuda pública que en la renta fija privada. Así, los tipos de interés promedio de las letras del Tesoro repuntaron en el cuarto trimestre de 2010 entre 100 y 160 p.b., dependiendo del plazo, mientras que en el primer trimestre de 2011<sup>11</sup> descendieron entre 64 y 140 p.b., hasta el 1%, el 1,4% y el 2,1% en los plazos de tres, seis y doce meses, respectivamente. Por su parte, los tipos de interés de la renta fija privada a corto plazo crecieron entre 16 y 36 p.b. en el cuarto trimestre de 2010 y cayeron entre 9 y 50 p.b. en el primer trimestre de 2011 (véase cuadro 10).

*La posibilidad de un incremento en los tipos de interés oficiales empieza a ser descontada por los tipos del mercado interbancario.*

*Tras el fuerte aumento del cuarto trimestre de 2010, los tipos de interés descendieron en el primer trimestre de 2011 tanto en los plazos cortos...*

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

CUADRO 10

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	jun-10	sep-10	dic-10	mar-11
<b>Letras del Tesoro</b>								
3 meses	3,88	2,03	0,44	1,63	0,79	0,66	1,63	0,99
6 meses	4,03	2,10	0,61	2,76	1,41	1,16	2,76	1,36
12 meses	4,03	2,09	0,88	3,26	2,27	1,79	3,26	2,06
<b>Pagarés de empresa<sup>2</sup></b>								
3 meses	4,54	3,09	0,76	1,37	0,93	1,21	1,37	1,28
6 meses	4,83	3,63	1,25	2,52	1,44	2,21	2,52	2,02
12 meses	4,87	3,74	1,63	3,04	3,12	2,68	3,04	2,65

Fuente: Banco de España y CNMV.

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

2 Tipos de interés de emisión.

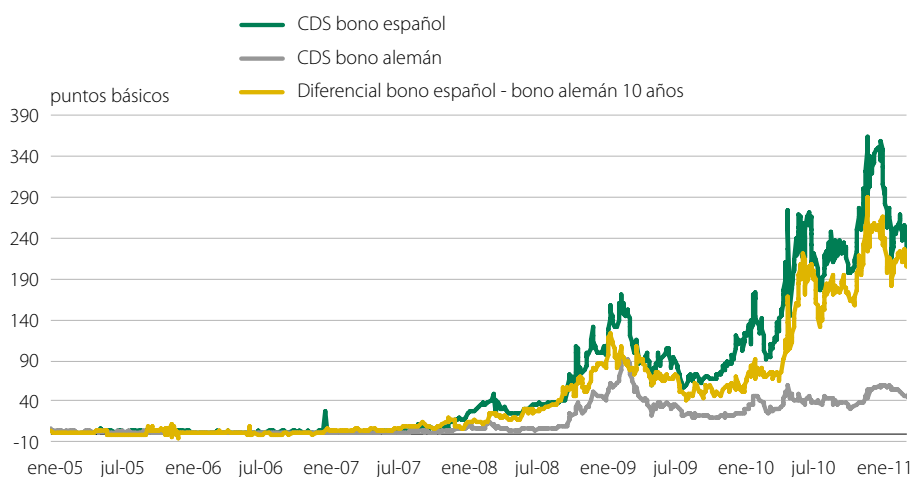
11 Según el promedio de marzo hasta el día 15.

...como en los largos. La prima de riesgo soberano descendió en los primeros meses de 2011, pero permanece en niveles elevados.

Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo también repuntaron con intensidad durante el último trimestre de 2010, entre 130 y 150 p.b., según plazos, y descendieron en el primer trimestre de 2011, pero de forma mucho más moderada que en los plazos cortos. Los tipos de interés de la deuda a tres, cinco y diez años finalizaron el primer trimestre del año en el 3,5%, el 4,4% y el 5,4%, respectivamente, entre 3 y 35 p.b. menos que a finales de 2010. De este modo, la prima de riesgo de la deuda pública española, medida como el diferencial de la rentabilidad del bono español y del bono alemán a diez años, que alcanzó un máximo histórico de 291 p.b. a finales de noviembre de 2010, se redujo durante el primer trimestre de 2011 hasta valores ligeramente inferiores a los 210 p.b. (véase gráfico 16). La prima de riesgo de crédito evaluada a través del CDS del bono español evolucionó de forma similar, es decir, repuntó hasta máximos históricos de 364 p.b. a finales de noviembre, para descender, posteriormente, hasta valores cercanos a los 240 p.b., en línea con los niveles alcanzados en los meses centrales de 2010. Así, a pesar de la reciente moderación registrada en estos indicadores de riesgo, cabe resaltar que los niveles de riesgo soberano permanecen todavía en niveles muy elevados.

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

GRÁFICO 16



Fuente: Thomson Datastream.

<sup>1</sup> Datos hasta el 15 de marzo.

El saldo vivo de deuda del Estado ha crecido desde el 28% del PIB en 2007 hasta el 50% del PIB en 2011.

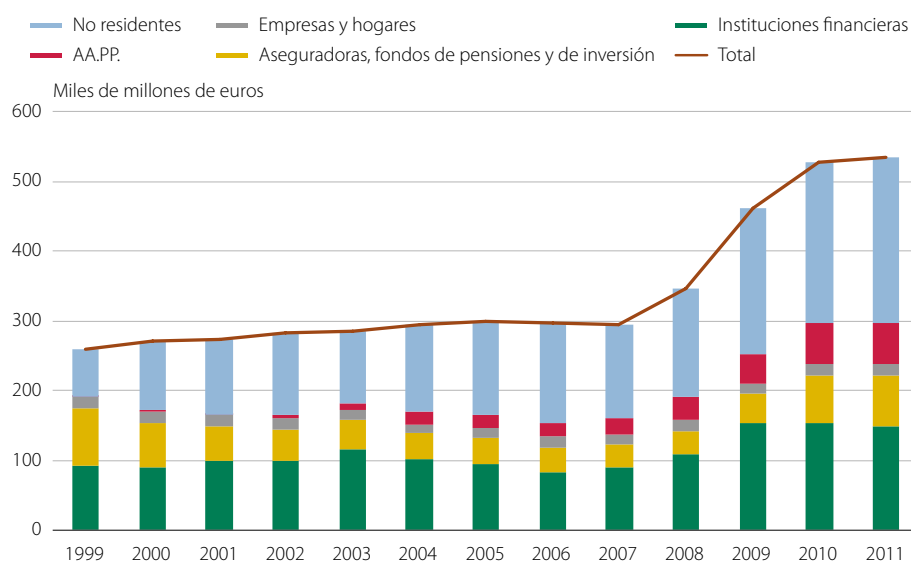
El gráfico 17 muestra la distribución del saldo vivo de la deuda pública española por tipo de inversor desde 1999 hasta enero de 2011. El saldo vivo de deuda en circulación creció ligeramente desde 1999 hasta 2005, a una tasa anual promedio del 2,4% anual, y se mantuvo prácticamente constante hasta 2007. Desde entonces, las emisiones de deuda pública repuntaron intensamente como consecuencia de las elevadas necesidades de financiación del Estado. En enero de 2011, el saldo vivo de la deuda del Estado se situó en 535 mil millones de euros (50,4% del PIB), frente a los 294 mil millones de euros registrados en 2007 (27,9% del PIB). La deuda pública del conjunto de las Administraciones Públicas se situó en el 60% del PIB en 2010, por encima del 53,2% del año anterior (y del 36,1% del PIB en 2007).

La evolución de la importancia relativa de los diferentes tipos de inversores en deuda pública a lo largo de los últimos años muestra un incremento notable del peso del sector no residente, que pasó de tener el 26% de la deuda del Estado en 1999 al 45% en enero de 2011. No obstante, desde 2009 se observa una cierta estabilización en las tenencias relativas del sector no residente y una recomposición en la importancia relativa de los inversores residentes, destacando en este último caso el aumento de las tenencias de deuda de las compañías de seguros, fondos de pensiones y fondos de inversión, en detrimento de los saldos mantenidos por las entidades financieras residentes. De hecho, desde noviembre de 2010 las tenencias de deuda de las entidades financieras residentes empezaron a caer también en términos absolutos.

*Las tenencias de deuda del Estado del sector no residente permanece en el 45% del total, mientras que se observa una recomposición dentro del sector residente.*

### Distribución de la deuda pública española por sector<sup>1</sup>

GRÁFICO 17



Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda (Tesoro Público).

<sup>1</sup> Cartera a vencimiento. Los datos de 2011 corresponden a enero.

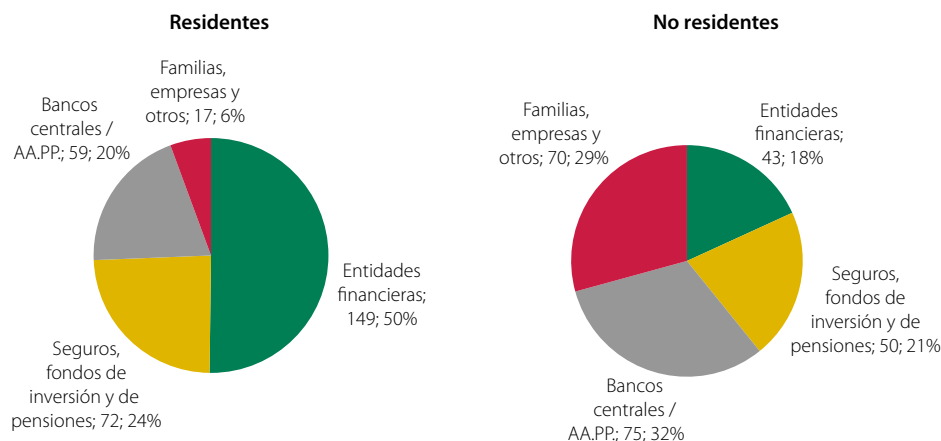
El desglose de las tenencias de deuda pública del sector no residente revela que el peso relativo de las familias y empresas no residentes es superior al de las familias y empresas domésticas, mientras que las tenencias de deuda pública por parte de las instituciones financieras no residentes son sustancialmente inferiores a las de las instituciones financieras domésticas (véase gráfico 18).

*Dentro del sector no residente destacan las tenencias de las familias y las empresas.*

## Distribución de la deuda pública española. Residentes versus no residentes<sup>1</sup>

GRÁFICO 18

miles de millones de euros; porcentaje



Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda (Tesoro Público).

<sup>1</sup> Cartera a vencimiento. Los datos corresponden a enero de 2011.

*Las rentabilidades de la deuda privada a largo plazo mostraron una evolución similar a las de la deuda pública.*

Las rentabilidades de la deuda privada a largo plazo repuntaron intensamente en el último trimestre de 2010 para descender de forma más moderada durante el primer trimestre de 2011, en línea con los tipos de la deuda pública a largo plazo. Así, en el cuarto trimestre de 2010, las rentabilidades de la deuda privada repuntaron entre 80 y 130 p.b. hasta el 4,3%, el 5,4% y el 6,4% en los plazos a tres, cinco y diez años respectivamente, mientras que en el primer trimestre de 2011, estas rentabilidades se redujeron entre 30 y 50 p.b. (véase cuadro 11).

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

CUADRO 11

%	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	jun-10	sep-10	dic-10	mar-11
3 años	5,32	5,45	3,14	4,31	4,13	3,53	4,31	3,87
5 años	5,36	5,99	4,30	5,44	4,59	4,15	5,44	4,92
10 años	5,40	6,08	4,88	6,42	5,16	5,42	6,42	6,10

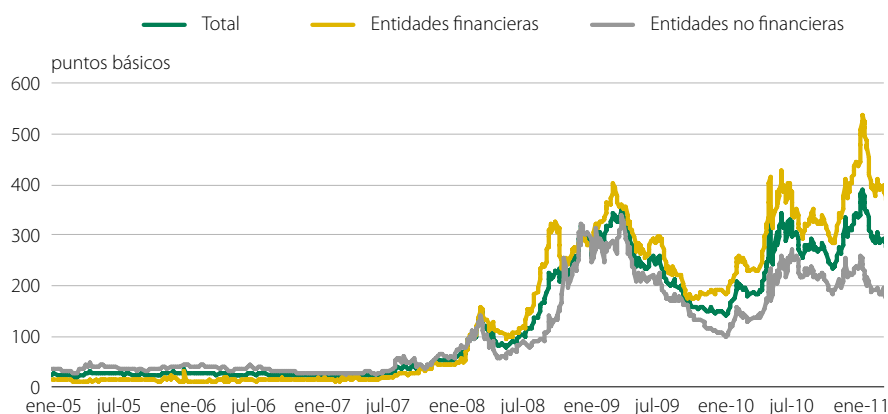
Fuente: Reuters y elaboración propia.

<sup>1</sup> Promedio de datos diarios. Datos de marzo hasta el día 15.

*La prima de riesgo de los emisores privados españoles evolucionó en línea con la prima de riesgo soberano.*

Las primas de riesgo de los emisores españoles privados mostraron un comportamiento relativamente parecido al de la prima de riesgo soberana a lo largo de los dos últimos trimestres, aunque se apreciaron diferencias notables entre la evolución de las primas de riesgo de las entidades financieras y la de las no financieras, con incrementos mucho más pronunciados en las primeras (véase gráfico 19). Las primas de los CDS de las entidades financieras pasaron de niveles en torno a los 330 p.b. a finales del tercer trimestre de 2010 a registrar máximos cercanos a los 550 p.b. a principios de 2011. El repunte de las primas de los CDS de las sociedades no financieras fue más moderado, pasando de 220 p.b. hasta casi 260 p.b. en el mismo periodo. Desde entonces, las primas de riesgo han descendido hasta los 390 y 190 p.b. para las sociedades financieras y no financieras, respectivamente. Así, la prima de riesgo de las entidades financieras permanece en niveles históricamente elevados, igual que le ocurre a la prima de riesgo soberano, mientras que la prima de riesgo de las sociedades no financieras está ahora por debajo de los niveles observados hace dos años.





Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Media simple. Datos hasta el 15 de marzo.

#### Recuadro 4: «Criterios de buenas prácticas en la provisión de liquidez a los inversores minoristas de renta fija»

En el mercado español de instrumentos de renta fija se registra un volumen notable de emisiones dirigidas a inversores minoristas. Habitualmente, en los folletos informativos registrados en la CNMV sobre las emisiones de participaciones preferentes se señala la existencia de un contrato de liquidez, por el que una entidad se compromete a facilitar contrapartida de compra y venta a los inversores que deseen negociar con estos valores. En el caso de las obligaciones subordinadas, por el contrario, no es frecuente que exista una entidad de liquidez que ofrezca este servicio. En ambos casos, sin embargo, es habitual que la propia entidad financiera emisora se encargue, a través de su propia red comercial, de localizar una contrapartida para sus clientes.

Para facilitar la provisión de liquidez y la transparencia del mercado de instrumentos de renta fija e híbridos, en mayo de 2010 AIAF puso en marcha el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND). Se trata de una plataforma electrónica multilateral, desarrollada a partir del sistema utilizado en el mercado electrónico de renta fija bursátil, donde se pueden negociar determinados valores admitidos a cotización en AIAF. Este sistema cuenta con un libro de órdenes centralizado, en el que se publican las mejores posiciones de compra y de venta, de forma que cualquier inversor puede acceder a la información sobre los precios a los que es posible negociar sobre los valores listados en el sistema.

El 16 de junio de 2010, la CNMV remitió una carta a los emisores de valores de renta fija destinados a minoristas y a las entidades colocadoras, en la que actualizaba los requisitos para la verificación de este tipo de emisiones e identificaba determinadas buenas prácticas en el proceso de comercialización y negociación posterior, con el fin de incrementar la protección del inversor minorista mediante la mejora de la liquidez y la transparencia de los mercados.

En dicha carta, el requisito de presentar un informe de un experto independiente en las emisiones que no poseen un tramo institucional se ampliaba a todas las emisiones de renta fija destinadas a minoristas, con independencia del sector al que perteneciera el emisor, su plazo y el carácter de subordinación. Además, se establecía que las emisiones destinadas a minoristas deben contar con una entidad proveedora de liquidez, que incluya la obligación de cotizar precios de compra y de venta. Asimismo, se considera una buena práctica, a efectos de valorar la liquidez de una emisión, que la entidad proveedora de liquidez realice esta actividad a través de, al menos, una plataforma de contratación multilateral y con una pluralidad de participantes, de tal manera que se garantice una correcta formación de los precios y se ofrezca información transparente sobre los mismos.

De la misma forma, se considera una mala práctica que las entidades proveedoras de liquidez coticen posiciones compradoras y vendedoras en niveles de precios que se alejen significativamente del valor razonable, considerando las horquillas habituales del mercado. También se considera una mala práctica la existencia de mecanismos internos de case de operaciones entre clientes minoristas de la entidad emisora y/o comercializadora de los valores, o entre los clientes y la propia entidad que presta el servicio de inversión, salvo que se gestionen adecuadamente los conflictos de interés existentes en estos casos. Esto se conseguiría cuando se obtenga para los clientes un resultado igual o mejor que el que se obtendría acudiendo a la entidad de liquidez o a la plataforma electrónica multilateral, o bien cuando se acredite que la transacción se realiza a un precio próximo al valor razonable, en caso de que no exista contrato de liquidez o éste se haya agotado.

En este marco, la CNMV publicó el 25 de octubre de 2010 un documento denominado «Criterios de buenas prácticas para la provisión de liquidez a emisiones de renta fija destinadas a inversores minoristas», que reúne los criterios definidos por la CNMV, y considerados como buenas prácticas, respecto a la actividad de provisión de liquidez a estas emisiones. Aunque no se trata de requisitos normativos de obligado cumplimiento, la CNMV considera que su aplicación incrementa de manera significativa el grado de transparencia en la negociación, así como la liquidez de estas inversiones y, en consecuencia, proporciona una correcta protección a los inversores. Con la definición de estos criterios, la CNMV ofrece una referencia a los emisores y entidades financieras a la hora de negociar los acuerdos para la provisión de liquidez a este tipo de emisiones que vayan a ser emitidas en un mercado secundario oficial español. Las novedades introducidas en el documento hacen referencia a dos aspectos concretos: medios de contratación y compromisos de información.

Así, se considera una buena práctica que las entidades proveedoras de liquidez desarrollen esta actividad en cualquier medio multilateral electrónico de negociación que reúna los requisitos de acceso no discriminatorio y de transparencia informativa de cotizaciones de compra y de venta, así como de suficiente información pública sobre la entidad de liquidez y sobre los volúmenes y precios de las operaciones ejecutadas.

También se incluye en ese documento la conveniencia de que las entidades de liquidez introduzcan las órdenes de compra y de venta en un horario establecido, con un volumen mínimo y una horquilla de precios máxima. Esto último no im-

pide que, en casos de alteración extraordinaria de las circunstancias de mercado, estas entidades puedan variar la horquilla mencionada. Al mismo tiempo, se definen los supuestos en los que las entidades de liquidez pueden exonerarse de sus compromisos (por ejemplo, cuando alcancen un volumen máximo de valores por cuenta propia adquiridos en virtud del contrato de liquidez, ante cambios sustanciales en las circunstancias estatutarias, legales o económicas de los valores o del emisor, por disminución significativa de la solvencia del emisor o ante supuestos de fuerza mayor). En dichos supuestos, se establecen determinados requisitos de información para que el mercado tenga conocimiento inmediato de los mismos así como, en su caso, del retorno a la actividad normal de provisión de liquidez tras el cese de las mencionadas circunstancias.

La comunicación también incorpora un modelo de contrato de liquidez elaborado por la CNMV con el fin de proporcionar a las entidades emisoras una herramienta que les sirva de apoyo en el seguimiento de los criterios anteriores. Concretamente, se establece una horquilla máxima de precios de compra y venta cotizados por las entidades de liquidez del 10% en términos de TIR, con un máximo de 50 puntos básicos y no superior al 3% en términos de precio. Además, se fija el volumen mínimo de las órdenes de compra y venta en 25 mil euros con carácter general, aunque éste puede variar en función del volumen total de la emisión y de la disponibilidad de valores para su venta en cada momento.

Las dificultades de financiación en los mercados mayoristas se tradujeron en un descenso sustancial de las emisiones de renta fija de las entidades españolas en 2010. Así, las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV para el conjunto del año ascendieron a 226 mil millones de euros, lo que supone un descenso del 42% respecto a la cifra de 2009 (véase cuadro 12). El importe de las emisiones de las entidades financieras, que suponen más del 98% del total de las emisiones, descendió un 41% hasta los 223 mil millones de euros, mientras que el importe de las emisiones de las sociedades no financieras retrocedió cerca de un 70%, hasta los 3.500 millones de euros. En este contexto de caída generalizada de la actividad emisora, descendió la emisión de todos los instrumentos financieros salvo la de cédulas territoriales, que aumentó desde los 500 millones de euros en 2009 hasta los cerca de seis mil millones en 2010, y la de cédulas hipotecarias, que se mantuvo prácticamente en los mismos niveles de 2009 (en torno a los 35 mil millones de euros). Los descensos más acusados se produjeron en la emisión de pagarés, que retrocedió un 49% hasta los 97 mil millones de euros, y en la de bonos simples, que cayó un 61% hasta los 24.300 millones de euros. La emisión de bonos de titulización en 2010, algo superior a los 63 mil millones de euros, fue un 22% inferior a la de 2009.

Desde comienzos de 2011<sup>12</sup>, las emisiones totales de deuda han ascendido a 54 mil millones de euros, lo que supone un aumento del 36% respecto al mismo periodo de 2010. Por tipo de instrumento, se mantienen algunas tendencias observadas en trimestres anteriores tales como el mayor dinamismo de las emisiones de cédulas hipotecarias y el retroceso de las emisiones de bonos, pero se percibe un cierto avance en las emisiones de bonos de titulización.

*Las dificultades de financiación se tradujeron en una caída de las emisiones de renta fija del 42%.*

*En el primer trimestre de 2011, continuó la mayor preferencia por la emisión de cédulas hipotecarias.*

---

12 Hasta el 15 de marzo.

Las emisiones de renta fija en el exterior también retrocedieron, rompiendo la tendencia de los últimos años.

Las emisiones de renta fija en el exterior descendieron cerca de un 15% en 2010, hasta los 128 mil millones de euros, rompiendo la tendencia alcista de los últimos años<sup>13</sup>. Esta caída tuvo su origen exclusivamente en el retroceso de las emisiones de los instrumentos a corto plazo (-25%), ya que las emisiones de instrumentos a largo plazo, particularmente de bonos y obligaciones, crecieron un 23% hasta los 51 mil millones de euros.

## Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 12

	2007	2008	2009	2010	2010		2011
					III-10	IV-10	I-11 <sup>2</sup>
<b>Registradas<sup>1</sup> en la CNMV</b>							
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>	<b>335</b>	<b>337</b>	<b>512</b>	<b>349</b>	<b>60</b>	<b>98</b>	<b>63</b>
Cédulas hipotecarias	32	47	75	88	24	21	20
Cédulas territoriales	8	8	1	9	1	2	4
Bonos y obligaciones no convertibles	79	76	244	154	19	38	14
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	1	6	3	0	3	2
Bonos de titulización	101	108	76	36	7	15	6
Programas de pagarés	107	88	73	59	9	19	15
De titulización	3	2	2	2	0	1	0
Resto de pagarés	104	86	71	57	9	18	15
Otras emisiones de renta fija	3	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	5	9	37	0	0	0	2
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>	<b>648.757</b>	<b>476.276</b>	<b>387.476</b>	<b>226.449</b>	<b>61.635</b>	<b>55.737</b>	<b>54.321</b>
Cédulas hipotecarias	24.696	14.300	35.574	34.378	10.317	8.519	13.280
Cédulas territoriales	5.060	1.820	500	5.900	300	500	2.935
Bonos y obligaciones no convertibles	27.416	10.490	62.249	24.356	1.287	7.525	2.039
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	1.429	3.200	968	0	968	277
Bonos de titulización	141.627	135.253	81.651	63.261	28.190	16.497	15.335
tramo nacional	94.049	132.730	77.289	62.743	28.190	16.473	13.662
tramo internacional	47.578	2.522	4.362	518	0	24	1.673
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	442.433	311.738	191.342	97.586	21.541	21.728	20.255
De titulización	465	2.843	4.758	5.057	1.723	1.409	546
Resto de pagarés	441.969	308.895	186.583	92.529	19.818	20.319	19.709
Otras emisiones de renta fija	7.300	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	225	1.246	12.960	0	0	0	200
<b>Pro memoria:</b>							
Emisiones subordinadas	47.158	12.950	20.989	9.154	1.839	2.048	2.155
Emisiones aseguradas	86.161	9.170	4.794	299	0	0	10
					<b>2010</b>	<b>2011</b>	
<b>En el exterior por emisores españoles</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>III-10</b>	<b>IV-10</b>	<b>I-11<sup>4</sup></b>
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>	<b>103.631</b>	<b>112.366</b>	<b>149.686</b>	<b>127.731</b>	<b>38.063</b>	<b>28.686</b>	<b>8.879</b>
A largo plazo	65.629	39.894	47.230	51.107	16.072	10.053	1.769
Participaciones preferentes	2.581	0	3.765	0	0	0	0
Obligaciones subordinadas	8.984	70	2.061	0	0	0	0
Bonos y obligaciones	53.327	39.360	41.404	50.807	16.072	10.053	1.769
Bonos de titulización	736	464	0	300	0	0	0
A corto plazo	38.003	72.472	102.456	76.624	21.991	18.633	7.110
Pagarés de empresa	38.003	72.472	102.456	76.624	21.991	18.633	7.110
de titulización de activos	12.119	425	108	248	37	49	0

Fuente: CNMV y Banco de España.

- 1 Incorpora los importes de las emisiones admitidas a negociación sin publicar folletos de emisión.
- 2 Datos disponibles hasta el 15 de marzo.
- 3 Las cifras de emisión de pagarés de empresa corresponden a los importes colocados.
- 4 Datos correspondientes al mes de enero.

13 La emisión de renta fija en el exterior creció un 8% en 2008 y un 33% en 2009.

## 4 Los agentes de los mercados

### 4.1 Vehículos de inversión

#### IIC de carácter financiero<sup>14</sup>

Siguiendo la tendencia iniciada en el primer semestre de 2010, en la segunda mitad del año el patrimonio de los fondos de inversión descendió más de un 7%, hasta los 144 mil millones de euros. Esta caída fue el resultado de un elevado volumen de reembolsos netos, superior a los 13.600 millones de euros (véase cuadro 13), que superó ampliamente la revalorización de la cartera de los fondos que se produjo en el tercer trimestre del año, en línea con el repunte de las cotizaciones bursátiles. Para el ejercicio 2010, la rentabilidad del conjunto de los fondos fue ligeramente positiva (0,3%) y su patrimonio se contrajo un 15,6% (véase cuadro 14).

Como recoge el cuadro 13, los reembolsos más cuantiosos se produjeron en los fondos de renta fija, como consecuencia de la fuerte competencia ejercida por parte de las entidades de depósito, que ofrecieron durante todo el año 2010 depósitos de elevada rentabilidad. Respecto al resto de las vocaciones de fondos, cabe señalar el trasvase de recursos desde los fondos de renta variable euro hacia los fondos de renta variable internacional, así como las fuertes suscripciones de fondos garantizados de renta fija. Como consecuencia de estos cambios, la distribución relativa del patrimonio de los fondos entre las distintas categorías varió significativamente en 2010. Así, la importancia relativa del patrimonio de los fondos de renta fija descendió más de diez puntos porcentuales, hasta quedar por debajo del 40% del patrimonio total de los fondos, mientras que el peso de los fondos garantizados de renta fija se incrementó cerca de seis puntos, hasta el 18%.

*El patrimonio de los fondos de inversión se redujo un 15,6% en 2010 por el elevado volumen de reembolsos efectuados...*

*...que afectaron fundamentalmente a los fondos de renta fija. Los fondos garantizados de renta fija y los de renta variable internacional recibieron suscripciones netas.*

---

14 Aunque esta clasificación incluye las IIC de inversión libre y las IIC de inversión libre no se realiza una alusión especial a estas instituciones, debido a la existencia de un subepígrafe específico para ellas.

## Suscripciones y reembolsos de los FI (millones de euros)<sup>1</sup>

CUADRO 13

Categoría	Suscripciones				Reembolsos			
	1T10	2T10	3T10	4T10	1T10	2T10	3T10	4T10
Rta. fija <sup>2</sup>	15.240,8	13.605,3	6.206,7	6.603,3	19.940,5	22.951,2	12.006,3	13.908,1
Rta. fija mixta <sup>3</sup>	1.243,5	1.082,2	571,7	641,4	1.106,0	1.653,8	812,4	1.383,5
Rta. vble. mixta <sup>4</sup>	292,1	556,5	118,5	254,6	225,7	601,2	168,0	316,9
Rta. vble. euro <sup>5</sup>	582,5	464,0	291,1	335,4	709,6	673,9	452,4	534,0
Rta. vble. Internacional <sup>6</sup>	1.259,1	1.190,3	778,5	1.227,3	704,9	991,1	625,5	981,8
Gar. rta. fija	2.359,6	3.244,1	3.403,9	2.505,8	2.135,7	1.529,0	1.414,2	1.718,5
Gar. rta. vble <sup>7</sup>	1.607,4	1.539,4	726,8	1.246,5	1.818,0	1.852,4	1.399,8	2.550,0
Fondos globales	545,0	440,6	265,4	1.767,1	269,3	461,1	382,9	1.581,1
De gestión pasiva <sup>8</sup>	242,6	271,1	73,7	96,4	396,2	682,1	141,6	254,2
Retorno absoluto <sup>8</sup>	1.853,3	1.778,8	959,1	1.333,6	1.018,9	1.645,3	1.039,3	1.349,5
Fondos de IL	107,9	45,9	20,7	n.d.	52,6	81,9	72,2	n.d.
Fondos de IIC de IL	21,4	2,2	13,9	n.d.	48,0	36,2	23,7	n.d.
<b>Total</b>	<b>25.355,2</b>	<b>24.220,4</b>	<b>13.430,0</b>	<b>16.011,4</b>	<b>28.425,4</b>	<b>33.159,2</b>	<b>18.538,3</b>	<b>24.577,5</b>

Fuente: CNMV. n.d.: No disponible.

1 Datos estimados.

2 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios.

3 Incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.

4 Incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.

5 Incluye Renta variable euro.

6 Incluye Renta variable Internacional.

7 Incluye: GRV y Garantía parcial.

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

n.d. Dato no disponible.

Número	2008	2009	2010	2010			
				II	III	IV	I*
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>2.912</b>	<b>2.536</b>	<b>2.408</b>	<b>2.436</b>	<b>2.421</b>	<b>2.408</b>	<b>2.405</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	629	582	537	547	540	537	539
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	195	169	160	168	162	160	160
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	202	165	138	143	140	138	138
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	237	182	172	179	174	172	172
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	330	242	232	233	233	232	230
Gar. rta. fija	260	233	276	251	261	276	280
Gar. rta. vble <sup>6</sup>	590	561	499	530	518	499	493
Fondos globales	469	187	192	181	189	192	192
De gestión pasiva <sup>7</sup>		69	61	64	61	61	61
Retorno absoluto <sup>7</sup>		146		140	143	141	140
<b>Patrimonio (millones de euros)</b>							
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>175.865,3</b>	<b>170.547,7</b>	<b>143.918,2</b>	<b>155.295,5</b>	<b>152.646,5</b>	<b>143.918,2</b>	<b>143.388,9</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	92.813,1	84.657,2	56.614,6	69.654,5	64.102,1	56.614,6	53.941,3
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	5.803,0	8.695,5	7.319,0	8.264,2	8.109,9	7.319,0	7.118,8
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	3.958,8	3.879,6	3.470,5	3.441,5	3.520,2	3.470,5	3.544,3
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	5.938,9	6.321,6	5.356,8	5.181,2	5.504,4	5.356,8	5.542,9
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	4.254,7	5.902,4	8.037,3	6.682,5	7.203,6	8.037,3	8.161,8
Gar. rta. fija	21.150,3	21.033,4	26.180,2	23.520,3	25.795,6	26.180,2	27.806,4
Gar. rta. vble <sup>6</sup>	30.873,7	25.665,8	22.046,5	23.981,7	23.600,0	22.046,5	21.858,1
Fondos globales	11.072,8	3.872,5	4.440,3	3.991,1	4.093,9	4.440,3	4.887,5
De gestión pasiva <sup>7</sup>		3.216,6	2.104,8	2.350,2	2.323,6	2.104,8	2.203,7
Retorno absoluto <sup>7</sup>		7.303,0	8.348,1	8.228,4	8.393,2	8.348,1	8.324,2
<b>Participes</b>							
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>5.923.346</b>	<b>5.475.403</b>	<b>5.160.888</b>	<b>5.422.414</b>	<b>5.348.482</b>	<b>5.160.888</b>	<b>5.158.280</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	2.204.652	2.041.487	1.622.664	1.864.776	1.745.366	1.622.664	1.575.523
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	277.629	290.151	270.341	295.325	280.230	270.341	265.230
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	209.782	182.542	171.336	185.118	182.860	171.336	169.221
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	377.545	299.353	266.395	280.529	280.566	266.395	260.376
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	467.691	458.097	501.138	487.813	502.463	501.138	511.086
Gar. rta. fija	538.799	570.963	790.081	690.600	762.369	790.081	847.655
Gar. rta. vble <sup>6</sup>	1.402.948	1.188.304	1.065.426	1.142.072	1.115.180	1.065.426	1.053.235
Fondos globales	444.300	88.337	105.719	99.163	110.538	105.719	108.756
De gestión pasiva <sup>7</sup>		85.403	90.343	97.949	93.049	90.343	89.026
Retorno absoluto <sup>7</sup>		270.766	277.445	279.069	275.861	277.445	278.172
<b>Rentabilidad<sup>8</sup> (%)</b>							
<b>Total fondos inversión</b>	<b>-4,21</b>	<b>5,73</b>	<b>0,35</b>	<b>-1,83</b>	<b>1,64</b>	<b>-0,04</b>	<b>0,63</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	2,06	1,91	0,11	-0,62	0,63	-0,35	0,18
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	-7,14	6,85	-0,54	-2,18	1,82	-0,56	0,68
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	-22,21	16,47	-0,98	-6,00	4,67	0,78	2,35
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	-39,78	32,41	-2,94	-10,66	10,11	1,27	6,47
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	-41,71	37,28	14,22	-4,97	5,35	8,01	-0,39
Gar. rta. fija	3,29	3,81	-0,67	-1,24	0,89	-1,28	0,17
Gar. rta. vble <sup>6</sup>	-2,61	3,56	-1,79	-1,91	1,20	-1,45	0,78
Fondos globales	-8,64	10,90	3,22	-2,82	2,80	1,87	0,54
De gestión pasiva <sup>7</sup>		-	-2,36	-7,28	6,32	0,31	5,01
Retorno absoluto <sup>7</sup>		-	1,53	-1,19	1,17	0,58	-0,03

Fuente: CNMV.

Con motivo de las modificaciones en la clasificación de las vocaciones de los fondos de inversión, que comenzaron el 1 de abril de 2009, se han producido algunos cambios en los agregados que se mostraban en este cuadro.

\* Los datos del primer trimestre de 2011 corresponden al mes de enero. Datos provisionales.

1 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios.

2 Incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.

3 Incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.

4 Incluye Renta variable euro.

5 Incluye Renta variable Internacional.

6 Incluye: GRV y Garantía parcial.

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

Continuó el descenso del número de fondos, debido al proceso de fusiones entre ellos, y del número de partícipes.

A lo largo de 2010 continuaron las fusiones entre fondos de inversión, que fueron especialmente intensas en el segundo trimestre del año. En concreto, el número de fusiones a lo largo del año ascendió a 256, un tercio de las cuales se concentró en una sociedad gestora de IIC. Así, el número de fondos de inversión a finales de 2010 ascendía a 2.408, un 5% menos que en 2009. El número de partícipes también se redujo, desde los cerca de 5,5 millones en 2009 hasta los 5,2 millones en 2010. Los mayores descensos en ambas magnitudes (número de fondos y partícipes) se produjeron en los fondos de renta fija, en línea con el retroceso de su patrimonio gestionado.

#### Recuadro 5: «Modificaciones del reglamento de IIC»

El Real Decreto 749/2010, de 7 de junio, introdujo una serie de modificaciones en el Real Decreto 1309/2005, por el que se desarrolla la Ley 35/2003, de Instituciones de Inversión Colectiva. Los principales cambios están relacionados con los siguientes aspectos:

- 1) Se introduce la posibilidad de crear instituciones de inversión colectiva de propósito especial, o *side pockets*, en las que la IIC original segrega aquellos activos afectados por problemas de liquidez y de valoración, siempre que éstos representen más del 5% de la IIC original. Los partícipes recibirán participaciones de la nueva institución en proporción a su participación en la IIC original. Estas IIC de propósito especial no podrán emitir nuevas participaciones, puesto que su objetivo será la venta de sus inversiones con la mayor diligencia, en la medida en que desaparezcan las circunstancias especiales que provocaron su segregación del fondo principal. La liquidez que se vaya obteniendo por estas ventas se repartirá entre todos los inversores de forma proporcional a su participación en la IIC de propósito especial. Por otro lado, mientras se produce la liquidación de las inversiones de la IIC de propósito especial, la IIC original puede seguir funcionando con total normalidad.
- 2) Se introducen una serie de modificaciones tendentes a flexibilizar la operativa de las IIC, sin que esto implique menoscabar el nivel de protección de los partícipes. Los principales cambios en este ámbito son los siguientes:
  - a) Se reconoce expresamente la posibilidad de que la sociedad gestora establezca acuerdos de devolución de comisiones cobradas a determinados partícipes, siempre y cuando tal circunstancia se haga constar en el folleto.
  - b) Se reconoce la posibilidad de que la comisión de intermediación soportada por los fondos de inversión incorpore la prestación del servicio de análisis financiero, bajo unas determinadas condiciones.
  - c) En el supuesto de fondos de inversión que hayan acordado su disolución, se permite que se produzcan liquidaciones a cuenta a los partícipes en la medida que la gestora vaya enajenando los valores del fondo, siempre y cuando esté garantizado previamente el pago de las deudas a todos los acreedores.
  - d) Se clarifica el régimen de información aplicable a las comisiones indirectamente soportadas por aquellas IIC que invierten a su vez en otras IIC.



- e) Se flexibiliza el régimen de diversificación de inversiones de las IIC de carácter financiero y el régimen de inversión en derivados de aquellas IIC que llevan a cabo una gestión encaminada a la consecución de un objetivo concreto de rentabilidad.
  - f) Se permite que los fondos cotizados o ETF (*Exchange Traded Funds*) puedan adoptar la forma de sociedades de inversión, y no exclusivamente de fondos de inversión, como se exigía hasta el momento.
  - g) Se amplía el régimen de inversiones de las IIC de carácter inmobiliario, permitiendo que éstas inviertan en sociedades cotizadas de inversión inmobiliaria (SOCIMI) y en otras IIC inmobiliarias, con unos determinados límites.
- 3) Se modifican algunos aspectos del régimen de delegación de funciones de las sociedades de gestión de IIC, con el objetivo de establecer unas exigencias similares a las impuestas a las empresas de servicios de inversión por el RD 217/2008, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión. En este sentido, destaca como novedad, la supresión de la exigencia de autorización previa por parte de la CNMV para la delegación de funciones administrativas y de control interno de las IIC. En su lugar, se ha estimado conveniente sustituir dicha autorización por la obligación de comunicar tales actuaciones a la CNMV. Sí se mantiene, sin embargo, la necesidad de autorización previa para la delegación de gestión de activos. Por otro lado, se ha suprimido la obligación de informar a la CNMV con carácter previo a la delegación, sobre los procedimientos de control de las actividades externalizadas. En su lugar, se incluye la obligación de que las SGIIC remitan a la CNMV, cuando ésta lo solicite, toda la información que sea necesaria para la supervisión del cumplimiento de las actividades delegadas.
- 4) Se reconoce la sujeción de las SGIIC que realicen actividades de comercialización de acciones y participaciones, tanto de IIC gestionadas por ellas como de otras IIC, a las normas de conducta contenidas en el Capítulo III, Título IV del RD 217/2008, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicio de inversión. Esto implica la obligación de realizar una evaluación de la idoneidad o de la conveniencia del producto que se ofrece a cada cliente.

Los análisis más recientes sobre las condiciones de liquidez de los fondos de inversión en el ámbito de la cartera de renta fija privada revelan que el volumen de activos de liquidez reducida de los fondos descendió desde los 11.420 millones de euros en junio de 2010 hasta los 10.650 millones de euros en diciembre. La importancia de estos activos sobre el patrimonio total de los fondos de inversión osciló entre el 7,1% y el 7,4% en la segunda mitad de 2010 (véase cuadro 15). La variación de la exposición de los fondos a activos de menor liquidez fue diferente en función de la categoría de activo contemplada. En particular, la mayor parte del descenso de la exposición a activos menos líquidos tuvo su origen en la caída del volumen de titulizaciones de liquidez reducida, que pasó de 4.710 millones de euros a mediados de 2010 a 3.260 millones a finales del mismo. Por el contrario, el volumen de activos de renta fija financiera de elevada calidad crediticia con menor liquidez aumentó en 650 mi-

*La importancia de los activos de liquidez reducida de la cartera de los fondos de inversión se mantuvo en el 7,4% del patrimonio total de los fondos a final de 2010.*

llones de euros en la segunda mitad de 2010, hasta los 4.375 millones de euros. La estabilidad de la proporción de activos de liquidez reducida en el patrimonio de los fondos desde hace varios trimestres, en un marco de reembolsos sustanciales en la industria, es el resultado de la mejora de las condiciones de liquidez en los mercados secundarios de renta fija privada y de las políticas de gestión de la liquidez de las carteras aplicadas por las sociedades gestoras.

### Evaluación de la liquidez de los activos de los FI

CUADRO 15

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s/total de la cartera		
	jun-10	sep-10	dic-10	jun-10	sep-10	dic-10
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	3.724	4.195	4.374	18,3	22,4	20,4
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	2.740	2.468	2.798	19,6	23,7	17,5
Renta fija no financiera	246	225	218	3,5	3,8	3,4
Titulizaciones	4.711	4.020	3.260	79,9	61,0	66,3
Titulización AAA	2.346	1.867	1.429	79,6	62,8	66,2
Resto titulizaciones	2.366	2.153	1.831	80,2	59,7	66,3
<b>Total</b>	<b>11.421</b>	<b>10.908</b>	<b>10.651</b>	<b>24,2</b>	<b>25,1</b>	<b>23,1</b>
<b>% sobre patrimonio FI</b>	<b>7,4</b>	<b>7,1</b>	<b>7,4</b>			

Fuente: CNMV.

#### Recuadro 6: «Revisión de la regulación sobre fondos monetarios en EE.UU.»

El patrimonio de los fondos monetarios en EE.UU. ha crecido sustancialmente en la última década, situándose a finales de 2009 en torno a los tres billones de dólares, un volumen equivalente al 20% del PIB estadounidense. Los fondos monetarios juegan un papel fundamental en los mercados de financiación a corto plazo de ese país, particularmente, en los mercados de pagarés y de repos.

Ahora bien, la actual crisis financiera ha puesto de manifiesto que determinadas características de los fondos monetarios estadounidenses pueden provocar «pánicos inversores» en estos mercados, en momentos en los que el volumen de reembolsos solicitados por los partícipes crece de forma sustancial. En concreto, cabe destacar dos rasgos especiales de estos instrumentos que los hacen especialmente vulnerables frente a cambios repentinos en las expectativas y comportamientos de los inversores. Por una parte, los fondos monetarios son instrumentos que, además de estar expuestos a riesgo de crédito y de tipo de interés, incurren en riesgo de liquidez, debido a la transformación de vencimientos que realizan entre sus pasivos y sus activos. Por otra parte, los fondos monetarios en EE.UU. tienen normalmente un valor liquidativo (*Net Asset Value*, NAV) estable y, en general, igual a un dólar. Esto entraña un riesgo especial de huida de partícipes ante la expectativa de que el fondo no pueda atender todos los reembolsos a un valor liquidativo prefijado en situaciones de mercado adversas, en las que el valor de mercado del fondo se sitúa por debajo de ese valor liquidativo.

En efecto, durante la crisis se han puesto de manifiesto dos tipos de problemas como consecuencia de la existencia de fondos con NAV estables. Primero, estos fondos incentivan a los partícipes a ser los primeros en reembolsar si se perciben dificultades en el fondo y, segundo, un valor liquidativo estable no refleja correctamente la evolución de la cartera del fondo, mostrando una seguridad que, según las circunstancias, puede no estar justificada.

Los aspectos relativos a los riesgos de crédito y liquidez asumidos por estos fondos fueron objeto de una revisión en febrero de 2010, tras las enmiendas de la SEC a la normativa existente (Regla 2a-7 de la Ley de Sociedades de Inversión). Los cambios se produjeron a través de dos vías. Por una parte, las restricciones relativas a la calidad de los activos de las carteras en las que pueden invertir estos fondos se endurecieron. En este ámbito, destacan las nuevas medidas que imponen unos requisitos más estrictos en cuanto a las garantías aceptables en las operaciones de repos. Por otra parte, se endurecieron los requisitos de liquidez de los fondos para aliviar las posibles dificultades que pudieran experimentar en momentos de fuerte aumento de los reembolsos. Concretamente, se estableció la obligación de poseer el 10% de la cartera en activos que se liquidan en un día y el 30% en activos liquidables en una semana. Asimismo, se introdujo la posibilidad de que los fondos puedan suspender los reembolsos si el valor de los activos cae por debajo de un determinado nivel, con el objetivo de permitir la liquidación ordenada de los activos.

Con posterioridad, en octubre de 2010 la SEC publicó un informe (*President's Working Group on Financial Markets, PWG*) que contiene varias propuestas adicionales de reforma centradas, fundamentalmente, en la conveniencia de mantener o no el requisito de valor liquidativo estable, para lo que la SEC plantea varias posibilidades. La alternativa más sencilla consistiría en eliminar la posibilidad de tener valores liquidativos estables, lo que reduciría la incidencia del problema mencionado de pánicos inversores. No obstante, esta opción podría provocar un trasvase sustancial de recursos desde los fondos hacia los depósitos bancarios, al perder los primeros el elemento de seguridad percibida que les proporciona un NAV estable. Una segunda alternativa consistiría en permitir un sistema dual, en el que coexistieran fondos con NAV estables y fondos con NAV flexibles, y en el que, o bien el inversor pudiera decidir dónde invertir, o bien los fondos con NAV estable fueran exclusivos para inversores minoristas, dado que los inversores institucionales generan un mayor riesgo de fuga de capital. Una tercera alternativa consistiría en preservar la existencia de valores liquidativos estables, obligando a los fondos a reorganizarse como Bancos de Propósito Especial, y a estar sujetos a la supervisión y regulación bancaria. Esto último también ha suscitado varias críticas (véase Macey, 2011<sup>1</sup>), ya que no se considera directamente equiparable la actividad bancaria con la de los fondos monetarios.

A diferencia de lo que sucede en EE.UU., los fondos monetarios en Europa no tienen habitualmente un valor liquidativo estable, aunque, en algunas jurisdicciones, se permite la valoración a coste amortizado de los instrumentos de corto plazo cuando la discrepancia entre éste y el valor de mercado no es muy pronunciada. En España, como en otros muchos países europeos, se exige la valoración a precios de mercado de todos los activos en cartera de las IIC, con el objetivo de

evitar los conflictos de interés entre inversores que la valoración a coste amortizado genera y sus posibles efectos adversos para la estabilidad de estos mercados, que son las preocupaciones que, por otro lado, están adquiriendo más relevancia en el actual debate regulatorio en EE.UU.

1 Macey (2011), Reducing Systemic Risk: The role of money market mutual funds as substitutes for federally insured bank deposits, John M. Olin Center for Studies in Law, Economics, and Public Policy, Research Paper No. 422, enero de 2011.

## IIC inmobiliarias

*Las IIC inmobiliarias sufren el ajuste del sector inmobiliario y el notable incremento de los reembolsos.*

Las IIC inmobiliarias continúan operando en un entorno muy complejo, como consecuencia del prolongado ajuste del sector inmobiliario nacional y del notable incremento de los reembolsos efectuados por los partícipes desde 2008, que han dificultado sustancialmente la operativa de algunos fondos de inversión inmobiliaria (FII). De hecho, desde finales de 2009, el conjunto de FII se puede segregar entre fondos que permanecen plenamente operativos y fondos que presentan reembolsos suspendidos o aplazados.

*En 2010, el patrimonio de estas instituciones cayó un 5,4% y el número de partícipes cerca de un 10%.*

En el conjunto de 2010, el patrimonio de los FII descendió un 5,4% hasta los 6.116 millones de euros, y el número de partícipes lo hizo en un 9,9% hasta los 75.280 (véase cuadro 16). El número de fondos registrados a final de año era de ocho, el mismo número que en 2009, aunque uno de ellos había sido liquidado en diciembre<sup>15</sup> y tres presentaban reembolsos suspendidos o aplazados. La rentabilidad del conjunto de los FII en 2010 siguió en terreno negativo (-4,7%), aunque fue menos desfavorable que la del ejercicio precedente (-8,3%).

*Tres de los FII propiamente activos se beneficiaron del apoyo de los grupos financieros de las gestoras.*

El número de FII propiamente activos a finales de 2010 era de cuatro. Estos fondos concentraban aproximadamente el 28% del patrimonio total de los FII y el 41% de los partícipes. Asimismo, tres de los cuatro fondos se beneficiaron del respaldo que obtuvieron por parte de los grupos financieros a los que pertenecen sus gestoras. Así, a finales de 2010, el porcentaje del patrimonio de estos tres FII en manos de los grupos financieros de la sociedad gestora de los fondos ascendía al 43%, el 83% y el 84%.

*La evolución de los FII con reembolsos suspendidos o aplazados está siendo desigual.*

La evolución de los tres FII que tenían los reembolsos suspendidos o aplazados está siendo desigual. Uno de ellos volvió a ser operativo a partir de marzo de 2010 y cuenta con una garantía de liquidez de dos años, en otro se produjo una escisión parcial<sup>16</sup> y en el tercero el periodo de suspensión de los reembolsos finaliza en abril de 2011.

15 Aunque continuó dado del alta en el registro ese mes.

16 El FII ha quedado en manos del grupo financiero de la gestora, mientras que una parte del patrimonio del fondo se ha trasladado a un fondo de renta fija euro de nueva creación, que agrupa a aquellos partícipes que no acudieron a las ventanillas extraordinarias que se realizaron.

	2007	2008	2009	2010	2010			
					I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>FONDOS</b>								
Número	9	9	8	8	8	8	8	8
Partícipes	145.510	97.390	83.583	75.280	81.647	76.772	76.182	75.280
Patrimonio (millones de euros)	8.608,5	7.406,9	6.465,1	6.115,6	6.363,7	6.279,6	6.201,5	6.115,6
Rentabilidad (%)	1,3	0,7	-8,3	-4,7	-1,63	-0,99	-1,31	-0,9
<b>SOCIEDADES</b>								
Número	9	9	8	8	8	8	8	8
Accionistas	843	937	928	943	927	942	934	943
Patrimonio (millones de euros)	512,9	371,9	308,6	321,9	304,6	327,0	322,7	321,9

Fuente: CNMV.

1 Uno de los ocho FII que permanecía en el registro a finales de 2010 se dio efectivamente de baja en diciembre.

### IIC de inversión libre

Las instituciones de inversión libre han mostrado un comportamiento heterogéneo a lo largo de la crisis, que ha sido comparativamente peor para el conjunto de las IIC de IIC de inversión libre. Las IIC de IIC de inversión libre experimentaron dificultades notables tanto de liquidez como de valoración de activos, como consecuencia de las restricciones de los *hedge funds* extranjeros en los que habían invertido, y mostraron ciertos problemas a la hora de atender el fuerte aumento de los reembolsos solicitados. Como consecuencia de estas dificultades, el segmento de fondos de fondos de inversión libre ha mostrado un retroceso importante en los dos últimos ejercicios, que podría no haber finalizado a la vista del elevado número de entidades que continúa en proceso de liquidación. Por el contrario, las IIC de inversión libre de carácter puro, que habían mantenido, con ciertos altibajos, un cierto proceso de expansión a lo largo de la crisis, han visto empeorar sus cifras en los últimos trimestres.

En este contexto, el número de IIC de IIC de inversión libre descendió desde 38 en 2009 hasta 33 a finales de 2010<sup>17</sup>. De éstas, trece se encontraban en proceso de liquidación formal o estaban llevando a cabo un proceso de desinversión ordenado<sup>18</sup>. El patrimonio de las IIC de IIC de inversión libre finalizó el año en 709 millones de euros, cerca de 100 millones de euros menos que en 2009. El número de partícipes cayó desde los 5.321 en 2009 hasta los 4.605 en 2010. La rentabilidad de estos fondos ascendió al 3,4%, por debajo del 7,8% de 2009.

Por su parte, las IIC de inversión libre, que habían sorteado la crisis con cierta holgura, registraron un leve retroceso desde el segundo trimestre de 2010. A pesar de que el número de instituciones continuó creciendo en 2010 (desde 29 hasta 32), su

*Las instituciones de inversión libre han mostrado un comportamiento heterogéneo durante la crisis. Las IIC de IIC de IL experimentaron dificultades notables.*

*Sus magnitudes principales continuaron retrocediendo en 2010. El número de instituciones en proceso de liquidación es elevado.*

*Las IIC de IL, que sortearon la crisis con cierta habilidad, experimentaron un leve retroceso en 2010.*

17 Datos de noviembre en la fecha de cierre del informe.

18 La entidad no ha acordado formalmente la disolución, pero existe una orden de reembolso total por parte de los partícipes.

patrimonio finalizó el año en 617 millones de euros, por debajo de los 652 millones de finales de 2009, con una rentabilidad para el conjunto del sector durante 2010 del 2,4%, una cifra sensiblemente inferior al 14,9% que obtuvieron en 2009.

### Principales magnitudes de las IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 17

	2007	2008	2009	2009		2010		
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Número	31	40	38	38	37	34	33	33
Partícipes	3.950	8.151	5.321	5.321	5.311	5.109	4.901	4.605
Patrimonio (millones de euros)	1.000,6	1.021,3	810,2	810,2	793,9	738,0	726,8	709,2
Rentabilidad (%)	-0,43	-17,80	7,85	0,83	1,72	-0,61	-0,1	1,59
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Número	21	24	29	29	31	31	33	32
Partícipes	1.127	1.589	1.917	1.917	2.137	2.061	1.925	1.873
Patrimonio (millones de euros)	445,8	539,4	652,0	652,0	722,4	674,1	639,3	617
Rentabilidad (%)	0,84	-4,82	14,94	1,45	2,38	-3,06	2,97	0,11

Fuente: CNMV.

1 Datos disponibles: noviembre de 2010. En este caso, la rentabilidad es del periodo octubre-noviembre.

### IIC extranjeras comercializadas en España

*El volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España creció un 41% en 2010.*

El volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España volvió a aumentar con intensidad en 2010, hasta alcanzar los 36.700 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 46% respecto al año anterior. El patrimonio de las IIC extranjeras en 2010 duplicó el mínimo registrado en 2008, si bien se mantuvo alejado del máximo histórico alcanzado a mediados de 2007 (próximo a los 50 mil millones de euros). Con todo, el comportamiento relativo del patrimonio de las IIC extranjeras fue sustancialmente mejor que el de las españolas, como lo demuestra el incremento de la importancia relativa de su patrimonio sobre el patrimonio total de las IIC españolas registradas en la CNMV, que pasó del 12% en 2009 al 20% en 2010.

*Estos productos ejercen una gran competencia con las IIC de carácter nacional.*

Entre las causas del mejor comportamiento relativo de estas instituciones subyace una oferta de fondos atractiva, que ejerce una gran competencia sobre algunos productos nacionales, particularmente en el segmento de la renta variable, y, posiblemente, el incremento de la percepción de riesgo soberano doméstico en 2010, que propició tanto un trasvase de recursos desde fondos con orientación nacional hacia fondos de carácter internacional, como desde productos de gestión nacional a productos de gestión exterior.

*Las perspectivas sobre la evolución de la industria de inversión colectiva doméstica poseen un grado elevado de incertidumbre.*

### Perspectivas

Las perspectivas sobre la evolución de la industria de la inversión colectiva doméstica siguen sometidas a un elevado grado de incertidumbre. Por un lado, los datos preliminares correspondientes a los dos primeros meses de 2011 apuntan a una

cierta moderación en el ritmo de reembolsos de los partícipes, lo que, unido a la revalorización de la cartera de los fondos de renta variable en este periodo, podría restar algo de presión sobre la tendencia descendente del patrimonio de los fondos de inversión en el corto plazo. Sin embargo, el mantenimiento de la competencia ejercida por algunos productos sustitutivos tales como las IIC extranjeras, junto con la reducción en la tasa de ahorro de los hogares que se viene observando en los últimos meses, podrían limitar el grado de recuperación de la industria a medio plazo. Las perspectivas más desfavorables se concentran en el conjunto de las IIC inmobiliarias, que aún no han superado las dificultades derivadas del fuerte aumento de los reembolsos producidos en trimestres anteriores, ni tampoco aquéllas propiciadas por el sustancial ajuste del sector inmobiliario nacional.

## 4.2 Empresas de servicios de inversión

La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) en 2010 continuó viéndose afectada por la crisis, aunque de forma menos intensa que en 2008 y en 2009. Además, comenzaron a observarse diferencias sustanciales entre la evolución de los distintos tipos de entidades y líneas de negocio. Así, los beneficios agregados de las sociedades de valores y de las agencias continuaron descendiendo, si bien el retroceso, que fue más moderado que en 2009, tuvo orígenes diferentes. En el caso de las sociedades de valores, la caída en los resultados se debió al retroceso de la actividad por cuenta propia, mientras que la actividad relacionada con la prestación de servicios de inversión mostró una cierta mejoría a lo largo del año. Por el contrario, en las agencias de valores, la fuerte contención de sus gastos de explotación no pudo compensar la caída de sus ingresos más importantes. En este marco, las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo suficientemente holgadas.

En el caso de las **sociedades de valores**, el beneficio agregado antes de impuestos ascendió a 279 millones de euros en 2010, un 20% inferior al de 2009 (véase cuadro 18). Este descenso, inferior al observado en 2009 (-29%), tuvo su origen en la notable caída del margen de intereses, que cedió un 38%, hasta los 102 millones de euros. Por el contrario, los ingresos ligados a la actividad típica de estas entidades, es decir, a la prestación de servicios de inversión, mostraron un leve avance, del 2% hasta los 798 millones de euros, interrumpiendo la tendencia descendente de los últimos dos años. De hecho, las comisiones percibidas por casi todas las líneas de negocio asociadas a la prestación de servicios de inversión mostraron avances interanuales de diversa magnitud, salvo en la actividad de colocación y aseguramiento de emisiones, en línea con la atonía de las emisiones en los mercados primarios, y en la de asesoramiento en materia de inversión. Las comisiones percibidas por tramitación y ejecución de órdenes, que son las más importantes por su volumen, crecieron un 1,3% hasta los 555 millones de euros.

El margen bruto obtenido por las sociedades de valores, que incluye los ingresos derivados de la operativa por cuenta propia y por cuenta ajena, ascendió a 711 millones de euros, lo que supone una caída del 10% respecto al margen de 2009. El resultado neto de explotación cayó un 19% hasta los 276 millones de euros, a pesar del elevado descenso de las pérdidas netas por deterioro de activos financieros y del mantenimiento de los gastos de explotación. El peor comportamiento relativo de la partida asociada a amortizaciones y otras dotaciones explica el resultado.

*La actividad de las ESI sigue afectada por la crisis, pero se observan diferencias entre entidades y líneas de negocio.*

*El beneficio de las sociedades de valores cayó un 20% en 2010, a pesar de la mejora de los ingresos ligados a la actividad típica de estas entidades.*

Importe en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores			S. gestoras de cartera		
	dic-09	dic-10	% var.	dic-09	dic-10	% var.	dic-09	dic-10	% var.
1. Margen de intereses	163.272	102.054	-37,5	2.654	1.629	-38,6	341	407	19,5
2. Comisiones netas	562.082	533.858	-5,0	127.457	109.165	-14,4	10.734	10.097	-5,9
2.1. Comisiones percibidas	782.214	798.152	2,0	144.351	126.055	-12,7	21.750	20.994	-3,5
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	548.362	555.207	1,3	53.855	38.176	-29,1	-	-	-
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	26.326	8.499	-67,7	2.950	2.748	-6,9	-	-	-
2.1.3. Depósito y anotación de valores	16.183	22.367	38,2	509	366	-28,1	-	-	-
2.1.4. Gestión de carteras	11.768	13.880	18,0	19.584	19.489	-0,5	18.463	18.020	-2,4
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	57.051	49.433	-13,4	2.750	2.790	1,5	2.698	1.160	-57,0
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	10	36	258,9	0	304	-	-	-	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	14	9	-31,2	28	27	-4,0	-	-	-
2.1.8. Comercialización de IIC	63.341	65.487	3,4	23.968	23.946	-0,1	18	34	93,5
2.1.9. Otras	59.159	83.233	40,7	40.707	38.209	-6,1	571	1.779	211,8
2.2. Comisiones satisfechas	220.133	264.294	20,1	16.894	16.890	0,0	11.016	10.897	-1,1
3. Resultado de inversiones financieras	45.266	48.588	7,3	1.866	456	-75,6	92	51	-44,8
4. Diferencias de cambio netas	22.582	24.445	8,3	-296	-3	99,1	5	9	54,8
5. Otros productos y cargas de explotación	-762	1.635	-	-1.042	-1.413	-35,6	-389	13	103,3
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>792.440</b>	<b>710.580</b>	<b>-10,3</b>	<b>130.640</b>	<b>109.834</b>	<b>-15,9</b>	<b>10.784</b>	<b>10.577</b>	<b>-1,9</b>
6. Gastos de explotación	412.998	415.433	0,6	119.224	97.582	-18,2	9.144	9.305	1,8
7. Amortizaciones y otras dotaciones	-48.401	6.006	-	2.651	2.817	6,3	208	118	-43,4
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	88.137	12.888	-85,4	55	-23	-	135	0	-
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>339.706</b>	<b>276.253</b>	<b>-18,7</b>	<b>8.709</b>	<b>9.457</b>	<b>8,6</b>	<b>1.296</b>	<b>1.154</b>	<b>-11,0</b>
9. Otras ganancias y pérdidas	10.256	2.265	-77,9	1.412	19	-98,7	-15	38	347,6
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>349.962</b>	<b>278.519</b>	<b>-20,4</b>	<b>10.121</b>	<b>9.476</b>	<b>-6,4</b>	<b>1.281</b>	<b>1.192</b>	<b>-6,9</b>
10. Impuesto sobre beneficios	98.977	81.685	-17,5	5.747	3.024	-47,4	392	254	-35,4
<b>RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS</b>	<b>250.984</b>	<b>196.834</b>	<b>-21,6</b>	<b>4.374</b>	<b>6.452</b>	<b>47,5</b>	<b>889</b>	<b>939</b>	<b>5,6</b>
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-	0	0	-
<b>RESULTADO NETO DEL EJERCICIO</b>	<b>250.984</b>	<b>196.834</b>	<b>-21,6</b>	<b>4.374</b>	<b>6.452</b>	<b>47,5</b>	<b>889</b>	<b>939</b>	<b>5,6</b>

Fuente: CNMV.

*El beneficio de las agencias de valores cayó un 6% en 2010, por el descenso de sus principales ingresos...*

Por su parte, el beneficio agregado antes de impuestos de las **agencias de valores** disminuyó un 6% hasta los 9,5 millones de euros en 2010, lo que supone un retroceso mucho menor que en ejercicios anteriores (en 2009 el beneficio antes de impuestos se redujo un 54%). Las comisiones percibidas por la prestación de servicios de inversión, principal fuente de ingresos de estas entidades, se redujeron un 13%, hasta los 126 millones de euros. Salvo en la actividad relacionada con el asesoramiento en materia de inversión, se observaron retrocesos en todos los tipos de comisiones percibidas. Por su volumen, destaca el descenso de los ingresos percibidos por tramitación y ejecución de órdenes (-29% hasta los 38 millones de euros).

*...que fue superior a la caída de los gastos de explotación.*

La caída de las comisiones percibidas propició un descenso en el margen bruto obtenido por estas entidades del 16%, hasta los 110 millones de euros. En cambio, el



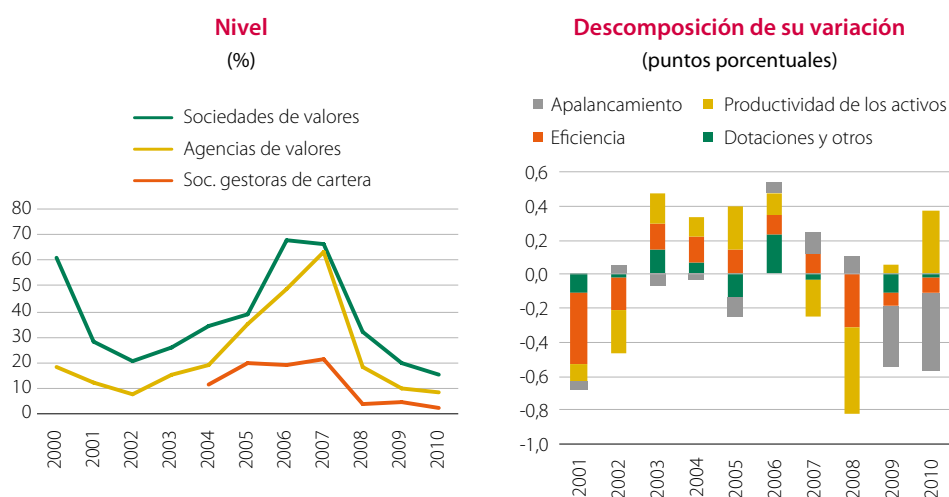
resultado neto de explotación avanzó cerca de un 9% debido a la contención de los gastos de explotación, que descendieron un 18%, hasta los 98 millones de euros. Con todo, la ausencia de ganancias extraordinarias, que ascendieron a 1,4 millones de euros en 2009, dio lugar a una caída del beneficio antes de impuestos (véase cuadro 18).

Finalmente, las **sociedades gestoras de cartera**, que habían mostrado un comportamiento relativamente más favorable en 2009, con un avance de sus beneficios antes de impuestos cercano al 20%, vieron empeorar sus cuentas de resultados en 2010. Los beneficios agregados antes de impuestos de estas entidades ascendieron a 1,2 millones de euros en 2010, lo que supone un descenso del 11% respecto al resultado de 2009. Este comportamiento tuvo su origen en el retroceso de las comisiones percibidas (-3,5%) y en el leve aumento de los gastos de explotación (1,9%), que contrasta con la fuerte contención de estos gastos en 2009 (-19%).

*Los beneficios de las sociedades gestoras de cartera también descendieron en 2010 (un 11%).*

### ROE antes de impuestos de las ESI

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

En línea con la tendencia de los resultados, la **rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios**<sup>19</sup> (ROE) para el conjunto de ESI descendió en 2010, pero de una forma relativamente moderada (véase gráfico 20). Así, la rentabilidad de las sociedades de valores se redujo desde el 19,6% hasta el 15,3%, la de las agencias lo hizo desde el 9,6% hasta el 8,1% y la de las sociedades gestoras de cartera, que había aumentado en 2009, disminuyó desde el 4,5% hasta el 2,2%. La descomposición de la variación de la rentabilidad de las sociedades y agencias de valores revela que la contribución de los distintos factores mantuvo el mismo signo en 2009 y en 2010, aunque su intensidad varió. Como se aprecia en el gráfico 20 (panel derecho), tanto

*En línea con la tendencia de los resultados, la rentabilidad de estas entidades cayó, pero menos que en 2008 y 2009.*

19 El ROE se ha calculado como:

$$ROE = \frac{B^{\circ} \text{ antes de impuestos (anualizado)}}{\text{Fondos Propios}}$$

donde:

Fondos Propios = Capital + Prima de emisión + Reservas - Valores propios + Remanentes y resultados de ejercicios anteriores - Dividendos y retribuciones.

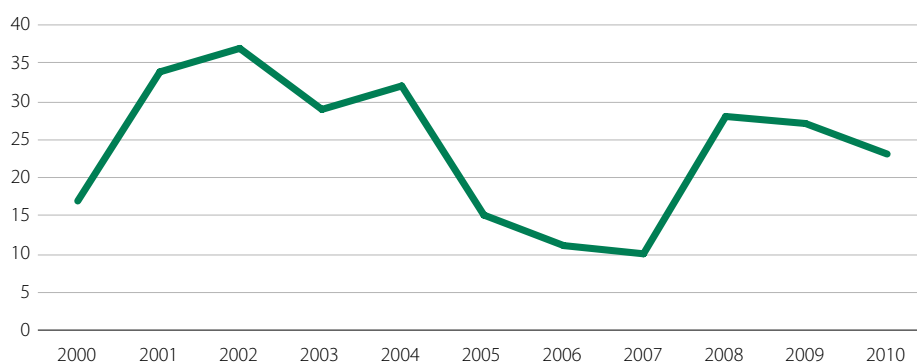
en 2009 como en 2010 la reducción de la rentabilidad de las ESI estuvo asociada, principalmente, con el descenso de su apalancamiento y, en menor medida, con una cierta pérdida de eficiencia de las entidades (este efecto es mucho menor en 2010) y con elementos de carácter extraordinario. Por el contrario, la productividad de los activos habría tenido un efecto positivo en la rentabilidad en los dos años considerados, mucho más importante en 2010<sup>20</sup>.

*El número de entidades en pérdidas y el volumen de las mismas tendieron a reducirse en 2010.*

Como se observa en el gráfico 21, el número de entidades en pérdidas (antes de impuestos), que creció notablemente en 2008 y tendió a estabilizarse en 2009, disminuyó en 2010 hasta finalizar el ejercicio en 23 (de un total de 100), cuatro menos que en diciembre de 2009. De las 23 entidades que estaban en pérdidas, diez eran sociedades de valores (el mismo número que en 2009), doce eran agencias de valores (tres menos que en 2009) y una era una sociedad gestora de cartera (una menos que en 2009). El volumen agregado de las pérdidas también mostró una tendencia positiva, ya que se redujo desde los 26 millones de euros en 2009 hasta los 16 millones en 2010. Esta última cifra supone aproximadamente el 5,5% del beneficio agregado antes de impuestos del sector.

### Número de ESI en pérdidas

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

*Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo holgadas. Ninguna entidad presentaba déficit de recursos propios a finales de 2010.*

Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo holgadas en 2010, a pesar de que, desde la entrada en vigor de la nueva normativa de solvencia en 2009, se ha observado un cierto descenso del margen de solvencia agregado de las ESI, derivado de las mayores exigencias de recursos propios. Así, al finalizar 2010, el exceso de recursos propios de las sociedades de valores era 3,2 veces superior al volumen de recursos exigidos (3,4 veces en 2009), el de las agencias de valores era 1,9 veces superior a lo exigido (un cumplimiento más holgado que en 2009, cuando mostraron una cobertura de 1,5 veces superior a lo exigido) y el de las sociedades gestoras de cartera era de 1,2 veces por encima de lo exigido (1,5 en 2009). A diferencia del

20 Para analizar la variación del ROE de las ESI, se descompone dicha ratio de la siguiente manera:

$$ROE = \frac{B^{\circ} \text{ antes impuestos}}{\text{Fondos Propios}} = \frac{B^{\circ} \text{ antes impuestos}}{\text{Rdo. Explotación}} (1) \times \frac{\text{Rdo. Explotación}}{\text{M. Bruto}} (2) \times \frac{\text{M. Bruto}}{\text{Activo}} (3) \times \frac{\text{Activo}}{\text{Fondos Propios}} (4)$$

donde los cocientes numerados se identifican como indicadores: (1) de los elementos de carácter extraordinario de la cuenta de pérdidas y ganancias, (2) de la eficiencia de las entidades, (3) de la productividad de los activos y (4) del apalancamiento. Para obtener un mayor detalle sobre el cálculo y la interpretación de esta descomposición, véase el recuadro «Descomposición del ROE» del informe *Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas*, del Boletín de la CNMV del primer trimestre de 2008.

año anterior, ninguna entidad mostraba déficit de recursos propios a finales de 2010. De las seis entidades que finalizaron 2009 con déficit de recursos propios (cinco agencias de valores y una sociedad de valores), cuatro se dieron de baja durante 2010 y dos consiguieron volver al cumplimiento de la normativa mediante planes de viabilidad adecuados.

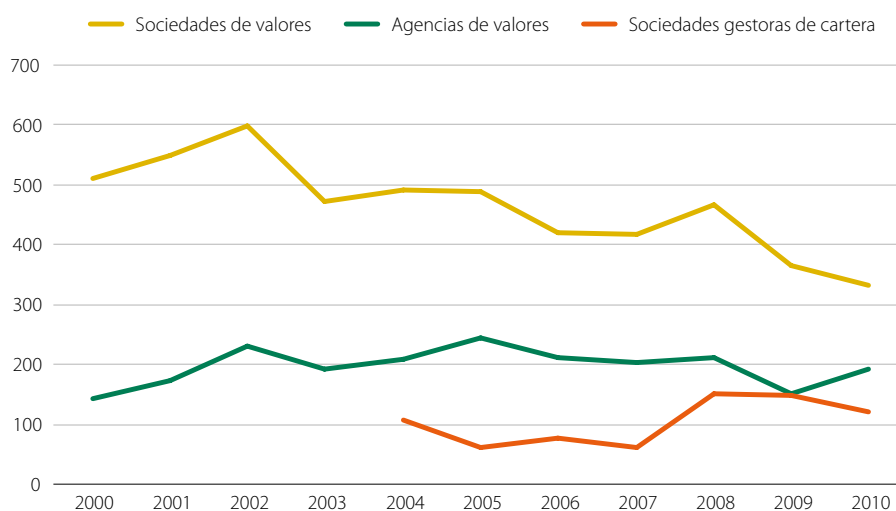
Las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) son un tipo de ESI cuya actividad comenzó en 2009 al amparo de la transposición a nuestro ordenamiento jurídico de la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). La única actividad que pueden desarrollar estas entidades está relacionada con el asesoramiento en materia de inversión, es decir, con la realización de recomendaciones personalizadas a sus clientes sobre operaciones en instrumentos financieros. A cierre de 2010, el número de entidades de este tipo registradas en la CNMV ascendía a 52, y ninguna de ellas pertenecía a grupos financieros. La práctica totalidad de los contratos de asesoramiento suscritos con estas entidades correspondieron a clientes minoristas (un 97% de los 2.423 contratos), si bien la importancia relativa del patrimonio de estos clientes fue reducida. De hecho, del importe total del patrimonio asesorado por las EAFI en 2010, que ascendió a 15.853 millones de euros, únicamente el 11% correspondió a clientes minoristas.

*Las EAFI, de reciente creación, asesoraban a finales de 2010 un patrimonio cercano a los 16 mil millones de euros.*

## Margen de solvencia de las ESI

GRÁFICO 22

(exceso de recursos propios computables sobre los recursos propios exigibles, %)



Fuente: CNMV.

Las perspectivas para el conjunto de las ESI son algo más favorables que en ejercicios anteriores, como consecuencia de la incipiente mejoría de los ingresos procedentes de las líneas de negocio más importantes, particularmente de aquéllos relacionados con la contratación en los mercados y con la comercialización de IIC, y de la tendencia a la contención de los gastos de explotación, que está siendo más intensa en el conjunto de las agencias de valores. La línea de negocio (por cuenta ajena) más deteriorada es la que está vinculada a la colocación y el aseguramiento de emisiones, que se muestra en línea con la atonía de los mercados primarios. Sin embargo, otras rúbricas que tradicionalmente proporcionaban menos ingresos están mostrando un mayor dinamismo en los dos últimos años. Este es el caso de las

*Las perspectivas para el conjunto de ESI son más favorables como consecuencia de la incipiente mejoría de algunas de las líneas de negocio más importantes.*

comisiones percibidas por asesoramiento en materia de inversión y por gestión de carteras. En el caso de las sociedades de valores, el impacto de las actividades que están repercutiendo de forma más negativa en sus resultados, que son aquellas derivadas de la operativa por cuenta propia, previsiblemente tenderán a disiparse en los próximos meses. El escenario es algo más desfavorable para el conjunto de las agencias de valores, ya que no se aprecia una recuperación clara en sus principales líneas de negocio. El exceso de capacidad en el sector y el proceso de fusiones entre las cajas de ahorro españolas, que tienen participaciones en 14 ESI, pueden dar lugar a un cierto proceso de reestructuración en el sector a medio plazo.

### 4.3 Sociedades gestoras de IIC (SGIIC)

*El patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC cayó un 13% en 2010, hasta los 178 mil millones de euros,...*

Los datos agregados de las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) correspondientes al conjunto de 2010 muestran que el patrimonio gestionado por estas entidades descendió un 13% hasta los 178 mil millones de euros, lo que supone el cuarto retroceso anual consecutivo. En términos absolutos, la caída del patrimonio gestionado por las SGIIC en 2010, superior a los 25 mil millones de euros, fue la segunda más elevada a lo largo de la última década (únicamente superada en 2008). Así, el importe del patrimonio gestionado por las SGIIC a finales de 2001 se situaba en valores similares a los existentes a finales de la década de 1990 (véase cuadro 19).

*...pero no impidió que los beneficios agregados de estas entidades crecieran (un 24,5%).*

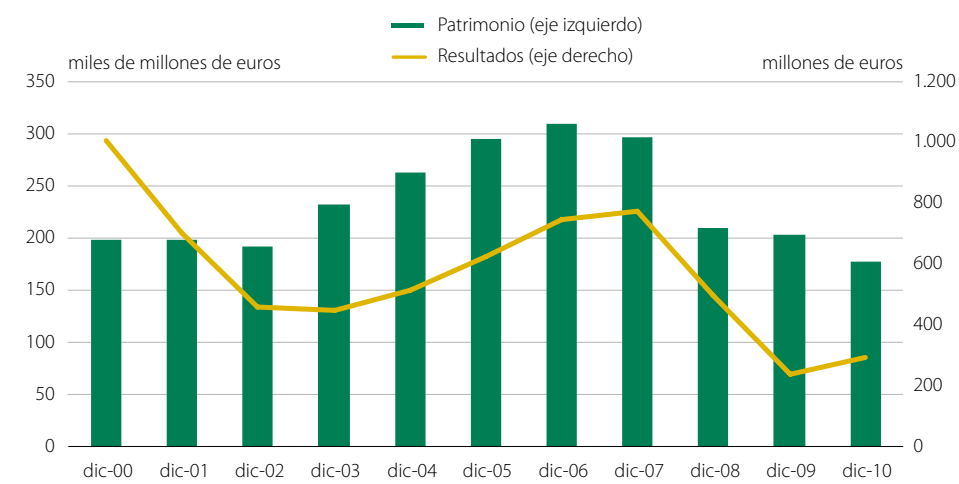
A pesar del retroceso del patrimonio gestionado, los beneficios agregados antes de impuestos de las SGIIC mejoraron en 2010, interrumpiendo así la tendencia de 2008 y 2009, al crecer un 24,5% hasta los 294 millones de euros (véase gráfico 23). La mejora del resultado fue producto del leve incremento de las comisiones netas percibidas<sup>21</sup> (0,9%), del descenso de los gastos de explotación (-1,7%) y de la práctica desaparición de las pérdidas por deterioro de activos, que en 2009 superaron los 24 millones de euros. En línea con el incremento de los beneficios, la rentabilidad agregada sobre fondos propios aumentó desde el 16% en 2009 hasta cerca del 20% en 2010. En este marco, el número de entidades en pérdidas aumentó desde 31 en diciembre de 2009 hasta 34 en diciembre de 2010, si bien el volumen conjunto de las pérdidas se redujo a la mitad (desde 41,4 millones de euros hasta 20,2 millones).

---

21 Las comisiones pagadas cayeron más que las percibidas (-5,6% frente a -3,4%), por lo que en términos netos se produjo un incremento del 0,9%.

## Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado y resultados antes de impuestos

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

Desde hace varios trimestres, se observa que las SGIIC están haciendo un esfuerzo notable en el proceso de racionalización de su oferta de fondos de inversión, con múltiples fusiones entre productos, y en la moderación de sus gastos de explotación. Sin embargo, no se puede descartar un proceso de reestructuración en el sector a medio plazo, a la vista tanto de un cierto exceso de capacidad percibida en el mismo, como del proceso de consolidación del sector de cajas y bancos españoles, que dará lugar a algunos cambios de control en las SGIIC<sup>22</sup> y, posiblemente, a alguna baja.

*A pesar del esfuerzo de las entidades por racionalizar su oferta de productos y reducir sus gastos, no se puede descartar un proceso de reestructuración del sector a medio plazo.*

## Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado, ingresos por gestión de IIC y corretaje medio

CUADRO 19

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) <sup>1</sup>
2001	198.115	2.465	1,24	65,8
2002	192.099	2.259	1,18	72,7
2003	231.458	2.304	1,00	73,8
2004	262.132	2.670	1,02	73,6
2005	293.973	2.976	1,01	72,2
2006	308.476	3.281	1,06	71,5
2007	295.922	3.194	1,08	70,5
2008	209.014	2.302	1,10	70,8
2009	203.379	1.702	0,84	68,6
2010	177.676	1.622	0,91	68,1

Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> Relación entre los gastos por comisiones de comercialización de fondos y los ingresos por comisiones de gestión de IIC.

<sup>22</sup> De los 15 cambios de control que se produjeron en 2010 en el marco de las SGIIC, ocho tuvieron origen en los procesos de fusión de las cajas de ahorro.

### **Recuadro 7: «Consultas sobre la Circular 6/2009 de la CNMV sobre el control interno de las SGIIC: algunas cuestiones de interés»**

En diciembre de 2010, la CNMV publicó en su web un documento que recopilaba las respuestas y aclaraciones de la CNMV a las consultas formuladas por el sector relativas a la Circular 6/2009, sobre el control interno de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y sociedades de inversión<sup>1</sup>, que entró en vigor el día 22 de diciembre de 2009. La publicación del documento tiene como finalidad transmitir la interpretación que la CNMV entiende que debe otorgarse a determinados aspectos de la Circular. Por tanto, la información que se ofrece no tiene carácter normativo sino que únicamente pretende facilitar la comprensión y aplicación de la norma, de tal forma que las entidades a las que resulte aplicable tengan su estructura organizativa y sus procedimientos de control interno convenientemente adaptados.

Las consultas más frecuentes en este ámbito han estado relacionadas con la delegación de las funciones de cumplimiento normativo, gestión de riesgos y auditoría interna, que, según la Circular, está sujeta a determinadas restricciones o cautelas. En este sentido, el documento publicado precisa que en ningún caso se podrá delegar funciones en una entidad con la que puedan existir conflictos de interés, debiendo cumplirse en todo momento los principios de autonomía, separación e independencia en lo que se refiere a la ejecución de funciones. Bajo este principio general, y habida cuenta de las restricciones que la propia norma establece, se han realizado las aclaraciones que se detallan a continuación.

Respecto a la posibilidad de que la función de auditoría interna y cumplimiento normativo puedan recaer en la misma entidad, se establece que si la función de auditoría interna de la gestora es asumida por la entidad que lleve a cabo la auditoría interna de su grupo, delegándose a su vez en dicha entidad, u otra entidad del grupo, la función de cumplimiento normativo, no existiría a priori un supuesto de conflicto de interés, siempre que: (i) la función de auditoría interna se realice por un departamento separado del resto, (ii) su posición jerárquica le permita controlar otras funciones de control interno con suficiente autonomía y autoridad y, (iii) su sistema retributivo no entre en conflicto de interés con las áreas objeto de revisión.

Por el contrario, si la función de auditoría interna se delega en una entidad prestadora de servicios ajena al grupo de la gestora y, simultáneamente, dicha entidad, u otra en la que confluyan intereses comunes, pretendiese asumir otras funciones de control interno (cumplimiento normativo y/o gestión de riesgos), existiría un claro conflicto de interés y un quebranto del principio de independencia.

Por otro lado, se ha aclarado que la entidad que realice la función de auditoría interna no podrá ser objeto de delegación en ningún caso de la función de gestión de riesgos, dado que, tal y como establece la Circular, dichas funciones no pueden recaer en la misma entidad.

En el ámbito de la función de auditoría, en el caso de que la sociedad gestora y el depositario pertenezcan al mismo grupo, se ha señalado que dicha función puede

ser asumida por la unidad de auditoría interna del depositario, si en el seno del grupo es esta unidad la que realiza la función de auditoría interna. En este caso, dicha función debe realizarse por un departamento separado del resto y su posición jerárquica le debe permitir ejercer su control sobre cualesquiera otras funciones de control interno con suficiente autonomía y autoridad.

Adicionalmente, se ha aclarado que la función de auditoría interna, por el carácter global de revisión de todos los sistemas y procedimientos de la entidad, debe realizarse de una forma unificada e integrada, debiendo elaborarse un único informe global, firmado por una única entidad. Por tanto, no es posible la delegación de la función de auditoría interna en dos auditores, ni la existencia de dos informes diferentes.

También se ha clarificado que en los casos de delegación de las funciones de administración, es la entidad que asume la función delegada la que deberá contar con las políticas y procedimientos equivalentes que establece la Circular en materia administrativa, contable, de cálculo del valor liquidativo y de valoración de activos. En este sentido, la sociedad gestora delegante deberá asegurarse con carácter previo a la firma del acuerdo de delegación de que la sociedad delegada dispone de dichas políticas y procedimientos y, posteriormente, deberá controlar que los mismos sean adecuados para la realización de la actividad delegada. Las comprobaciones mencionadas son exigibles en todas las delegaciones.

Finalmente, se ha tratado de poner de manifiesto, a solicitud del sector, la diferencia existente entre la delegación de funciones y la mera prestación de servicios, con el objeto de delimitar y precisar los casos en los que se deba comunicar a la CNMV que existe una delegación de funciones (las meras prestaciones de servicios no son objeto de comunicación al regulador). Para valorar este aspecto, se ha señalado que se debe tener en cuenta la soberanía decisoria sobre dichas funciones, de tal manera que la delegación de una función se caracteriza porque la entidad en la que se delega, no sólo ejecuta dicha función sino que también es responsable de tomar las decisiones asociadas a la ejecución de las mismas. Por el contrario, en el marco de la prestación de servicios por un tercero, la sociedad gestora delegante es la que toma las decisiones finales.

1 [www.cnmv.es/Portal/AIDia/Comunicaciones.aspx](http://www.cnmv.es/Portal/AIDia/Comunicaciones.aspx)

#### 4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo

Según el registro de entidades de capital-riesgo (ECR), durante 2010 se registraron 22 nuevas entidades y 17 se dieron de baja. El número de fondos de capital-riesgo registrados a finales de 2010 ascendió a 75, uno más que en 2009, el número de sociedades quedó en 150, tres menos que en 2009, y el número de sociedades gestoras de ECR aumentó hasta 108, siete más que en el ejercicio previo (véase cuadro 21). Las nuevas entidades registradas se caracterizaron por invertir en pequeñas y medianas empresas, en fases iniciales del negocio, en las que el área de actividad suele ser nacional. Como novedad, cabe señalar la aparición de fondos destinados a emprendedores, que se centran en pequeñas empresas de contenido tecnológico, y de

*El número de entidades de capital riesgo continuó creciendo en 2010.*

entidades que se proponen realizar operaciones apalancadas, algo que no se producía desde el primer semestre de 2008.

### Altas y bajas en el registro de ECR en 2010

CUADRO 21

	Situación a 31/12/2009	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2010
Entidades	328	22	17	333
Fondos de capital-riesgo	74	4	3	75
Sociedades de capital-riesgo	153	8	11	150
Sociedades gestoras de ECR	101	10	3	108

Fuente: CNMV.

*La inversión de estas compañías aumentó hasta los 3.435 millones de euros en 2010, por el incremento de las operaciones apalancadas de gran tamaño.*

Según los datos de la asociación española de capital-riesgo (ASCRI), la inversión de las compañías de capital riesgo en España aumentó en 2010 un 106%, hasta los 3.435 millones de euros, lo que contrasta con los fuertes retrocesos de 2008 y 2009<sup>23</sup>. Este comportamiento tuvo su origen en el incremento (de una a seis) de las operaciones apalancadas de gran tamaño (más de 100 millones de euros), que concentraron el 57% de la inversión total del sector. El número total de operaciones descendió desde las 923 en 2009 hasta las 823 en 2010, pero su tamaño medio se incrementó por el avance de las operaciones de mayor tamaño. El volumen total de nuevos fondos captados ascendió a 3.070 millones de euros, lo que supone un avance del 161% respecto a la cifra de 2009. El 76% de estos fondos correspondieron a operadores a nivel paneuropeo. Finalmente, el volumen de desinversiones ascendió a 1.395 millones de euros, lo que supone un incremento del 61% respecto al volumen de 2009. A pesar de este aumento, algunas operaciones de desinversión previstas no llegaron a buen fin por las dificultades que encontraron algunos fondos vendedores para la realización de ofertas públicas de venta.

*Las perspectivas para el sector son favorables en su conjunto, si bien persisten ciertas dificultades asociadas a la financiación de las operaciones y a los procesos de desinversión.*

Las perspectivas para el sector son, en términos generales, positivas, tras la recuperación de la actividad de capital-riesgo observada en 2010 tanto en el marco nacional como en el europeo. La presencia de grandes fondos de ámbito internacional y el avance de las operaciones de gran tamaño, que apuntan a la presencia de oportunidades de inversión atractivas en España, junto con una cierta mejora de las condiciones de financiación de estas entidades, permiten un cierto optimismo sobre la evolución del sector de cara a los próximos meses. Sin embargo, persisten ciertas dificultades asociadas a los procesos de desinversión a través del mercado, como lo demuestra el hecho de que algunos fondos vendedores no pudieron realizar las ofertas públicas de venta que tenían previstas para desinvertir en 2010.

23 En 2008 la inversión cayó un 32% y en 2009, un 47%.



## II Informes y análisis



# Las cuotas participativas en el actual régimen regulatorio de las cajas de ahorro

Óscar Arce, Ricardo Crisóstomo y Cecilia González (\*)

(\*) Óscar Arce y Ricardo Crisóstomo pertenecen al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones y Cecilia González al Departamento de Mercados Primarios de la CNMV. Los autores agradecen los comentarios de Fernando Restoy y Lucio Sanjuán.



# 1 Introducción

La reforma aprobada en el Real Decreto-Ley 11/2010, de 9 de julio, de los órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorro, refuerza considerablemente varios elementos clave en la configuración y el funcionamiento de estas instituciones de crédito. Por un lado, esta reforma introduce nuevas medidas para mejorar el gobierno corporativo de estas entidades y profesionalizar su gestión y, por otro, pretende facilitar su captación de recursos propios a través de los mercados, en unas condiciones que se inspiran en las que rigen para los bancos.

En la misma línea, el recientemente aprobado Real Decreto-Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero, introduce un conjunto de medidas encaminadas a fortalecer la solvencia de las entidades de crédito españolas. Dentro de estas medidas, se establece la obligatoriedad de que todas las entidades de crédito se doten de un nivel elevado de capital de la máxima calidad, incluyendo de forma expresa las cuotas participativas como uno de los instrumentos que las cajas de ahorro pueden emplear para alcanzar el nivel requerido de capital.

En este contexto de necesidad de fortalecimiento de los recursos propios de las entidades de crédito, el presente artículo centra su atención en el nuevo régimen jurídico de las cuotas participativas, instrumento al que el legislador ha otorgado un papel relevante como posible mecanismo para la recapitalización de las cajas de ahorro en el nuevo entorno normativo.

En primer lugar, el artículo presenta una descripción del marco regulatorio aplicable a las cuotas participativas tras la última modificación normativa contenida en el RDL 11/2010. A continuación, se estudian con cierto grado de detalle algunos rasgos idiosincrásicos de estos instrumentos que los distancian de las acciones ordinarias de una sociedad anónima. De manera específica, se analizan los efectos que puede tener la dilución de los derechos económicos y políticos de los cotaparticipes a la que da lugar un mecanismo asimétrico de reparto del excedente entre este grupo de inversores y el patrimonio de la caja, como el previsto en la normativa actual. Una conclusión central de este análisis es que el grado de complejidad que introduce la anterior particularidad en las cuotas participativas puede ser notablemente elevado, especialmente en relación a su valoración por parte de inversores poco sofisticados. Finalmente, el artículo explora varios mecanismos dirigidos a reducir la complejidad inherente a estos instrumentos.

El resto del artículo se estructura como sigue. En la sección segunda se describen los principales elementos que introdujo la reforma del marco jurídico de las cajas de ahorro aprobada en 2010, en relación a los mecanismos de recapitalización de estas entidades, y se proporciona una descripción del régimen jurídico actual aplicable a las cuotas participativas. La sección tercera analiza los posibles efectos de la

dilución de los derechos de los cuotapartícipes que puede provocar el mecanismo de reparto del excedente de las cajas de ahorro previsto en la normativa actual. La sección cuarta explora dos mecanismos mitigadores del grado de complejidad de las cuotas participativas y la sección quinta recoge varias reflexiones finales. El artículo, además, contiene tres apéndices al final del mismo. El primero describe cuál ha sido la experiencia hasta este momento en relación a las emisiones de cuotas participativas, incluyendo algunas acciones llevadas a cabo recientemente en el contexto del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria. El segundo contiene los detalles de un sencillo modelo de inversión óptima que se utiliza en algunos de los ejercicios cuantitativos presentados en el artículo. Por último, el tercer apéndice contiene el desarrollo formal de uno de los mecanismos mitigadores analizados en la sección cuarta.

## 2 El marco jurídico actual de las cuotas participativas

Junto con la mejora en el gobierno corporativo de las cajas, el objetivo central del RDL 11/2010 es fortalecer los mecanismos de capitalización de estas entidades. En esta sección se revisan, en primer lugar, las novedades que en este ámbito ha introducido el citado Real Decreto-Ley y, a continuación, se presentan los rasgos más reseñables del régimen jurídico en vigor aplicable a las cuotas participativas.

### 2.1 La regulación de los mecanismos de capitalización y reestructuración de las cajas de ahorro

Por un lado, cabe destacar que la nueva regulación abre la posibilidad del ejercicio indirecto de la actividad financiera de las cajas y de la transformación de las mismas en fundaciones de carácter especial. Por otro lado, se revisa la regulación de las cuotas participativas y de los Sistemas Institucionales de Protección (SIP).

Conviene señalar, no obstante, que las cuotas participativas y los SIP no son figuras estrictamente novedosas<sup>1</sup>. Entre las iniciativas para el sector financiero del Real Decreto-Ley 6/2010, de 9 de abril, de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo, se estableció el nuevo régimen aplicable a los SIP que se creen entre las entidades de crédito con objeto de garantizar la máxima seguridad jurídica de las operaciones de este tipo<sup>2</sup>. La nueva redacción dada por el Real Decreto-Ley 11/2010 pretende acentuar la estabilidad y el carácter irreversible de los SIP.

---

1 Los SIP representan un acuerdo contractual entre varias entidades de crédito por el que las mismas establecen un compromiso mutuo de solvencia y liquidez a través de fondos inmediatamente disponibles y ponen en común una parte significativa de sus resultados. Debe haber una entidad central del sistema, que será la responsable del cumplimiento de los requerimientos regulatorios del SIP.

2 El Real Decreto-Ley 6/2010, de 9 de abril, de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo, da un nuevo régimen jurídico a los sistemas institucionales de protección (SIP) mediante la modificación del artículo 8 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros. Este nuevo régimen jurídico de los SIP viene a dotar de seguridad jurídica y regulación propia a una figura clave en la reestructuración del sistema financiero español que, hasta la aprobación de esta norma, carecía prácticamente de

En particular, los SIP integrados por cajas de ahorro tendrán necesariamente la forma de bancos (la norma dice que la entidad central tendrá la naturaleza de sociedad anónima), sobre los que las cajas integrantes retendrán, al menos, el 50% de sus derechos de voto.

Las modalidades de ejercicio indirecto de la actividad financiera introducidas por el Real Decreto-Ley 11/2010 ofrecen nuevas alternativas a las cajas de ahorro en su proceso de reestructuración. Por un lado, las cajas podrán desarrollar su objeto propio como entidad de crédito a través de una entidad bancaria de la que posean al menos el 50% de sus derechos de voto, pero conservando su naturaleza de entidad de crédito y de caja de ahorros. Alternativamente, las cajas podrán segregar la actividad financiera en un banco y la actividad benéfico-social en una fundación especial que sería accionista del banco.

En relación a las cuotas participativas, la nueva regulación no ha introducido novedades reseñables en cuanto a su naturaleza, en la medida en que estos instrumentos siguen siendo activos financieros de renta variable que computan como recursos propios de la más alta calidad en cuanto a su capacidad de absorción de pérdidas. Estos instrumentos continúan siendo una opción reservada exclusivamente a las entidades de crédito que mantengan la naturaleza de caja de ahorros. No obstante, al reconocer la opción de emitir cuotas con derechos políticos, el RDL 11/2010 acerca estos instrumentos a la figura de las acciones de las sociedades anónimas, si bien todavía persisten diferencias notables entre estos dos tipos de activos, como se analiza más adelante en este artículo.

## 2.2 El régimen jurídico de las cuotas participativas

En 1988 se introdujo la figura de las cuotas participativas mediante la reforma del Art. 7 de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, que posteriormente desarrolló el Real Decreto 664/1990, de 25 de mayo, sobre cuotas participativas de las cajas de ahorro. Bajo esta normativa, sin embargo, sólo hubo una emisión de «cuotas asociativas», que en 1998 realizó la Confederación Española de Cajas de Ahorro (CECA) y que únicamente podían ser suscritas por las propias cajas.

Posteriormente, la Ley 44/2002, de medidas de reforma del sistema financiero, dio una nueva redacción al mismo artículo 7, y un nuevo Real Decreto 302/2004, sobre cuotas participativas de las cajas de ahorro, derogó el anterior. Dentro de aquel marco, las cuotas participativas fueron concebidas como valores negociables representativos de aportaciones dinerarias de duración indefinida, que únicamente podían ser emitidos por cajas de ahorro, y que obligatoriamente debían cotizar en un mercado secundario organizado<sup>3</sup>.

---

una regulación sustantiva, a excepción de los breves preceptos que dedica a sus efectos la normativa sobre recursos propios de las entidades de crédito.

3 En el apéndice I se describen los principales detalles de varias operaciones recientes de emisión de cuotas participativas, incluyendo la de la CAM en 2008 y otras actuaciones en el marco del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB).

Desde el origen de estos valores hasta la aprobación del RDL 11/2010, las cuotas participativas carecían de todo derecho político. Esto implicaba, principalmente, que los cuotapartícipes no gozaban de derecho de voto alguno ni de asistencia a la Asamblea general de la caja y, por tanto, no podían intervenir en las decisiones que les afectaban, como, por ejemplo, la política de remuneración económica de los cuotapartícipes. En este aspecto crucial residía uno de los motivos de mayor divergencia con las acciones ordinarias de una sociedad anónima en el anterior marco regulatorio, ya que la rentabilidad de las cuotas estaba parcialmente determinada por posibles actuaciones discrecionales que la caja podía llevar a cabo sin contar con estos inversores.

Más aún, a pesar de la ausencia por ley de derechos políticos y del hecho de que el volumen de cuotas en circulación no pudiese superar el 50% del patrimonio de la caja, quedaba prohibido el control directo o indirecto superior al 5% de las cuotas por cualquier inversor y, en caso de superarse este umbral, se suspendían todos los derechos económicos. Además, la constitución de un sindicato de cuotapartícipes, que podía servir como instrumento para la defensa de los intereses de los mismos y de interlocución de este colectivo frente a la caja, era una decisión que competía exclusivamente a la entidad.

En cuanto a las condiciones de emisión de nuevas cuotas, que siguen vigentes después de la aprobación del RDL 11/2010, cabe señalar que la caja tiene que estimar el valor económico o valor de mercado de las cuotas a emitir, que servirá para establecer la prima de emisión de los valores<sup>4</sup>. El precio de emisión de las cuotas se compone del valor nominal más la prima de emisión y esta última se distribuye entre las reservas generales de la caja (recursos de la caja) y el Fondo de reserva de los cuotapartícipes (recursos de los inversores). En el proceso de emisión de cuotas se crearán los siguientes tres fondos o partidas contables:

- El Fondo de participación, igual a la suma del valor nominal de las cuotas.
- El Fondo de reserva de los cuotapartícipes, dotado con un porcentaje de la prima de emisión de las cuotas y, posteriormente, con la parte del excedente de libre disposición de los cuotapartícipes que no les sea satisfecha en efectivo ni destinada al Fondo de estabilización.
- Voluntariamente, la caja podrá constituir un Fondo de estabilización que se dotará con una parte del excedente de libre disposición de los cuotapartícipes y cuyos recursos podrán ser distribuidos entre los inversores para evitar las fluctuaciones excesivas en la retribución de las cuotas.

Las cuotas confieren a sus titulares los siguientes derechos económicos:

- Derecho a obtener una remuneración variable y no acumulativa, participando en el reparto del excedente de libre disposición de la caja en proporción a su

---

<sup>4</sup> A lo largo de este artículo se utilizan indistintamente, como equivalentes, los términos *valor económico* y *valor de mercado*, en referencia al valor fundamental de un entidad para sus propietarios, que se correspondería, teóricamente, con el flujo neto descontado de los beneficios futuros de dicha entidad.



participación en el patrimonio<sup>5</sup>. Anualmente la Asamblea general de la caja acordará el reparto del resultado o excedente de libre disposición entre sus reservas, la obra social y los cuotapartícipes. La Asamblea tendrá en cuenta el coeficiente de solvencia de la caja a la hora de acordar la distribución. La Ley 13/1985 prevé que, como máximo, las cajas destinen a la obra benéfico-social un 50% de la parte del excedente de libre disposición que no sea atribuible a los cuotapartícipes.

- Derecho de suscripción preferente en nuevas emisiones de cuotas, salvo que éste sea suprimido por la Asamblea general de la caja. A diferencia de las acciones, no existe la posibilidad de emitir cuotas liberadas y por tanto tampoco tienen derecho de asignación gratuita.
- Derecho a obtener el valor liquidativo en caso de liquidación de la caja, definido como la parte que corresponda a cada cuota de sus tres fondos minorada o incrementada por la parte que le sea atribuible de la pérdida o beneficio del balance de liquidación no distribuido anteriormente.
- En caso de fusión de la caja emisora, derecho a ceder las cuotas a la caja y obtener el valor de mercado, entendido como la media de la cotización de las 30 últimas sesiones o, si esto no fuera posible, la valoración efectuada por un auditor de cuentas independiente.

Por el lado de las obligaciones las cuotas se aplican a compensar pérdidas de la caja emisora en la misma proporción y orden que su fondo fundacional y sus reservas, pudiendo llegar al extremo de que la compensación de pérdidas con cargo a las cuotas consuma la totalidad de los fondos de las mismas.

El principal elemento novedoso, contenido en el Real Decreto-Ley 11/2010, en lo que atañe a las cuotas participativas, consiste en la posibilidad de emitir cuotas con derechos políticos, que se concretan en:

- El derecho de representación (con voz y voto) de los cuotapartícipes en los órganos de gobierno de la caja, que será proporcional al porcentaje que supongan las cuotas sobre el patrimonio de la caja.
- El derecho a impugnar los acuerdos adoptados por la Asamblea general o por el Consejo de administración en los mismos términos que lo hacen los accionistas de una sociedad anónima.
- El derecho de información de los cuotapartícipes que representen al menos un 5% de las cuotas en circulación acerca de asuntos de su interés.

Además, se suprime la figura del sindicato de cuotapartícipes y la obligatoriedad de cotizar sólo afecta a las emisiones de cuotas dirigidas al público en general. También se elimina el límite del 5% a la tenencia máxima de cuotas por un único cuotapartí-

---

5 El criterio de distribución de la parte del excedente correspondiente a las cuotas se analiza en la siguiente sección.

cipe. Por otro lado, aunque no les será de aplicación el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, sí se adherirán al régimen de control de participaciones significativas en entidades de crédito previsto en la Ley 26/1988, de 29 de junio, de disciplina e intervención de las entidades de crédito.

Por otro lado, el nuevo RDL 11/2010 subraya notoriamente el principio de libertad de emisión de las cuotas, por el que las emisiones de estos valores no requerirán autorización administrativa previa. Tampoco la retribución anual de las cuotas y su distribución requerirán de ninguna autorización administrativa en el ámbito de la ordenación del crédito, sin perjuicio de las atribuciones del Banco de España en el ejercicio de sus funciones.

En caso de fusión, las cuotas de la entidad que se extinga se canjearán por cuotas de la caja resultante de la fusión, de forma que el valor económico de sus derechos no sufra alteración. Con esta modificación, en el nuevo marco normativo los potenciales cotapartícipes pierden el derecho a ceder sus cuotas a la caja al valor de mercado que contemplaba la anterior normativa.

El resto de las normas aplicables a las cuotas se mantienen inalteradas, incluyendo la condición de que el volumen de cuotas en circulación no supere el 50% del patrimonio de la caja.

### 3 El mecanismo de reparto del excedente: El «efecto dilución» y el «sesgo distributivo»

El artículo 2 del RDL 11/2010 establece que las cuotas participativas confieren a sus titulares el derecho de participación en el reparto del excedente de libre disposición de la caja en la proporción que el volumen de cuotas en circulación suponga sobre el patrimonio de la caja más el volumen de cuotas en circulación. A estos efectos, el patrimonio de la caja se define como la suma del Fondo fundacional, las reservas generales de la caja y el Fondo para riesgos bancarios generales, mientras que el volumen de cuotas en circulación se corresponde con la suma del Fondo de participación y el Fondo de reserva de cotapartícipes y el Fondo de estabilización de las emisiones de cuotas participativas en circulación. Así, la proporción del excedente de libre disposición asignada a los cotapartícipes, en una fecha genérica  $t$ , denotada por  $s_t$ , puede expresarse como

$$s_t = \frac{CP_t}{CP_t + PAT_t} \quad (1),$$

donde  $CP_t$  es el volumen total de cuotas participativas y  $PAT_t$  es el patrimonio de la caja antes del reparto de dividendos.

Por su parte, el artículo 9 del Real Decreto 302/2004 establece que el porcentaje de retribución de las cuotas participativas sobre su parte en el excedente de libre disposición no podrá ser inferior, en cada ejercicio, al porcentaje que se atribuya a la obra

benéfico-social sobre la parte del excedente de libre disposición que no corresponda a las cuotas participativas, ni superior al 50 por ciento<sup>6</sup>.

De este modo, la posibilidad de otorgar una mayor retribución en efectivo a las cuotas participativas que a la obra benéfico-social implícita en esta normativa puede entenderse como un deseo del legislador por configurar un mecanismo dirigido a equilibrar los dos objetivos siguientes: por un lado, dotar a estas entidades de mecanismos sólidos de capitalización orgánica, mediante la imposición genérica de límites máximos a la tasa total de distribución de beneficios, y, por otro lado, lograr que las cuotas participativas sean un instrumento de ahorro atractivo para los inversores, en la medida en que esta regulación permite implícitamente que la parte del excedente a distribuir en efectivo entre los cuotapartícipes sea superior a la asignable a la obra benéfico-social.

Alcanzar el equilibrio anterior plantea, no obstante, varias cuestiones de naturaleza técnica que conviene tener presentes a la hora de evaluar los posibles efectos del sistema de reparto del excedente previsto en la normativa. En concreto, el hecho de que el sistema de retribución descrito permita, con carácter general, tasas de reinversión del excedente superiores en el caso del patrimonio de la caja que en el de las cuotas implica que el peso relativo del volumen de cuotas con respecto al patrimonio,  $s_t$ , puede disminuir de manera automática a lo largo del tiempo. Así, en ausencia de algún mecanismo corrector, este «efecto dilución» lleva aparejada una pérdida relativa de los derechos económicos y políticos de los cuotapartícipes.

El anterior efecto dilución, además, tiende a provocar sesgos en la distribución del excedente de las cajas de ahorro. En efecto, puesto que el computo del interés económico de los cuotapartícipes se realiza conforme al valor en libros (o valor contable) del volumen de cuotas, y no en base a su valor de mercado, cabe esperar que la dilución de derechos de este colectivo ocasione distorsiones intertemporales en la atribución de los resultados de la entidad, tal y como se analiza a continuación.

En el caso quizá más frecuente, en el que el aumento del valor de mercado del *stock* total de cuotas durante un ejercicio dado, incluyendo las reservas de los cuotapartícipes, sea superior al incremento de su valor en libros (por la existencia, por ejemplo, de plusvalías latentes generadas en ese ejercicio), el «exceso» de dilución del peso relativo de los cuotapartícipes que se produce como consecuencia de basar la regla de reparto del excedente en el valor en libros y no en el valor de mercado de las cuotas se traducirá en una pérdida paulatina del excedente asignable a estos instrumentos. El siguiente ejemplo ilustra cómo se produce este tipo de distorsión intertemporal o «sesgo distributivo».

*Ejemplo.* Considérese que al comienzo de un determinado periodo  $t$  el patrimonio de la caja y el volumen de cuotas en circulación ascienden ambos, en términos de su valor en libros, a 125 euros. Esto es, de acuerdo con la ecuación 1, se tiene que  $CP_t = PAT_t = 125$  euros y, por tanto,  $s_t = 50\%$ . Además, asúmase que el mecanismo de re-

---

6 No obstante, ese mismo artículo establece que el Banco de España podrá autorizar, a solicitud de la caja, porcentajes de retribución superiores al citado 50% siempre que dichas decisiones no debiliten de manera apreciable la solvencia de la entidad.

parto de resultados es tal que el porcentaje de retribución de las cuotas participativas sobre su parte en el excedente de libre disposición o ratio *pay-out* es del 50%, mientras que este porcentaje es únicamente del 25% para el caso de la obra benéfico-social. Finalmente, supóngase que el *beneficio contable* generado durante el periodo de referencia es de 80 euros mientras que, debido a la existencia de plusvalías latentes de 20 euros, el *beneficio económico* asciende a 100 euros.

Con las hipótesis anteriores, los cuotapartícipes recibirán una retribución efectiva de 20 euros ( $50\% \times 50\% \times 80$  euros) y el peso relativo de las cuotas participativas en los recursos totales de la caja, después del reparto de beneficios, ascenderá al 48,3%. Este porcentaje resulta de actualizar la fórmula del cómputo del interés neto de los cuotapartícipes, tal y como se recoge en la ecuación (1), teniendo en cuenta que el valor en libros de las cuotas en circulación al final del ejercicio  $t$ ,  $CP_{t+1}$ , ha aumentado en 20 euros (esto es, la proporción del beneficio contable atribuible a los cuotapartícipes que no se les ha distribuido) mientras que el valor en libros del patrimonio de la caja,  $PAT_{t+1}$ , se ha visto incrementado en 30 euros. Esta pérdida en el interés relativo de los cuotapartícipes ilustra el efecto dilución antes mencionado.

Adicionalmente, el hecho de que una parte de las plusvalías generadas durante el periodo  $t$ , en el que la participación de los cuotapartícipes en los fondos propios totales de la caja ascendía al 50%, sólo se reconozcan y distribuyan o imputen a reservas en un periodo posterior, en el que necesariamente el anterior porcentaje caerá, da lugar al mencionado sesgo distributivo. Para obtener más intuición acerca de cómo se materializa este sesgo, conviene considerar, en primer lugar, cual sería la rentabilidad de la inversión para los cuotapartícipes durante el periodo  $t$  en ausencia de dicho sesgo. Para ello, considérese, por ejemplo, que todas las plusvalías generadas en el periodo se reconocen al final del mismo y, por consiguiente, el beneficio económico y el beneficio contable son iguales (por ejemplo, en ambos casos el beneficio asciende a 100 euros). En ese caso, de acuerdo con la política de dividendos descrita antes, los cuotapartícipes recibirían una retribución efectiva de 25 euros ( $50\% \times 50\% \times 100$  euros) y un aumento en sus reservas también de 25 euros. Por tanto, los cuotapartícipes recibirían una retribución total de 50 euros.

Por el contrario, en el caso con plusvalías latentes, asumiendo, por ejemplo, que las plusvalías del ejercicio corriente se reconocen en el periodo siguiente, el beneficio originado en el periodo actual y efectivamente imputado a los cuotapartícipes ascendería a 49,6 euros, correspondientes a la suma de las siguientes cantidades: 20 euros distribuidos en efectivo al final del ejercicio corriente, 20 euros asignados a reservas de los cuotapartícipes y el 48,3% de las plusvalías reconocidas en el siguiente periodo, que ascienden en total a 20 euros<sup>7</sup>, con lo que la retribución total caería por debajo de los 50 euros que se obtendrían si las plusvalías latentes se asignaran de acuerdo a la participación relativa de los cuotapartícipes durante el ejercicio en que se generan esas plusvalías (que es del 50%).

---

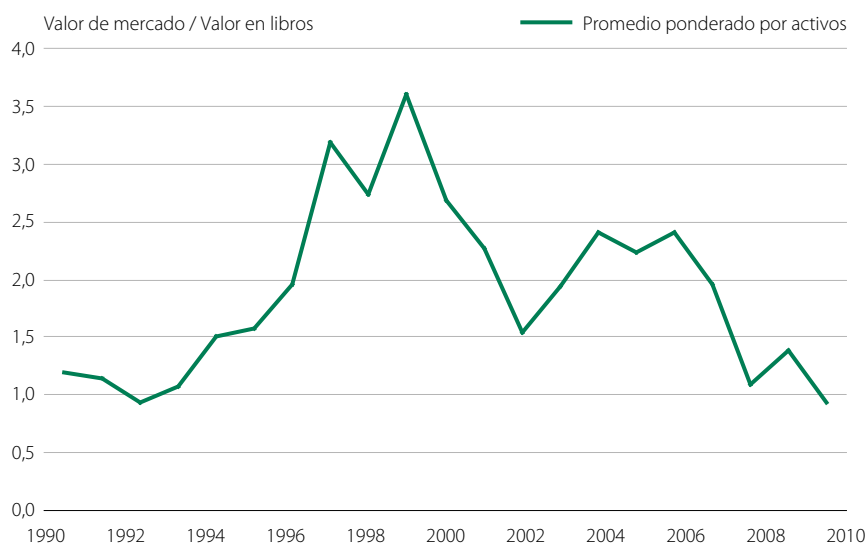
7 Por simplicidad, en estas operaciones se está obviando el factor de descuento intertemporal o, en términos equivalentes, se está asumiendo que el importe de las plusvalías no reconocidas en el ejercicio en curso crece a una tasa igual a la tasa de descuento que aplican los cuotapartícipes a los flujos de caja futuros.

Por otro lado, el hecho de que el beneficio contable sea inferior al económico tiende a aumentar la dilución provocada por la asimetría en la política de distribución del excedente. Continuando con el ejemplo anterior, si todas las plusvalías se reconociesen en el ejercicio en que se generan, la participación de los cuotapartícipes en el patrimonio total de la caja después del reparto del excedente del ejercicio en cuestión ascendería al 48,4%, frente al 48,3% que se obtiene en el caso en el que existe retraso en el reconocimiento de todas las plusvalías, al tener en cuenta que el volumen de cuotas en circulación al final del ejercicio,  $CP_{t+1}$ , habría aumentado en 30 euros; esto es, la proporción del beneficio económico, en lugar de contable, atribuible a los cuotapartícipes y que no se les ha distribuido, mientras que el patrimonio de la caja,  $PAT_{t+1}$ , se habría incrementado en 40 euros.

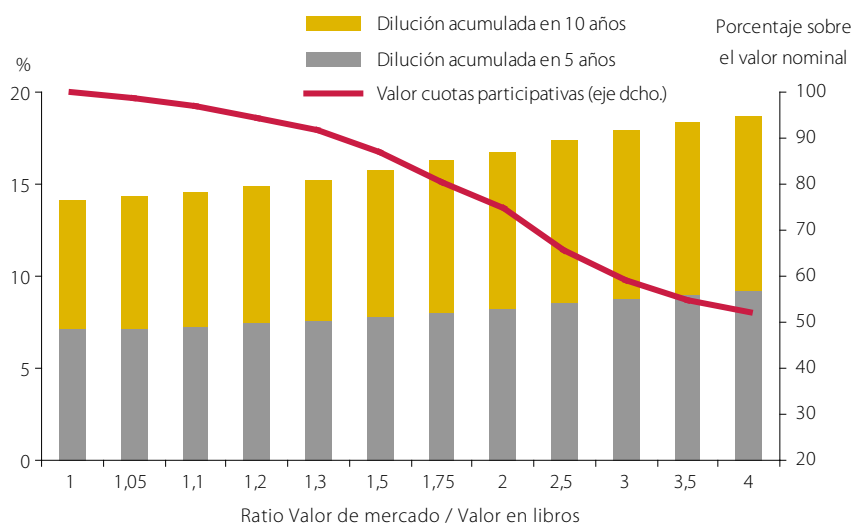
A pesar de que en el ejemplo anterior las magnitudes relativas a los efectos del sesgo distributivo sobre la pérdida de valor absoluto para los cuotapartícipes y sobre el grado de dilución de su participación son aparentemente modestas, conviene subrayar que estos efectos tienen un carácter acumulativo en el tiempo, de tal manera que su impacto total puede ser sustancial, especialmente, cuando las plusvalías o minusvalías latentes que mantiene la caja son significativas. En este sentido, la evidencia disponible muestra que las diferencias a lo largo del tiempo entre el valor en libros y el valor de mercado en el caso de entidades financieras pueden ser sustanciales. El gráfico 1 contiene la serie histórica para los bancos españoles que cotizan en bolsa de la ratio media entre el valor de mercado y el valor en libros. Este gráfico ilustra dos observaciones importantes. En primer lugar, la magnitud de la diferencia entre el valor de mercado y valor en libros de una entidad de crédito puede llegar a ser cuantiosa y, en segundo lugar, la volatilidad de estas diferencias es, asimismo, muy elevada.

### Valor de mercado y valor en libros de los bancos españoles

GRÁFICO 1



Fuente: Elaboración propia.



Fuente: Elaboración propia.

Con el propósito de estimar, de manera aproximada, cuál sería el impacto de la diferencia entre valor económico y valor en libros, tanto en términos de su efecto amplificador sobre la dilución de los intereses de los cuotapartícipes como de su impacto en el valor de las cuotas participativas, en el gráfico 2 se presentan los resultados de varios ejercicios numéricos realizados con la ayuda de un sencillo modelo de valoración (el apéndice II, al final del artículo, contiene los detalles de este modelo). En concreto, estos ejercicios muestran cómo el efecto dilución adicional que provoca el sesgo distributivo aumenta conforme las diferencias sostenidas entre valor de mercado y valor en libros de la entidad crecen. Y, aunque esta dilución adicional no parece tener una magnitud de primer orden (al menos, en horizontes temporales de amplitud moderada), su efecto sobre la valoración de las cuotas sí es muy reseñable. Por ejemplo, si la ratio entre valor económico y valor en libros alcanzase de manera sostenida un valor de tres veces y media (un valor que coincide con el máximo histórico de esta serie para los bancos españoles; véase el gráfico 1), el valor de las cuotas alcanzaría solamente el 54,7% de su valor nominal.

Por otro lado, el sesgo distributivo introduce un importante elemento de complejidad a la hora de valorar las cuotas participativas. Como se ha puesto de relieve en el ejemplo anterior, la interacción entre el efecto dilución y las diferencias entre magnitudes económicas y contables provoca que la proporción del resultado que efectivamente se atribuye a los cuotapartícipes dependa del momento en que los resultados latentes sean reconocidos y distribuidos entre las partes. Esta última particularidad introduce una dificultad considerable en los análisis del perfil de riesgo y de valoración de las cuotas, cuyo valor dependerá de variables difícilmente predecibles, como son las divergencias entre resultado contable y económico o el momento del reconocimiento y reparto de las plusvalías o minusvalías latentes. En este sentido, conviene tener presente que, como se ha señalado antes, la evidencia empírica más cercana, relativa a bancos españoles, muestra que las divergencias entre magnitudes económicas y contables normalmente son muy volátiles (véase gráfico 1). Por otro lado, el hecho de que el momento de reconocimiento de los resul-

tados latentes tenga efectos redistributivos entre las partes hace que la decisión de reconocimiento y distribución de resultados esté potencialmente sujeta a complejos conflictos de intereses.

El consiguiente incremento en la complejidad de estos instrumentos puede tener una incidencia relativamente mayor en la base inversora minorista, que normalmente cuenta con una capacidad de análisis de instrumentos financieros complejos más reducida. Asimismo, un mayor nivel de complejidad puede suponer un obstáculo para lograr mayor disciplina de mercado, ya que el precio de las cuotas recogerá, como se ha indicado anteriormente, una serie de factores que no están directamente ligados a las perspectivas sobre los resultados de la institución ni a la calidad en la gestión de cada entidad.

Adicionalmente, la dilución de los derechos políticos de las cuotas constituye un claro obstáculo para que los inversores con vocación de control encuentren atractivos estos instrumentos, en la medida en que el sistema de atribución de derechos implica una reducción del peso de los cuotaparticipes de los órganos de gestión de la caja. Esta característica, unida al hecho de que el artículo 2 del RDL 11/2010 prohíbe expresamente la formulación de opas sobre las cajas de ahorros tenderá, asimismo, a reducir el atractivo de estos instrumentos incluso para inversores que no tengan objetivo de control, puesto que la prima de gestión que normalmente incorpora el valor de una acción ordinaria de una sociedad anónima será, en el caso de las cuotas, reducida.

Frente a las fricciones anteriores provocadas por la dilución de los derechos de los cuotaparticipes, el legislador ha previsto la posibilidad de que se apliquen mecanismos que mitiguen dicha dilución. Así, el artículo 9 del Real Decreto 302/2004 establece que «las cajas podrán adoptar medidas destinadas a atenuar el efecto de las diferencias en los porcentajes de retribución a los cuotaparticipes y de dotación a la obra social, sobre el porcentaje del excedente de libre disposición que corresponda a los cuotaparticipes». No obstante, este precepto legal no prevé ningún instrumento concreto que pueda atenuar estas diferencias. Con este objetivo, en la siguiente sección se exploran varios mecanismos que pueden suavizar, al menos parcialmente, los elementos de complejidad, y la consiguiente pérdida de atractivo relativo de las cuotas participativas, analizados hasta el momento.

## **4 Mecanismos mitigadores de los efectos de la dilución de derechos de los cuotaparticipes**

En esta sección se analizan dos mecanismos que pueden corregir el sesgo distributivo analizado anteriormente. El primero de ellos corrige el sesgo distributivo directamente mediante un ajuste en la fórmula del cómputo de los intereses económicos de los cuotaparticipes. El segundo mecanismo consiste en la concesión a estos inversores de la opción de mantener sus derechos económicos y políticos en la caja, para lo cual se analiza un sistema de reparto del excedente, basado parcialmente en la emisión de nuevas cuotas, que reduce la intensidad del efecto dilución.

## 4.1 Ajustes valorativos en el reparto del excedente

Puesto que el sesgo distributivo se produce como consecuencia de la utilización de una regla para la distribución del excedente basada en magnitudes contables (valor en libros de las cuotas), y no económicas (valor de mercado de las cuotas), una modificación de dicha regla que permita la asignación de los derechos económicos y políticos relativos en base a valores de mercado eliminaría dicho sesgo. De este modo, tal y como se ha ilustrado en el ejemplo de la sección anterior, en una situación en la que durante un periodo el resultado contable es, por ejemplo, inferior al económico, al tener en cuenta que el valor de mercado de las cuotas y del patrimonio de la caja al final de ese periodo serán superiores a sus valores en libros, el efecto dilución sobre las cuotas será inferior y la valoración de éstas más sencilla.

En concreto, la siguiente fórmula para la actualización de la regla de reparto del excedente alcanzaría el objetivo anterior de eliminación del sesgo distributivo:

$$s_t = \frac{\left( \text{valor de mercado de las cuotas} \right)_{t-1} + \left( \text{excedente económico de los cuotapartícipes no distribuido} \right)_{t-1}}{\left( \text{valor de mercado de las cuotas} \right)_{t-1} / s_{t-1} + \left( \text{excedente económico total no distribuido} \right)_{t-1}} \quad (2);$$

La principal virtud de esta fórmula reside en que su aplicación, teóricamente, debería permitir que la valoración de estos instrumentos se llevase a cabo siguiendo los mismos principios básicos que se utilizan para valorar cualquier acción de una sociedad anónima. En particular, puesto que la corriente total de beneficios atribuible a los cuotapartícipes dejaría de depender de las discrepancias entre valores en libros y valores de mercado y del momento de reconocimiento y distribución de los resultados latentes, en ausencia de cualquier otra distorsión de carácter más general, el valor de mercado de las cuotas reflejaría únicamente el valor descontado de la parte correspondiente de los beneficios económicos generados por la caja.

En resumen, la aplicación del ajuste a la regla de reparto del excedente contenida en la expresión (2) previsiblemente favorecería la asimilación de las cuotas participativas por parte de inversores y analistas, al hacer estos instrumentos similares, en cuanto a su valoración, a las acciones ordinarias de una sociedad cotizada. Como se muestra en detalle en el apéndice III, este tipo de ajuste puede implementarse mediante una serie de cálculos sencillos en los que se emplea información que, en principio, debería poder obtenerse directamente con base en datos de mercado.

## 4.2 Concesión de una opción de remuneración a los cuotapartícipes en forma de nuevas cuotas

La dilución automática de los derechos de los cuotapartícipes puede mitigarse, y con ella el sesgo distributivo, concediendo a estos inversores la opción de mantener sus derechos en la caja a lo largo del tiempo. De acuerdo a esta idea general, a continuación se presenta un sistema de reparto del excedente que está basado en la concesión de una opción que permite a los cuotapartícipes percibir una parte de sus dividendos en forma de nuevas cuotas participativas.



En concreto, este sistema de reparto implica que el ejercicio completo de la opción conlleva, exactamente, la preservación del peso de sus derechos económicos y políticos tras la distribución de beneficios. Por tanto, este mecanismo otorga a los cuotapartícipes la posibilidad de aplicar, si así lo desean, una tasa de reinversión de beneficios similar a la practicada por el patrimonio de la caja, percibiendo un nivel de dividendos en efectivo equivalente, en términos relativos, al excedente asignado a la obra social.

Formalmente, un esquema de este tipo puede implementarse mediante una regla de pago de distribución del excedente de los cuotapartícipes que combine los dos elementos siguientes:

- un tramo mínimo de retribución en efectivo, denotada por  $DIV_{t,1}^{CP}$ , que cumpla la siguiente igualdad

$$\frac{DIV_{t,1}^{CP}}{CP_t} = \frac{DIV_t^{OBS}}{PAT_t} \quad (3),$$

de tal modo que la proporción que dicho tramo mínimo representa sobre el volumen de cuotas coincide con la proporción que representa la asignación de la parte del excedente del patrimonio de la caja a la obra benéfico-social sobre el patrimonio de la caja.

- un tramo restante, denotado por  $DIV_{t,2}^{CP}$ , hasta agotar el objetivo de *pay-out* (proporción de beneficios distribuidos sobre el total generado) para los cuotapartícipes, que puede tomar la forma de remuneración en efectivo (como el tramo anterior) o en forma de nuevas cuotas participativas, valoradas éstas de acuerdo a su valor en libros. En términos formales, el importe conjunto de los dos tramos debe satisfacer la siguiente igualdad,

$$x_t^{CP} s_t \pi_t = DIV_{t,1}^{CP} + DIV_{t,2}^{CP} \quad (4),$$

donde  $x_t^{CP}$ , es la ratio *pay-out* aplicada a los cuotapartícipes y  $\pi_t$  es el beneficio contable del periodo. Así, la anterior expresión establece que la suma de ambos tramos agota el *pay-out* previsto para el periodo en cuestión.

En cuanto a la decisión de los cuotapartícipes de ejercitar o no la opción de recibir parte de la remuneración en forma de cuotas, resulta claro que cuando el valor de mercado de éstas esté por encima de su valor en libros será óptimo recibir el segundo tramo de la retribución en forma de nuevas cuotas. En ese caso, el aumento en el volumen de cuotas (adicional a la proporción del excedente de los cuotapartícipes no distribuida,  $1 - x_t^{CP}$ ), denotado por  $\Delta CP_{t+1}^{Opción}$ , será igual a  $DIV_{t,2}^{CP}$ . De este modo, el excedente asignado a los cuotapartícipes distribuido en efectivo será, simplemente,  $DIV_{t,1}^{CP}$ , que coincide con la proporción correspondiente en el caso de la obra social, por lo que la tasa de reinversión de beneficios en la entidad practicada por estos inversores será idéntica a la aplicada por el patrimonio de la caja, de modo que no se producirá la dilución de los derechos de los cuotapartícipes.

En el caso contrario, en el que en el momento del reparto del excedente el valor en libros de las cuotas está por encima del valor de mercado, que de acuerdo a la evidencia mostrada en el gráfico 1 podría darse de forma mucho menos frecuente, la decisión de los cuotapartícipes es algo más compleja. En concreto, si la diferencia entre valor en libros y valor de mercado no es demasiado elevada o se espera que no persista durante un largo periodo, entonces puede seguir siendo óptimo para estos inversores percibir el segundo tramo de remuneración en forma de nuevas cuotas. Intuitivamente, el hecho de que la decisión de no ejercer esta última opción tenga efectos persistentes, en el sentido en que la dilución a que daría lugar su no ejercicio, en principio, puede ser permanente, implica que la expectativa de retornar en el futuro a una situación en la que el valor en libros de las cuotas caiga por debajo de su valor de mercado puede hacer que la decisión óptima sea, también, ejercer la opción en el momento presente.

El principal atractivo de este mecanismo consiste en dotar a los cuotapartícipes de la posibilidad de mantener el peso de su participación en la caja a lo largo del tiempo y, por consiguiente, mitiga directamente la dilución automática de sus intereses e indirectamente la magnitud del sesgo distributivo. En concreto, en la medida en que la probabilidad de no ejercicio de la opción de remuneración en forma de cuotas sea reducida, el problema de valoración de estos instrumentos se aproximará bastante al de las acciones de una sociedad cotizada puesto que, como se ha señalado antes, aspectos como las diferencias entre valores en libros y valores de mercado o el momento de reconocimiento y distribución de resultados latentes serán entonces menos relevantes<sup>8</sup>.

Por otro lado, cabe destacar que la implementación de este mecanismo está basada en operaciones y activos que son comunes en los mercados financieros (como son el pago de dividendo por medio de acciones y la operativa con opciones), por lo que su aplicación práctica no debería suponer una complejidad adicional.

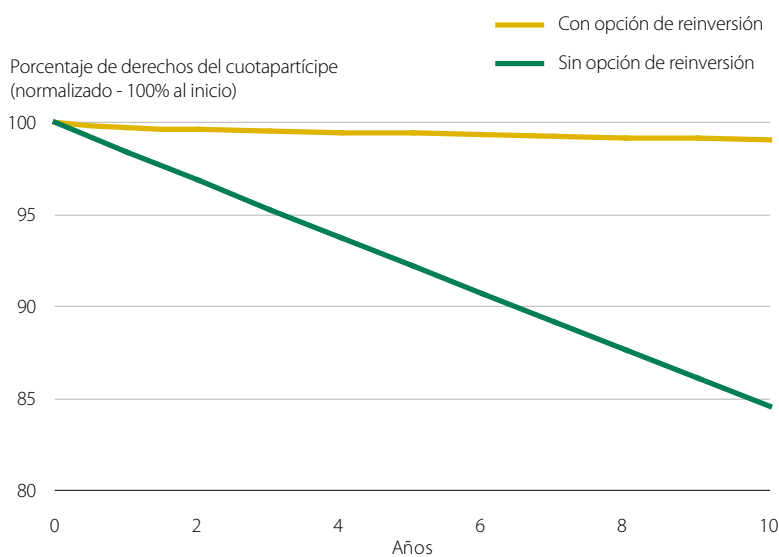
### **Análisis cuantitativo**

Para ilustrar cuál puede ser la incidencia cuantitativa del mecanismo analizado aquí, se han llevado a cabo varias simulaciones numéricas utilizando el modelo de inversión óptima desarrollado en el apéndice II, convenientemente calibrado de acuerdo a la evidencia histórica disponible más relevante. El gráfico 3 muestra cómo la introducción de la opción de recibir parte del dividendo en forma de cuotas altera sustancialmente el ritmo y la magnitud del efecto dilución. En concreto, asumiendo que la caja concede esta opción a los cuotapartícipes, la dilución alcanzaría únicamente un valor del 0,9% de la inversión inicial al cabo de diez años, frente a un 15,21% que se obtendría en ausencia de dicha opción.

---

8 No obstante, *la valoración de la opción* en que se basa este mecanismo sí estaría sujeta a consideraciones relativas a la divergencia entre resultado contable y económico y, también, a la incertidumbre respecto al momento en que las plusvalías o pérdidas latentes son reconocidas.

## Dilución acumulada de derechos en presencia de la opción de reinversión GRÁFICO 3



Fuente: Elaboración propia.

Por otro lado, la presencia de esta opción, puesto que permite eliminar los efectos del sesgo distributivo, añade un mayor valor a las cuotas participativas, lo que hace aumentar su precio teórico y, en consecuencia, la cantidad de recursos que las entidades pueden captar mediante su emisión.

## 5 Conclusiones

En el contexto del vigente marco jurídico de las cajas de ahorros, que ha sido recientemente modificado en varios de sus elementos básicos, y del entorno económico y financiero actual, que ha puesto de manifiesto la necesidad de reforzar la solvencia de algunas de estas entidades, este artículo analiza varios aspectos relativos a las cuotas participativas que pueden emitir las cajas de ahorros.

El objetivo es doble. En primer lugar, se analizan las consecuencias del efecto dilución que el sistema de reparto del excedente de las cajas de ahorro previsto en la normativa actual puede tener sobre los derechos económicos y políticos de los cuotapartícipes y, de forma particular, se señala la elevada complejidad que pueden llevar implícitas las cuotas participativas de las cajas de ahorros. En la medida en que esta dilución puede dar lugar a distorsiones en el reparto de los beneficios de la entidad que dificulten la valoración de las cuotas participativas y puedan llegar a afectar el atractivo inversor de estos instrumentos, parece necesario reflexionar acerca de posibles medidas que mitiguen estas distorsiones o atemperen sus consecuencias más negativas.

Por ello, el segundo objetivo de este artículo consiste en explorar varios mecanismos que pueden mitigar los elementos de complejidad idiosincrática de las cuotas participativas, incluyendo i) la consideración de un sistema de reparto del excedente basado en la noción del valor de mercado de las cuotas, en lugar de su valor en libros

y ii) la concesión de una opción a los cuotapartícipes que les permita percibir una parte del beneficio distribuido en forma de nuevas cuotas. Siguiendo estrategias diferentes, ambos mecanismos representan alternativas factibles desde el punto de vista de su aplicación práctica. En concreto, estos mecanismos cuentan con el potencial para reducir las diferencias que, a efectos de su complejidad valorativa, pueden existir entre las cuotas participativas de una caja de ahorros y las acciones ordinarias de una sociedad anónima.

## Apéndice I. Emisiones recientes de cuotas participativas y actuaciones dentro del marco del FROB

La Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM) fue la primera entidad en realizar una oferta pública de suscripción de cuotas participativas. Así, en julio de 2008, llevó a cabo una emisión de 50 millones de cuotas, que equivalían al 7,5% del patrimonio de la caja. El precio de emisión de las cuotas fue de 5,84 euros, del cual dos euros correspondían al Fondo de participación, 1,56 euros al Fondo de reserva de los cuotapartícipes y 2,28 euros a las reservas generales de la sociedad. Un 69% de esta oferta se colocó entre inversores minoristas.

La política retributiva acordada por esta sociedad para las cuotas supone que la retribución por dividendos (retribución efectiva) a los cuotapartícipes sea porcentualmente mayor (calculada sobre el excedente de libre disposición correspondiente a las cuotas) que la que se destina a la obra benéfico-social. De este modo, el porcentaje de participación de los cuotapartícipes en el patrimonio de la CAM, después del reparto del resultado del ejercicio 2009, se había reducido hasta el 6,94%, por el efecto dilutivo analizado en las secciones tercera y cuarta de este artículo.

Con posterioridad, en el marco de la actual crisis, el Gobierno aprobó la creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) mediante el Real Decreto-Ley 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito (modificado por el Real Decreto-Ley 6/2010, el Real Decreto-Ley 11/2010 y, recientemente, por el RDL 2/2011).

La creación del FROB supuso modificar el artículo 7 de la Ley 13/1985 que regula las cuotas para permitir al FROB aportar recursos propios básicos a las cajas en proceso de reestructuración de forma similar a una adquisición de acciones en el caso de un banco. En estos supuestos se deja sin efecto el límite de tenencia de cuotas por parte de un único inversor del 5% y se dota de derechos políticos a las cuotas participativas que el FROB pudiera adquirir, no siendo transmisible a terceros (tendrá derecho de representación en la Asamblea general en función del porcentaje que supongan las cuotas adquiridas sobre el patrimonio neto de la caja emisora). Además, se simplifican algunos trámites de emisión para su adquisición exclusiva por el FROB (por ejemplo, se suprime el derecho de suscripción preferente) y deja de ser obligatorio que las cuotas coticen en un mercado secundario organizado en tanto sean propiedad del FROB. Esta modificación de la regulación de las cuotas también incluye que en casos de excepcional gravedad para la entidad emisora se podría superar el límite del 50% de cuotas en circulación respecto al patrimonio de la entidad.

El FROB también podrá adquirir participaciones preferentes convertibles en cuotas participativas para reforzar los recursos propios de cajas involucradas en procesos

de integración entre sí y que, en principio, no tengan problemas de viabilidad. En caso de conversión de las participaciones en cuotas, a estas últimas se les aplicarán las mismas especificidades del párrafo anterior. El plazo de conversión inicial es de cinco años extensible a dos años más, si bien el FROB podrá solicitar su conversión en cualquier momento en caso de duda respecto a la situación del emisor.

Tras la intervención de Cajasur por parte del Banco de España durante el mes de mayo de 2010, el FROB suscribió en junio de ese mismo año cuotas de esta entidad por importe de 800 millones de euros, ante la situación de insuficiencia de recursos propios que presentaban. Las cuotas se emitieron a la par, esto es, por su valor nominal, por no existir prima de emisión al tener la caja un valor económico y un patrimonio neto negativos. La participación del FROB como cotapartícipe en el excedente de libre disposición de la caja es del 100%, el mismo porcentaje de representación que corresponderá al FROB en la Asamblea general. Estos valores no cotizan en ningún mercado secundario organizado.

Otras ayudas del FROB a procesos de integración incluyen la suscripción de participaciones preferentes convertibles en cuotas participativas, no cotizadas. Hasta la fecha se han incorporado al registro de anotaciones en cuenta de la CNMV las participaciones preferentes convertibles en cuotas de las siguientes cajas constituidas por fusión:

- Caixa d'Estalvis de Catalunya, Tarragona i Manresa en julio de 2010, por importe de 1.250 millones de euros.
- Caixa D'Estalvis Unió de Caixes de Manlleu, Sabadell i Terrassa (UNNIM), en julio de 2010, por importe de 380 millones de euros.
- Caixa de Aforros de Galicia, Vigo, Ourense e Pontevedra, en diciembre de 2010, por 1.162 millones de euros.

En total, el FROB, hasta mediados de marzo de 2011, ha acordado aportar fondos al sistema bancario español por un importe de 11.559 millones de euros.

## Apéndice II. Un modelo sencillo de inversión óptima

Las principales hipótesis del modelo que se utiliza en los ejercicios cuantitativos presentados en la sección 4 del artículo son las siguientes:

1. Los cuotapartícipes toman sus decisiones de inversión con base en el valor descontado de los flujos de beneficios distribuidos por la caja. En particular, se asume que
  - El horizonte de planificación de los cuotapartícipes es infinito;
  - El factor de descuento medio aplicado por estos inversores coincide con el rendimiento medio esperado de las cuotas<sup>9</sup>.
2. Se asume que los derechos políticos no afectan a la decisión de inversión.
3. Respecto a la política de reparto del excedente seguida por la caja, se asume que:
  - Todos los beneficios económicos obtenidos en un determinado año se distribuyen, siempre que sean positivos, con un lapsus máximo de  $n$  años. En concreto, se asume que en el año de originación del beneficio económico se distribuye una fracción del mismo en forma de dividendos, mientras que  $n$  años después se distribuye la parte restante, que, mientras tanto, quedaría reflejada bien en forma de reservas (beneficios reconocidos no distribuidos), bien en forma de plusvalías o minusvalías no reconocidas contablemente. En todo caso, se asume que la tasa de reinversión de beneficios no es superior al factor de descuento empleado por los cuotapartícipes, lo que implica que el valor actual neto de los beneficios económicos no distribuidos a largo plazo es nulo.
  - Una vez que la caja selecciona una política de reparto del excedente, ésta se mantiene invariable en el tiempo; es decir, la fracción del excedente no atribuible a los cuotapartícipes se reparte entre obra social y patrimonio siguiendo un patrón de reparto constante y el mismo principio se aplica a la parte correspondiente a los cuotapartícipes: el porcentaje de la asignación de fondos entre reservas y distribución de dividendos, con independencia de la composición de estos últimos (efectivo versus nuevas cuotas, en los casos en los que se explora esta posibilidad) es constante en el tiempo.

---

9 Esta hipótesis es consistente con un entorno comúnmente empleado en la literatura financiera en el que i) para un inversor individual el retorno medio de la inversión es igual al retorno marginal y, ii) el inversor forma su cartera igualando los rendimientos marginales de todas sus inversiones, de tal modo que el coste de oportunidad en el margen es idéntico en todas sus inversiones.

4. En base a la evidencia histórica disponible, se han asignado los siguientes valores numéricos a los principales parámetros del modelo:
- El valor promedio del rendimiento sobre fondos propios se ha fijado en el 12,3% anual, que se corresponde con la media observada para el conjunto de las cajas de ahorro españolas durante el periodo 1992-2009. La volatilidad de esta variable se ha estimado, de acuerdo a su desviación típica durante el mismo periodo, en un 65,6%. Además, se asume que las perturbaciones que afectan a esta variable son ruido blanco y siguen una distribución normal.
  - El valor promedio de la diferencia entre el resultado económico y el contable se ha calibrado a partir de la información correspondiente a la muestra de bancos cotizados en el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) en el periodo 1992-2009, alcanzando dicha diferencia un valor del 13,7% del resultado económico<sup>10</sup>. La volatilidad de este valor se ha estimado a partir de su desviación típica (de acuerdo a los datos trimestrales) a lo largo del periodo 1992-2009, resultando en el 93,4%. No obstante, con el objetivo de poder incorporar un número más elevado de observaciones en las que el resultado económico cae por debajo del resultado contable (algo que es más factible en una etapa de recesión, como la actual) del que se derivaría de la hipótesis de normalidad con ruido blanco en las perturbaciones (que es la que se mantiene aquí), se ha considerado conveniente aumentar dicha volatilidad hasta un 120%.
  - El porcentaje promedio de beneficios destinados a la obra social se ha fijado en el 25%, de acuerdo al porcentaje medio de las principales cajas de ahorro desde 2003 hasta 2009.
  - El porcentaje del excedente atribuible a los cuotaparticipes distribuido en forma de dividendos se ha fijado en el 50%, teniendo en cuenta que la ratio de pay-out promedia en el periodo 1992-2009 de las distribuciones de dividendos con cargo a resultados de los bancos cotizados en el IGBM, ponderadas por su capitalización, fue del 51,4% y que el artículo 9 del RD 302/2004 establece que el máximo valor aplicable a las cuotas participativas es del 50%.

Estas dos últimas variables, de acuerdo a la hipótesis anterior de invariabilidad de la política de distribución del excedente introducida anteriormente, se han modelizado como parámetros constantes. Finalmente, se ha fijado  $n = 5$ <sup>11</sup>.

---

10 El promedio del beneficio económico (que incluye los resultados latentes no incluidos en el resultado contable del ejercicio) en ese periodo se estima a partir del promedio de la capitalización del mercado de los bancos cotizados en el IGBM multiplicado por el promedio de una rentabilidad ajustada por riesgo en dicho periodo (8,2%). Esta última variable se ha aproximado por medio de la inversa del PER de los bancos cotizados.

11 Este parámetro no tiene un claro reflejo en la realidad, por lo que su calibración es arbitraria.



## Apéndice III. Eliminación del sesgo distributivo mediante ajustes en la regla de reparto del excedente

Los siguientes dos pasos ilustran cómo puede implementarse, utilizando para ello información de mercado y unos sencillos cálculos, un ajuste a la regla de reparto del excedente contenida en la expresión (2):

Paso 1: Cómputo del valor de mercado de las cuotas y del patrimonio de la caja

El valor de mercado de las cuotas participativas, incluidas las reservas de los cotapartícipes al comienzo del periodo  $t$  (antes de la generación y distribución del beneficio de ese periodo), denotado por  $CP_t^m$ , puede escribirse como

$$CP_t^m = CP_{t-1}^m + (1 - x_{t-1}^{CP})s_{t-1}\pi_{t-1}^e \quad (5),$$

donde  $\pi_{t-1}^e$  es el beneficio económico (que incluye también los resultados latentes) obtenido durante el periodo  $t-1$  y  $x_{t-1}^{CP}$  es la ratio *pay-out* aplicada a los cotapartícipes durante ese periodo. Así, la anterior ecuación (5) establece que el aumento en el *valor de mercado* de las cuotas entre dos fechas cualesquiera,  $t-1$  y  $t$ , puede expresarse como la parte de los beneficios económicos obtenidos en ese intervalo atribuibles a los cotapartícipes, en base a sus intereses económicos en la caja al comienzo del periodo, y no distribuidos al final del mismo; lo que se corresponde con el término  $(1 - x_{t-1}^{CP})s_{t-1}\pi_{t-1}^e$  en la ecuación (5). De forma análoga, la evolución que seguiría el valor fundamental o de mercado del patrimonio de la caja,  $PAT_t^m$ , puede expresarse de acuerdo a la siguiente relación,

$$PAT_t^m = PAT_{t-1}^m + (1 - x_{t-1}^{PAT})(1 - s_{t-1})\pi_{t-1}^e \quad (6),$$

donde  $x_{t-1}^{PAT}$  es la parte del excedente atribuible al patrimonio de la caja que se destina a la obra benéfico-social durante el periodo  $t-1$ .

Finalmente, el valor de mercado total de la entidad, denotado por  $VT_t^m$ , que se define como la suma de  $CP_t^m$  y  $PAT_t^m$  del valor económico de las cuotas participativas y del patrimonio de la caja, puede obtenerse agregando las expresiones anteriores (5) y (6):

$$VT_t^m = VT_{t-1}^m + [(1 - x_{t-1}^{CP})s_{t-1} + (1 - x_{t-1}^{PAT})(1 - s_{t-1})]\pi_{t-1}^e \quad (7).$$

Paso 2: Ajustes en la regla de determinación de los intereses de los cuotapartícipes

Combinando las expresiones (5)-(7), se puede obtener directamente la siguiente versión de la regla de fijación de la proporción del excedente de libre disposición asignada a los cuotapartícipes, contenida en la expresión (1), basada en valores de mercado, en lugar de contables,

$$s_t = \frac{CP_t^m}{VT_t^m} = \frac{CP_{t-1}^m + (1 - x_{t-1}^{CP})s_{t-1}\pi_{t-1}^e}{VT_{t-1}^m + [(1 - x_{t-1}^{CP})s_{t-1} + (1 - x_{t-1}^{PAT})(1 - s_{t-1})]\pi_{t-1}^e} \quad (8).$$

Esta expresión es simplemente un desarrollo formalizado de la expresión (2). La implementación de esta regla modificada, sin embargo, no es directa, puesto que la misma depende del beneficio económico obtenido en el periodo precedente,  $\pi_{t-1}^e$ , que no es una variable que siempre pueda identificarse directamente de forma sencilla. Para sortear este inconveniente, conviene expresar el beneficio económico como función de otras variables que sean observables con cierta facilidad. En particular, teniendo en cuenta que el beneficio económico de una compañía durante un periodo determinado es igual a la suma del incremento en el valor de mercado de esa compañía a lo largo del periodo más los dividendos distribuidos,  $\pi_{t-1}^e$  puede expresarse como

$$\pi_{t-1}^e = VT_t^m - VT_{t-1}^m + DIVT_{t-1} \quad (9),$$

donde  $DIVT_{t-1}$  son los dividendos totales distribuidos por la caja, incluyendo la remuneración en efectivo a los cuotapartícipes y la asignación a la obra benéfico-social. A continuación, utilizando la definición  $s_t = \frac{CP_t^m}{VT_t^m}$  en la expresión (9), es posible expresar el beneficio económico del periodo anterior como

$$\pi_{t-1}^e = s_t CP_t^m - s_{t-1} CP_{t-1}^m + DIVT_{t-1} \quad (10).$$

Esta última expresión tiene la ventaja de mostrar  $\pi_{t-1}^e$  como función de información que, en principio, es directamente accesible por parte de los gestores de la entidad así como de los inversores externos. Por un lado, tanto los dividendos como el peso de las cuotas participativas en el reparto del excedente en el último periodo,  $DIVT_{t-1}$  y  $s_{t-1}$ , respectivamente, son información pública histórica y, por tanto, están disponibles en el momento de computar  $s_t$ . El otro factor importante es el valor de mercado del *stock* total de cuotas al comienzo de los dos últimos periodos (antes del reparto de dividendos del periodo correspondiente),  $CP_t^m$  y  $CP_{t-1}^m$ , que debería ser directamente observable.

De este modo, combinando las ecuaciones (8) y (10) puede obtenerse el valor de la proporción  $s_t$  que corrige el sesgo distributivo, al computarse en base a valores económicos de mercado, utilizando para ello una metodología de cálculo relativamente sencilla que explota únicamente información que normalmente estará disponible al tiempo de determinar dicha proporción.

# La competencia entre mercados regulados de acciones y sistemas multilaterales de negociación en el marco de la MiFID

Cecilio Gil de Blas y M<sup>a</sup> Victoria Villanueva Fresán (\*)

(\*) Cecilio Gil de Blas y M<sup>a</sup> Victoria Villanueva Fresán pertenecen al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.



# 1 Introducción

La Directiva 2004/39/CE, conocida como Directiva MiFID (Markets in Financial Instruments Directive), estableció un nuevo marco de competencia entre los distintos tipos de sistemas de negociación europeos al incluir en su ámbito no sólo a los mercados tradicionales, hoy encuadrados bajo la denominación de mercados regulados, sino también a otras plataformas de negociación como los sistemas multilaterales de negociación (SMN) y los internalizadores sistemáticos. Asimismo, de acuerdo a la pluralidad de sistemas de negociación contemplada, la MiFID obliga a los intermediarios a aplicar el principio de mejor ejecución, según el cual las órdenes deben ejecutarse en las condiciones más favorables para el inversor. Este doble pronunciamiento (el reconocimiento de un sistema plural de infraestructuras de negociación y el principio de mejor ejecución) constituye la piedra angular sobre la que se asienta el actual marco regulador de las infraestructuras europeas de negociación.

Desde que entró en vigor la MiFID el 1 de noviembre de 2007, varios SMN se han instalado en Europa, alcanzando una cuota de mercado significativa. En concreto, a finales de 2010 había 138 SMN registrados en la base de datos del Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR), que a partir de enero de 2011 ha sido sustituido por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (European Securities and Markets Authority, ESMA), y su volumen de negociación suponía en torno al 20% del total contratado en Europa.

En este contexto, el objetivo de este artículo es doble. Por una parte, se analiza la situación en Europa de las distintas plataformas de negociación de acciones al contado tras la entrada en vigor de la MiFID, comparando para ello su importancia en cuanto al volumen negociado. Por otra parte, tras destacar las principales reacciones de los mercados regulados y los movimientos corporativos producidos entre dichas plataformas, se analizan las perspectivas de futuro de estas infraestructuras, que pueden venir determinadas, en parte, por la revisión de la MiFID, cuyo comienzo está previsto para la primera mitad de 2011 y que previsiblemente incorporará nuevas medidas dirigidas a mejorar la transparencia y a crear unas reglas de juego más homogéneas para todas las plataformas.

En cuanto a la organización del artículo, en la sección segunda se exponen los aspectos más importantes de la MiFID en lo que respecta a los procesos de negociación de acciones al contado. En la sección tercera se describe la situación actual, detallando, en primer lugar, cuáles son los principales SMN establecidos en Europa y la actividad llevada a cabo en ellos y, en segundo lugar, su impacto en los mercados regulados y las reacciones de éstos ante la creciente competencia. En la sección cuarta se analizan las últimas recomendaciones que CESR publicó sobre la revisión de la MiFID en lo relativo a los mercados de valores. Por último, en la sección quinta se ofrecen unas breves conclusiones.

## 2 El marco regulatorio: la MiFID

La implantación tanto de la MiFID como de la directiva de nivel 2 que la desarrolla (Directiva 2006/73/CE, por la que se aplica la Directiva 2004/39) ha introducido un cambio sustancial, entre otros aspectos, en los procesos de negociación y contratación de instrumentos financieros a nivel europeo.

Uno de los principales cambios de la MiFID, que entró en vigor el 1 de noviembre de 2007, es el abandono definitivo del denominado «principio de concentración de órdenes» que todavía inspiraba a su antecesora, la Directiva de Servicios de Inversión (DSI)<sup>1</sup>. El artículo 14.3 de la DSI confería a los Estados Miembros el derecho a exigir que las órdenes de compraventa se tramitasen necesariamente a través de un mercado regulado. El principio se apoyaba en la idea de concentrar todas las órdenes sobre un valor en un único mercado para asegurar una transacción justa a todos los inversores que operaran en el mismo momento, con un único precio. Cabe señalar, no obstante, que la DSI daba cierta flexibilidad al principio de concentración dado que el artículo 14.4 señalaba que los Estados debían otorgar a los inversores residentes o establecidos en ellos el derecho a no observarla. Esta flexibilidad se tradujo en distintas aproximaciones de las legislaciones nacionales a la hora de trasponer la Directiva. Así, mientras que el principio de concentración fue impuesto en las legislaciones española, italiana y francesa, Alemania y el Reino Unido permitieron una cierta competencia en los distintos servicios de negociación. Con todo, hasta que entró en vigor la MiFID, la mayoría de los mercados regulados siguieron manteniendo en la práctica una clara hegemonía en la captación de órdenes, con una competencia todavía reducida por parte de los sistemas de negociación alternativos.

El principal objetivo de la MiFID era crear un mercado financiero único eficiente en Europa estableciendo, para ello, un nuevo entorno de competencia en igualdad de condiciones entre los distintos mercados de negociación secundaria. Así, la Directiva pretende eliminar cualquier tipo de exclusividad o privilegio en la negociación, reconociendo la existencia de una pluralidad de centros de ejecución de órdenes. En particular, en la norma española que traspone la MiFID (Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores) se señala que el objetivo final de esta Directiva es aumentar las opciones de los inversores, fomentar la innovación, abaratar los costes de las operaciones y mejorar la eficiencia del proceso de formación de precios a escala comunitaria.

La MiFID regula tres tipos de sistemas de negociación de instrumentos financieros: los mercados regulados, los sistemas multilaterales de negociación y los internalizadores sistemáticos. La Directiva define estas infraestructuras de negociación del siguiente modo:

- **Mercado regulado:** Sistema multilateral, operado o gestionado por un gestor del mercado, que reúne o brinda la posibilidad de reunir (dentro del sistema y según sus normas no discrecionales) los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contra-

---

1 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.

tos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación conforme a sus normas o sistemas, y que está autorizado y funciona de forma regular.

- **Sistema multilateral de negociación:** Sistema multilateral, operado por una empresa de inversión o por un gestor del mercado, que permite reunir (dentro del sistema y según normas no discrecionales) los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos.
- **Internalizador sistemático:** Empresa de inversión que, de forma organizada, frecuente y sistemática, negocia por cuenta propia mediante la ejecución de órdenes de clientes al margen de un mercado regulado o un SMN.

De cualquier forma, los mercados regulados, en la práctica, siguen siendo el punto de referencia para el resto de sistemas de negociación, ya que tienen una mayor transparencia y un proceso de fijación de precios más contrastado. Así, por ejemplo, prácticamente sólo los mercados regulados realizan subastas de apertura y de cierre, y el resto de las plataformas de negociación utilizan como referencia los precios y volúmenes fijados en las mismas. Asimismo, cuando se suspende o excluye un valor de un mercado oficial, de acuerdo con la MiFID, queda automáticamente suspendido o excluido de cualquier SMN o internalizador sistemático.

La aplicación del principio de mejor ejecución, exigido por la MiFID a las empresas de servicios de inversión que ejecutan órdenes por cuenta de sus clientes, también incentiva una mayor competencia entre los distintos sistemas de negociación a nivel europeo. De acuerdo con el principio referido, la Directiva establece que las órdenes deben ejecutarse en las condiciones más favorables para los clientes, teniendo en cuenta, además del precio de ejecución, otros factores tales como los costes (incluidos los de compensación y liquidación), la rapidez o la probabilidad de que la orden se ejecute o liquide. Este enfoque multidimensional respecto a los factores que deben orientar la política de ejecución de las empresas de inversión europeas favorece que los mercados regulados compitan entre sí y con los SMN y los internalizadores sistemáticos a través de los distintos elementos que determinan la calidad de su servicio. Cabe señalar, no obstante, que este enfoque difiere sustancialmente del adoptado en Estados Unidos, donde los resultados a tener en cuenta en la aplicación del principio de mejor ejecución se basan únicamente en el precio de cotización y la obligación de hacerlo cumplir corresponde a los propios sistemas de negociación (para un mayor detalle sobre la regulación, véase SEC, 2005<sup>2</sup>).

Para poder cumplir con el requisito de mejor ejecución, las empresas de inversión europeas necesitan estar conectadas a múltiples plataformas de forma real, con información detallada tanto sobre el precio y el volumen para cada acción como sobre otros factores de mercado (comisiones de negociación, de compensación o incluso los diferentes impuestos existentes en cada legislación). Estos sistemas de redirección de órdenes (denominados *smart order routing*) aseguran la eficiencia en la ejecución de la orden pese a la existencia de mercados fragmentados.

---

2 Securities and Exchange Commission (2005), «Regulation National Market System, Reg NMS», release No. 34-51808, abril de 2005.

Para contrarrestar los efectos negativos de la fragmentación de la liquidez, que puede afectar a la eficiencia en la formación de precios, además de la exigencia de políticas de mejor ejecución a las empresas de inversión, la Directiva contempla otros mecanismos correctores en el ámbito de la información, como el establecimiento de requisitos de transparencia (pre y postnegociación), la fijación de requisitos de comunicación de operaciones y la necesidad de consolidar la información.

Hay que tener en cuenta que la entrada en vigor de la MiFID no sólo supuso una descentralización en el ámbito de la negociación, con el fin de eliminar los monopolios ejercidos por los mercados tradicionales en esta actividad, sino también la descentralización de la información asociada a la misma, antes concentrada en dichos mercados. Así, desde la implantación de la MiFID las empresas de inversión que negocian en un mercado OTC deciden dónde publican tanto la información de prenegociación como la de postnegociación. A este respecto, CESR emitió en febrero de 2007 un conjunto de guías y recomendaciones destinadas a facilitar la consolidación de la información (CESR, 2007<sup>3</sup>). Básicamente, estas guías y recomendaciones pretenden que la información aportada por los diferentes recursos sea fiable y comparable, bajo unos formatos que permitan la consolidación, y que resulte accesible a un coste razonable. Este documento detalla, asimismo, requisitos de pre y postransparencia.

## 3 La situación actual

### 3.1 El crecimiento de los SMN

Desde que entró en vigor la MiFID, numerosos SMN se han establecido en Europa. Inicialmente, los SMN fueron promovidos por grandes bancos de inversión con la finalidad de competir con los mercados regulados pero, como se señala más adelante, actualmente estos mismos mercados están creando sus propias plataformas alternativas para fortalecer su posición competitiva.

Entre los SMN que han conseguido un mayor volumen de negociación cabe destacar especialmente los tres siguientes, caracterizados por el horizonte paneuropeo de su actividad y el volumen alcanzado:

- **Chi-X:** Fue creado en marzo de 2007 por Instinet, subsidiaria de Nomura Holdings. Actualmente pertenece a un consorcio de instituciones financieras, entre las que se encuentran BNP Paribas, Citadel, Citigroup y Crédit Suisse. Instinet es también la sociedad matriz de Chi-X Global, un *holding* de plataformas que compiten con distintas bolsas a escala global: Chi-X Canadá, Chi-X Japan, Chi-Tech y Chi-East. Además, se prevé el lanzamiento de Chi-X Australia en 2011.

---

3 CESR (2007), *Publication and consolidation of MiFID market transparency data. Level 3 CESR's guidelines and recommendations for the consistent implementation of the Directive 2004/39/EC and the European Commission's Regulation n° 1287/2006*, ref. CESR/07-043, febrero de 2007. Disponible en: <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=4228>.



En agosto de 2010, Chi-X anunció la posibilidad de vender la totalidad o una parte de su negocio tras recibir una oferta de un tercero, aunque hasta el momento no ha habido un acuerdo cerrado sobre su posible adquisición.

- **BATS Europe:** Comenzó a negociar el 31 de octubre de 2008 y pertenece al grupo BATS Global Markets, que figura como uno de los principales mercados de valores de Estados Unidos.
- **Turquoise:** Tuvo su puesta en marcha el 18 de agosto de 2008 y está participado por los bancos de inversión Citigroup, Bank of America, Merrill Lynch, Goldman Sachs y Morgan Stanley, entre otros. En febrero de 2010, el London Stock Exchange Group (LSEG) adquirió una participación mayoritaria de Turquoise mediante la fusión con Baikal, un SMN paneuropeo perteneciente a LSEG dedicado a la ejecución de órdenes fuera de mercado (*dark pool*).

A diferencia de estas tres plataformas, que compiten a escala europea, otros SMN han tratado de establecerse en un marco regional. Entre ellos cabe destacar especialmente dos: Burgundy y Tradegate. El primero fue creado a mediados de 2009 por varios bancos de inversión y otras instituciones financieras de países nórdicos, operando básicamente en esta área. Tradegate fue creada en Alemania en 1999, para operar en valores de las bolsas de Berlín y de Frankfurt. En 2007 se convirtió en SMN tras la entrada en vigor de la directiva MiFID. En diciembre de 2009, Deutsche Börse adquirió el 75% de su capital y unos meses después modificó el estatus de la plataforma, convirtiéndola en mercado regulado, tal como se define en la Directiva, bajo el nombre de Tradegate Exchange.

Por último, como se detalla más adelante, otros dos SMN fueron creados por mercados regulados ya existentes en Europa, aunque con desigual evolución. Así, NYSE Euronext lanzó el SMN NYSE Arca Europe en marzo de 2009, con la finalidad de extender la actividad de Euronext a los valores más líquidos a nivel europeo. Por su parte, el grupo NASDAQ OMX creó NASDAQ OMX Europe (NEURO) en septiembre de 2008 para proveer una plataforma de negociación para los valores más activos de las bolsas europeas. Sin embargo, esta plataforma fue clausurada a mediados de 2010, al no alcanzar un volumen suficiente de negociación.

Debido a la importancia que en estos momentos tiene la localización de los sistemas informáticos de las plataformas de negociación, los SMN más importantes, entre ellos Chi-X, BATS Europe y Turquoise, están localizados en Londres o en sus cercanías, ya que en esta ciudad radica el centro financiero más importante de Europa<sup>4</sup>.

---

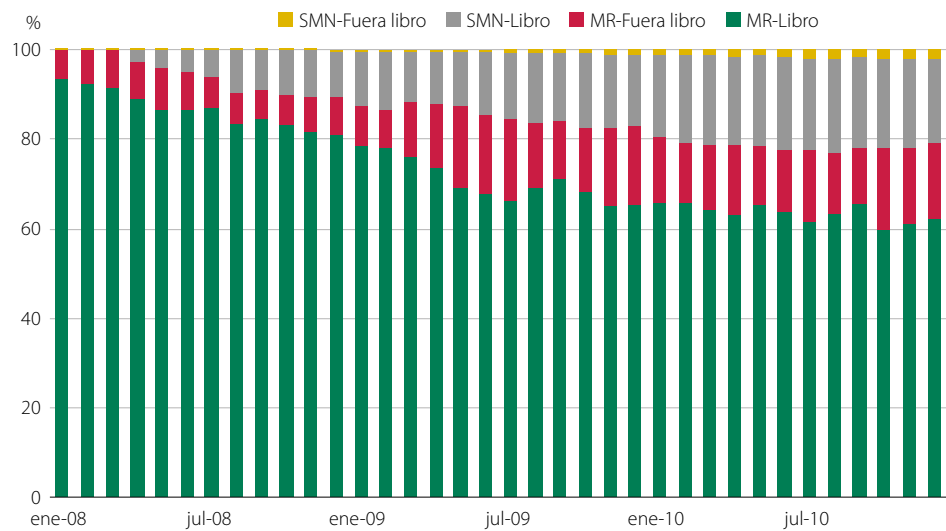
4 Como se apunta en González Pueyo (2010, *Proceso de consolidación de las infraestructuras de mercado*, CNMV, Monografía nº 39) un peso importante de la contratación de las plataformas hoy en día proviene de la operativa denominada «negociación de alta frecuencia» (*high frequency trading*, HFT). La estrategia de esta negociación es generar las operaciones de compraventa de manera automatizada según precios y órdenes del mercado buscando las oportunidades del mercado. Esta operativa exige a las bolsas contar con un sistema de negociación que permita cruzar órdenes con rapidez, hasta el punto de influir en la localización de la propia bolsa. Un trabajo publicado por Aite Group sugiere que en 2009 el 25% de la contratación en el Reino Unido provino de la negociación de alta frecuencia y estiman que, en el año 2012, dicha actividad llegará a suponer el 45% del total. La negociación de alta frecuencia también es importante en el mercado español. Así lo refleja BME en respuesta a una consulta de CESR sobre este asunto (CESR 10-142), en la que indica que entre el 25 y el 30% del volumen negociado en BME corres-

En cambio, NYSE Arca Europe y Burgundy, cuya perspectiva es, como se indicó, más regional, están localizados en París y Estocolmo, respectivamente.

El gráfico 1 muestra la distribución de la contratación total en Europa entre los mercados regulados y los SMN. En ambos casos la contratación se desglosa en la parte incluida en el libro de órdenes (MR-Libro<sup>5</sup> y SMN-Libro) y la contratación fuera del libro de órdenes (MR-Fuera libro y SMN-Fuera libro<sup>6</sup>). Como se observa en el gráfico, los SMN han experimentado un crecimiento significativo en la participación de la contratación total europea, pasando de ser prácticamente nula a principios de 2008 a suponer en torno al 20% en 2010. Atendiendo al tipo de contratación, cabe destacar el peso creciente de la contratación fuera del libro de órdenes<sup>7</sup>, especialmente en los mercados regulados, donde suponía el 17% del total a finales de 2010.

**Distribución de la contratación europea según el tipo de plataforma y el tipo de orden de contratación**

GRÁFICO 1



Fuente: Reuters.

Por mercados, la mayoría de la negociación de los SMN europeos se concentra en Chi-X, Turquoise y BATS. En concreto, a finales de 2010 estos tres SMN supusieron el 19,4% del total contratado en Europa, frente al 20,8% observado para el conjunto

ponde a esta actividad. En EE.UU., país donde la actividad de alta frecuencia se lleva practicando más tiempo que en Europa, ésta supone el 50% de la negociación total, según cálculos de la SEC.

- 5 MR-Libro incluye las subastas de apertura y de cierre, que en la práctica sólo están llevando a cabo los mercados regulados. El peso de estas subastas en la contratación de los mercados regulados es importante. Según datos de Bloomberg, en el mes de enero de 2011 la contratación de las subastas de apertura o cierre supuso, en promedio sobre el total de contratación diaria en los mercados regulados, el 20% para el FTSE inglés y el CAC francés, el 16% para el DAX alemán y el 24% para el Ibex español.
- 6 Las contrataciones fuera de libro incluyen contrataciones OTC comunicadas bajo las reglas de un mercado regulado o de un SMN y las contrataciones generadas por un *dark pool* que funciona como un SMN.
- 7 El alza en la negociación de alta frecuencia ha provocado un descenso considerable en el efectivo medio por operación ejecutada (según datos de Sociedad de Bolsas, en el mercado español este dato se contrajo un 47,6% entre 2006 y 2010). Esta bajada ha provocado en parte la huida a la contratación fuera del libro de órdenes por parte de inversores que quieren negociar un volumen elevado, ya que el impacto sobre el mercado es más reducido.

de SMN. Como ya se ha indicado, estas tres plataformas negocian con acciones admitidas a cotización en los mercados regulados de diversos países europeos. Como se advierte en el cuadro 1, en torno a un tercio de lo negociado por las mismas en diciembre de 2010 correspondió a acciones cuyo principal mercado estaba en el Reino Unido. En cuanto a los otros tres SMN contemplados en el cuadro 1, la negociación de NYSE Arca Europe se reparte de forma no muy dispar entre acciones del Reino Unido, Alemania y Suiza, mientras que Burgundy y Tradegate concentran su actividad en Suecia y en Alemania, respectivamente.

En España, sin embargo, la incidencia de los SMN ha sido muy baja hasta la fecha debido principalmente a las particularidades del sistema de liquidación y registro español (véase, por ejemplo, González Pueyo, *op. cit.*). No obstante, la modificación del Reglamento de Iberclear por la Orden EHA/2054/2010, de 26 de mayo, supone un cambio importante en algunas de las características idiosincrásicas del sistema. Así, por un lado, el nuevo reglamento permite liquidar directamente operaciones sobre valores sin necesidad de formalizarlas como negociación en las bolsas de valores y, por otro lado, permite a Iberclear ampliar las actividades a realizar mediante enlaces con otros depositarios centrales de valores. Además, está pendiente el proyecto de reforma del sistema español de compensación, liquidación y registro de valores en que se contempla el establecimiento, como mínimo, de una entidad de contrapartida central (ECC) y la gestión de sus riesgos, y en el que, además, se prevé introducir modificaciones importantes en materia de firmeza y registro de operaciones. Se estima que los cambios que supone esta reforma estén puestos en práctica no más tarde de la entrada en funcionamiento de Target2-Securities (T2S), cuyo programa está previsto que se complete en septiembre de 2015. Se espera que con ambos cambios, la modificación del Reglamento y el proyecto de reforma, aumente el volumen negociado en los SMN durante los próximos años en España.

### Desglose de la negociación de los principales SMN por países. Diciembre de 2010

CUADRO 1

%	Chi-X	BATS Europe	Turquoise	NYSE Arca Europe	Burgundy	Tradegate
Reino Unido	30,8	33,3	34,3	35,6	4,8	2,7
Francia	18,6	11,4	19,5	—	—	6,0
Alemania	17,2	16,0	14,9	26,9	—	84,3
Suiza	9,1	12,5	9,0	23,9	5,8	1,0
Italia	5,8	8,5	5,3	3,4	—	0,2
Suecia	4,8	5,3	4,3	5,1	76,1	0,1
Otros	13,7	13,1	12,7	5,0	13,3	5,8
<b>TOTAL</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Fuente: Elaboración propia con datos de Reuters.

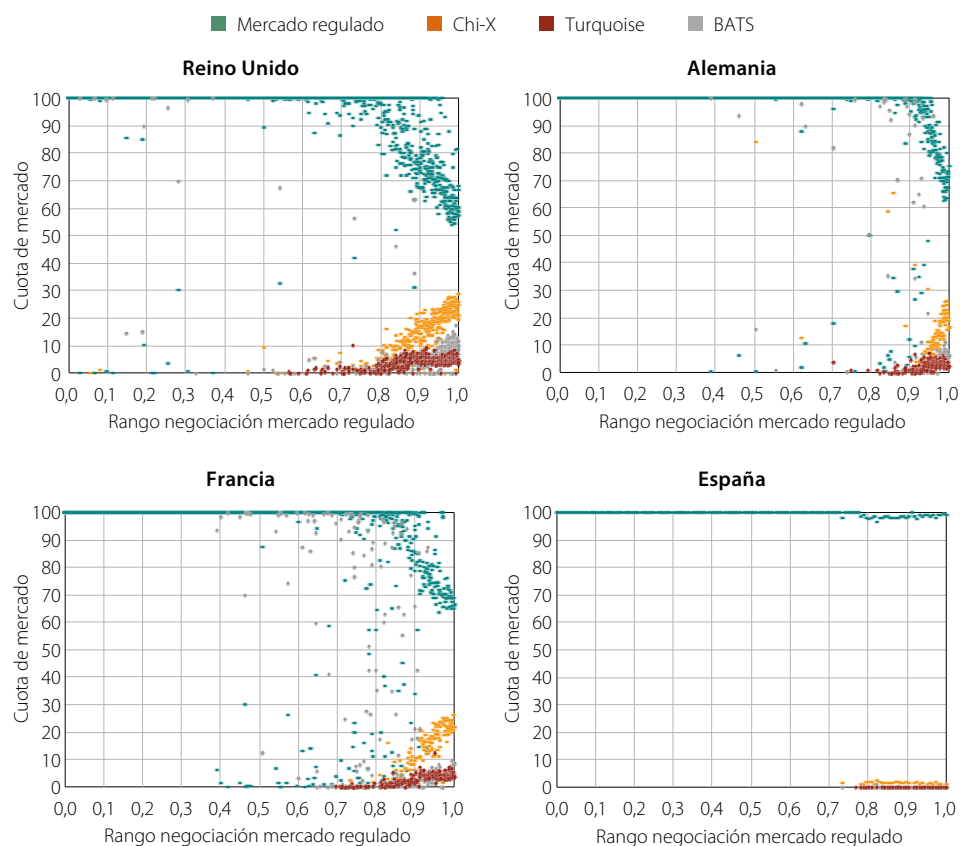
Nota: Incluye todo tipo de operativa en los SMN.

El gráfico 2 permite apreciar que la actividad negociadora de los principales SMN europeos en los valores admitidos a negociación en los mercados regulados se concentra, precisamente, en los que generan mayor volumen de negociación dentro de los mercados regulados. En concreto, los diferentes paneles del gráfico permiten comparar las cuotas de negociación de los tres principales SMN europeos y del mer-

cado regulado en el Reino Unido, Alemania, Francia y España, para los distintos valores admitidos a negociación en el mercado regulado de referencia a finales de 2010. Estos valores se han ordenado en función de su importancia en la contratación total del mercado regulado, de menor a mayor, tomando como referencia el promedio de la contratación de los cuatro trimestres de 2010. Como puede apreciarse, las cuotas de negociación de los tres SMN considerados en el último trimestre de 2010 tienden a aumentar con la posición de los valores en el *ranking* de contratación, acelerándose esta ganancia de cuota de forma considerable para los valores situados en las posiciones más elevadas del *ranking*, donde las cuotas alcanzan ya niveles claramente significativos.

### Distribución de la cuota de negociación de las plataformas según la importancia de cada valor en la negociación del mercado regulado<sup>1</sup>

GRÁFICO 2



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

1 Cuota de negociación (eje vertical): para cada plataforma, incluido el mercado regulado, porcentaje de la negociación total (mercado regulado + Chi-X + Turquoise + BATS) correspondiente a la misma durante el último trimestre de 2010, para un determinado valor.

Rango de negociación en el mercado regulado (eje horizontal): para cada valor, posición en un conjunto formado por los valores negociados en el mercado regulado y ordenado de forma creciente en función del volumen de contratación (por ejemplo, 0 corresponde al valor con menor contratación, 0,25 corresponde al valor posicionado en el primer cuartil, 0,5 al valor mediano y 1 al valor con mayor volumen de contratación). Para determinar la posición de los valores, se toma como referencia el promedio de contratación de los cuatro trimestres de 2010. Sólo se tienen en cuenta los valores cotizados en el mercado regulado al cierre de 2010.

Si la preferencia de los SMN por los valores con mayor negociación en el mercado regulado de referencia es nítida, recientemente también se está observando un cierto aumento de la actividad negociadora de estas plataformas en otros valores cotizados. Como revela el gráfico 2, a finales de 2010 los SMN negociaban valores posicionados dentro del 70% con menor negociación en el correspondiente mercado regulado, para varias jurisdicciones europeas, mientras que en el segundo trimestre de 2010 los SMN apenas negociaban estos valores.

### 3.2 La reacción de los mercados regulados

Desde la entrada en vigor de la MiFID a finales de 2007, las sociedades rectoras de los mercados regulados han experimentado una contracción de los ingresos provenientes de la negociación de renta variable (véase cuadro 2). Este descenso se ha debido, en parte, a la reducción de la actividad como consecuencia de la crisis y, en parte, a la reducción de la cuota de mercado y al estrechamiento de los márgenes como consecuencia de la competencia de los SMN.

Con todo, la contracción de los ingresos por la negociación de renta variable ha sido desigual para los distintos mercados regulados. Así, el grupo LSEG observó un descenso de estos ingresos del 27,5% entre marzo de 2008 y marzo de 2009, debido principalmente a la reducción en un 34,8% de los ingresos por la negociación en el Reino Unido. La sociedad rectora del mercado alemán, Deutsche Börse, registró un 40,2% menos en 2009 respecto al año anterior, un descenso similar al experimentado por los ingresos procedentes de la negociación en el mercado europeo del grupo NYSE Euronext en el mismo año, que se cifró en el 44,6%. En cuanto al grupo BME, sus ingresos por la negociación de renta variable sufrieron un descenso menor: un 14,2% entre 2008 y 2009 y un 26,3% entre el primero de estos dos años y 2010. BME, en comparación con los mercados regulados mencionados, ha experimentado una competencia muy reducida por parte de los SMN durante los últimos años, por lo que la caída de sus ingresos estaría reflejando, básicamente, el descenso de la actividad bursátil.

Conviene tener presente, sin embargo, que los ingresos por negociación de renta variable tienen un peso desigual entre los distintos mercados regulados. Así, aunque Deutsche Börse y el negocio europeo de NYSE Euronext fueron los que experimentaron una reducción más significativa de dichos ingresos, las sociedades rectoras de estos mercados son también las que menos dependen de esta actividad. Como se observa en el cuadro 2, sus ingresos están muy diversificados entre los distintos servicios y, en el caso de NYSE Euronext, también entre áreas geográficas<sup>8</sup>. En 2009, los ingresos por la negociación de renta variable en Europa suponían en torno al 7% de los ingresos totales tanto para Deutsche Börse como para NYSE Euronext. Por su parte, los ingresos por la negociación de activos financieros (no sólo renta variable) para el grupo LSEG suponían en 2006, justo antes de la fusión con Borsa Italiana, el 47% del total. Este porcentaje ha ido disminuyendo en los años siguientes hasta situarse en el 29% en 2009, con una aportación específica de la renta variable negocia-

---

8 Debe señalarse que, en el caso de NYSE Euronext, los ingresos por la negociación de renta variable procedentes de EE.UU. pasaron de representar el 30% de los ingresos totales del grupo en 2007 a suponer el 40% en 2009.

da en el Reino Unido del 16,2%. En comparación con los grupos mencionados, los ingresos de BME están ligados en mayor medida a la negociación en renta variable, al suponer éstos algo más del 40% de los ingresos totales del grupo.

### Desglose de los ingresos de las sociedades rectoras de los principales mercados europeos

CUADRO 2

% sobre total	2006	2007	2008	2009
<b>LSEG<sup>1</sup></b>				
Mercados de capitales	67,6	63,3	50,9	45,7
Primarios	18,1	15,1	10,3	11,0
Secundarios	46,9	48,4	35,1	29,0
de los cuales, renta variable	n.d.	n.d.	27,4	21,2
de los cuales, del Reino Unido	n.d.	n.d.	23,3	16,2
de los cuales, de Italia	n.d.	n.d.	4,2	5,0
Postcontratación	0,0	8,4	16,7	18,5
Información y tecnología	30,3	26,7	30,9	34,5
Otros	2,1	1,6	1,5	1,3
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Total (millones de libras)</b>	<b>349,6</b>	<b>546,4</b>	<b>671,4</b>	<b>628,3</b>
<b>Deutsche Börse</b>				
Plataforma Xetra	15,7	18,0	14,8	11,6
de los cuales, negociación renta variable	10,2	10,5	8,2	6,1
Derivados (Eurex, que incluye negociación y compensación)	29,8	29,5	37,5	37,2
Postcontratación (Clearstream)	34,9	31,8	28,6	33,4
Información y tecnología	12,1	11,1	10,3	13,2
Otros	7,5	9,6	8,8	4,5
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Total (millones de euros)</b>	<b>2.004,9</b>	<b>2.416,0</b>	<b>2.691,9</b>	<b>2.159,1</b>
<b>NYSE Euronext<sup>2</sup></b>				
Negociación renta variable		40,0	50,8	47,0
de los cuales, de Europa (por Euronext)		10,4	13,4	7,4
Derivados (negociación y compensación)		16,8	19,5	18,4
Admisión a negociación		9,8	8,4	8,7
Información y tecnología		11,9	12,5	12,9
Otros		21,5	8,8	13,1
<b>Total</b>		<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Total (millones de dólares)</b>		<b>3.938,0</b>	<b>4.703,0</b>	<b>4.687,0</b>
<b>BME</b>				
Renta variable	45,5	46,0	42,9	41,0
Renta fija	2,2	2,0	1,8	2,0
Derivados	8,3	7,0	8,2	8,0
Admisión a negociación	8,9	8,0	8,1	9,0
Postcontratación	21,5	24,0	23,6	23,0
Información	9,3	9,0	10,8	11,0
Consultoría & IT	4,2	4,0	4,6	6,0
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Total (millones de euros)</b>	<b>287,7</b>	<b>383,1</b>	<b>352,9</b>	<b>316,7</b>

Fuente: FESE (Federation of European Securities Exchanges).

n.d.: No disponible.

1 Datos anuales desde abril del año de referencia a marzo del año siguiente. A partir de 2007, el grupo incluye tanto a la London Stock Exchange como a Borsa Italiana.

2 No se ofrecen los datos de 2006, ya que son previos a la fusión entre NYSE y Euronext. Los ingresos del año 2007 incluyen los de NYSE para todo el año y los de Euronext a partir del 4 de abril de 2007, tras la fusión entre ambas sociedades rectoras.

Las sociedades rectoras de los mercados regulados han reaccionado de diversas maneras a la creciente competencia en el ámbito de las infraestructuras de negociación. Entre las iniciativas adoptadas por estas entidades cabe destacar las que se señalan a continuación.

### Fusiones entre mercados regulados

Durante los últimos meses se ha observado una notable intensificación de contactos y negociaciones dirigidas hacia posibles fusiones entre mercados regulados. Cabe suponer que estos movimientos han sido inducidos, en buena parte, por el aumento de la competencia con los SMN. Así, a través de las fusiones, los mercados regulados buscarían alcanzar un tamaño apropiado para competir con éxito tanto con los SMN como con otros mercados regulados.

A principios de febrero de 2011 se hizo público que las negociaciones encaminadas a una fusión del LSEG y la bolsa de Toronto (grupo TMX), por un lado, y de NYSE Euronext y Deutsche Börse, por otro, se hallaban en un estado muy avanzado. Si estas fusiones se llegasen a materializar, cabría esperar una mayor presión para que otros mercados regulados acometiesen también procesos de fusión.

Las dos posibles fusiones mencionadas tienen en común tres características destacadas. En primer lugar, sus principales protagonistas (LSEG, NYSE Euronext y Deutsche Börse) son grupos con gran peso en la contratación de renta variable y otros instrumentos financieros a escala global, por lo que estas fusiones, de materializarse, comportarían un notable distanciamiento respecto a las cuotas en la negociación del resto de mercados. En segundo lugar, en ambos casos se plantea una fusión que trasciende el ámbito europeo, confirmando la tendencia hacia procesos de concentración globales. En tercer lugar, las posibles ventajas asociadas a la fusión (economías de escala y alcance y diversificación de ingresos) no proceden exclusivamente de la negociación en renta variable, sino también de otras áreas, que incluyen la negociación en derivados y en otros productos financieros, los procesos postcontratación, información y tecnología, etc.

### Adquisición de SMN competidores

Además de la obvia finalidad de reducir el número de competidores, este tipo de operación puede tener también otros objetivos, como acceder a una tecnología más sofisticada, utilizada por el SMN, y ampliar los tipos de activos negociados y los mercados a los que se quiere llegar, así como recuperar la negociación que los bancos de inversión propietarios del SMN en cuestión canalizan a través del mismo.

Hay dos operaciones relativamente recientes, ya mencionadas, que constituyen ejemplos de esta estrategia en Europa. La primera es la adquisición, en febrero de 2010, de la mayoría de las acciones de Turquoise por parte del LSEG para crear una nueva plataforma de negociación paneuropea mediante la fusión de los negocios de Turquoise y Baikal Global Limited, compañía filial de la LSEG que operaba un *dark pool*. La nueva plataforma, que mantiene el nombre de Turquoise, busca expandir los servicios de LSEG por Europa tanto en el segmento de negociación con pretransparencia como en el ámbito de los *dark pools*. La segunda operación se produjo en diciembre

de 2009, con la adquisición por Deutsche Börse del capital del sistema multilateral de negociación Tradegate, al que transformó en mercado regulado a principios de 2010. Dicha adquisición se realizó con el fin de fortalecer y expandir por Europa la oferta de Deutsche Börse en la negociación para inversores minoristas en acciones, bonos y fondos de inversión, segmento en el que Tradegate estaba especializado.

En diciembre de 2010 también se dio a conocer la posibilidad de que Chi-X fuese adquirido total o parcialmente por un mercado regulado. Tanto Nasdaq OMX Group, que acababa de cerrar su propio SMN, como NYSE Euronext habían mostrado su interés por este SMN. Sin embargo, en febrero de 2011, los medios de comunicación daban como más probable que el adquirente fuese BATS, otro SMN.

### **Creación de un SMN propio**

Varios mercados regulados han decidido establecer un SMN con un doble objetivo: (i) competir directamente con el resto de los SMN y con otros mercados regulados, especialmente en acciones extranjeras que cotizan en otros mercados a nivel europeo, y (ii) utilizar el SMN propio para experimentar con una nueva tecnología de negociación.

Como ya se ha señalado anteriormente, este fue el tipo de estrategia seguida por Nasdaq OMX tras el fracaso de su plataforma NEURO a mediados de 2010. Esta plataforma había sido concebida para competir en la negociación de los valores más líquidos de Europa, pero su fracaso se produjo porque, a diferencia de los principales SMN, NEURO no tenía ningún acuerdo fijo con proveedores de liquidez. Otro ejemplo de este tipo de estrategia fue la creación, por Deutsche Börse, del SMN Xetra International en noviembre de 2009, en el que se negocian las acciones más líquidas de Europa.

### **Mejora de la tecnología utilizada**

Para contrarrestar las ventajas de los SMN basadas en la tecnología, algunos mercados regulados han realizado sustanciales inversiones con el fin de mejorar sus propios sistemas de negociación o han comprado empresas especializadas en esa tecnología.

En concreto, LSEG enfocó su interés en mejorar su tecnología en junio de 2007 mediante la implantación de un nuevo sistema de negociación (TradElect). La nueva tecnología permitió reducir drásticamente la latencia, esto es, el tiempo transcurrido desde que se lanza una orden al mercado hasta que su sistema de negociación la recibe, en su plataforma de negociación. Según el Informe Anual de LSEG de 2010, entre marzo de 2007 y marzo de 2008 la latencia se redujo de 120 milisegundos a 6, y en marzo de 2010 pasó a situarse en 1,4 milisegundos. Pese a esta mejoría, en 2009 LSEG optó por la adquisición de un proveedor de soluciones tecnológicas (MillenniumIT) para sustituir TradElect y vender la nueva tecnología a otras bolsas. A mediados de 2010 LSEG decidió canalizar la negociación de acciones en Turquoise a través del nuevo sistema de negociación MillenniumIT, con el fin de probar la nueva tecnología. A principios de 2011 se hicieron algunas pruebas con el libro de órdenes electrónico de la Bolsa de Londres, SETS, y el traspaso definitivo de esta negociación se produjo a mediados de febrero de este año.



También Nasdaq OMX Group ha mejorado la tecnología de negociación que utilizaba incorporando en un mismo sistema de negociación (llamado Genium INET) todos sus productos financieros (renta variable, renta fija, derivados, *commodities* y contratos de energía). Por su parte, BME acaba de anunciar un proyecto para renovar el sistema de contratación de renta variable SIBE, unificando en un solo sistema la contratación de acciones, ETF, *warrants*, certificados y otros productos. Su puesta en funcionamiento está prevista para el último trimestre de 2011.

### Búsqueda de nuevos segmentos de mercado o ampliación de la gama de productos

En la última década, los mercados regulados se han mostrado muy activos en el desarrollo de nuevas estrategias de negocio, centrándose sobre todo en la ampliación de su gama de productos y la adquisición de otras infraestructuras dentro de la cadena de valor de la negociación<sup>9</sup>. Desde la entrada en vigor de la MiFID se ha intensificado la búsqueda de nuevas iniciativas para compensar el descenso de los ingresos originados en la negociación de la renta variable. Entre las estrategias desarrolladas por los mercados por este motivo cabe destacar la búsqueda de nuevos segmentos de mercado y la diversificación de las fuentes de ingresos.

En lo que respecta a la búsqueda de nuevos segmentos de mercado, los grandes mercados regulados han intentado recuperar parte de la cuota de mercado perdida en los últimos años en la renta variable debido al auge de los *dark pools*. Los inversores que operan en este tipo de infraestructuras suelen ser inversores institucionales, que negocian órdenes de grandes volúmenes y quieren operar de forma anónima para no provocar un impacto adverso del mercado sobre sus posiciones. Para recuperar a este tipo de inversores, los mercados regulados han utilizado diversas vías.

Así, algunos mercados regulados han adquirido o creado empresas especializadas en estos sistemas de negociación basados en *dark pools*, estrategia que también han seguido los principales SMN (por ejemplo, Chi-X, Turquoise y BATS tienen sus propios *dark pools*). En concreto, LSEG adquirió Baikal Global Limited a mediados de 2009, para fusionarla después con Turquoise, como ya se ha indicado. Por su parte, Nasdaq OMX Group creó en octubre de 2009 NEURO Dark, con el objetivo de proveer acceso a la negociación *dark pool* para las acciones disponibles en su SMN, NEURO (ambos fueron clausurados posteriormente, como se ha señalado).

En una línea distinta, NYSE Euronext estableció a principios de 2009 un SMN que opera y está regulado de forma independiente (SmartPool). Dicha plataforma se centra en la ejecución de órdenes provenientes de inversores institucionales de forma consistente con las exenciones de pretransparencia (*waivers*) de la MiFID, cruzando órdenes en el punto medio entre el mejor precio de compra y el mejor precio de venta del momento.

En una tercera vía, tanto Deutsche Börse como Swiss Exchange introdujeron modificaciones en su propio mercado regulado (Xetra MidPoint y Swiss Block, respectivamente) con el fin de cruzar órdenes grandes, sin pretransparencia (aplicando las exenciones de la MiFID), en el punto medio entre el mejor precio de compra y el

---

9 Para un mayor detalle, véase González Pueyo (*op.cit.*).

mejor precio de venta actual del libro de órdenes. Ambas bolsas empezaron a aceptar este tipo de órdenes a finales de 2008. Sin embargo, mientras que Deutsche Börse permite negociar todas las acciones que cotizan en su propio mercado, Swiss Exchange sólo admite las acciones más importantes. A finales de 2009 Swiss Block pasó a estar operado por SmartPool, aunque la propiedad sigue siendo de Swiss Exchange.

En cuanto a las estrategias de diversificación, los mercados regulados están centrándose en la incorporación de nuevos productos financieros y en la captación de nuevos inversores para los productos ya ofertados (principalmente productos enfocados a inversores institucionales que pasan a ser también negociados entre los minoristas). Este tipo de iniciativas han sido adoptadas, entre otros, por BME, que anunció en 2010 su intención de ampliar su gama de productos con el objetivo de diversificar de forma considerable sus fuentes de ingresos. Entre estos cambios anunciados por BME cabe destacar: (i) la creación de un nuevo sistema electrónico de negociación de renta fija privada para el inversor minorista (se denomina SEND y comenzó a funcionar el 10 de mayo de 2010), (ii) la intención de crear una plataforma para la suscripción y reembolso de todo tipo de fondos de inversión en bolsa, (iii) el propósito de crear junto a Clearstream (la infraestructura de postcontratación de Deutsche Börse Group) el primer depositario central de operaciones sobre derivados OTC europeo (denominado REGIS-TR) y (iv) el lanzamiento de nuevos contratos de derivados sobre energía y el establecimiento de una cámara de contrapartida central para estos productos en febrero de 2011.

### **Modificación de las comisiones aplicadas**

Ante la creciente competencia procedente de los SMN, los mercados regulados han modificado las comisiones aplicadas a los inversores, no sólo reduciéndolas sino también adoptando en esta materia, en determinadas ocasiones, el modelo denominado *maker-taker* empleado por varios SMN.

Debido a que los SMN estaban aplicando comisiones significativamente inferiores a las de los mercados regulados, estos últimos han reducido en varias ocasiones las tarifas sobre la negociación de renta variable y, en algunos casos, sobre la postnegociación.

Como se ha indicado anteriormente, varios mercados regulados se han planteado cambiar el sistema de comisiones que aplican a sus inversores con el fin de atraer liquidez al sistema. Algunos SMN como Chi-X, BATS y Turquoise se establecieron en Europa aplicando un sistema de comisiones novedoso aquí aunque muy extendido en Estados Unidos. Estos SMN utilizan un sistema de comisiones asimétrico, de manera que cobran a los inversores que extraen liquidez del sistema y reembolsan a aquéllos que proveen liquidez (*maker-taker model*). Con este sistema, la liquidez se incrementa de forma pronunciada, ya que muchos inversores deciden enviar órdenes limitadas al sistema, actuando en cierto modo como creadores de mercado que proveen liquidez «artificial» de forma continua y consiguiendo en muchos casos reducciones en las comisiones por la negociación.

Pese a que los principales SMN han aplicado este tipo de sistema de comisiones, pocos mercados regulados han podido establecerlo por problemas legales. En con-

creto, las autoridades de la competencia no siempre permiten que aquellos mercados con una posición dominante en el mercado ofrezcan descuentos a inversores que provean liquidez al sistema, creando con ello desigualdades entre las comisiones aplicadas por los SMN y por los mercados regulados. LSE ofreció este sistema de comisiones entre septiembre de 2008 y septiembre de 2009, pero únicamente a aquellos inversores que ofreciesen liquidez con un elevado nivel de negociación. Sin embargo, LSE decidió abandonar el sistema de comisiones asimétrico ya que, según la propia institución, este sistema comportaba la aplicación de mayores comisiones para sus clientes más tradicionales e importantes. SWX Europe también pasó de un sistema de precios simétrico a uno asimétrico en abril de 2008, manteniéndolo hasta la actualidad.

## 4 Perspectivas: la revisión de la MiFID

El futuro de las infraestructuras de negociación se verá afectado tanto por la respuesta de los operadores de los mercados regulados y de los SMN a los desafíos propios de la evolución del mercado como por su adaptación a los cambios del marco regulador que comportará la revisión de la MiFID en 2011.

Entre los factores que pueden influir en la evolución del mercado y condicionar el futuro de las infraestructuras de negociación cabe destacar especialmente la duración del actual periodo de contratación, relativamente reducida, y el peso creciente de la negociación de alta frecuencia. Respecto al primero de estos aspectos, la crisis financiera ha comportado un fuerte descenso de los niveles de contratación en comparación con el periodo anterior. La prolongación en el tiempo de este periodo de actividad reducida está afectando de forma significativa a los SMN, ya que su supervivencia está ligada a la necesidad de alcanzar un nivel crítico de negociación. En cuanto a la negociación de alta frecuencia, como se ha mencionado anteriormente, este tipo de actividad supone ya en torno a un tercio de la negociación actual de varios mercados europeos y se espera que crezca de forma significativa en los próximos años.

Por su parte, la reforma de la MiFID puede afectar de manera significativa al futuro de los sistemas de negociación. Desde que se implantó, esta Directiva ha sido objeto de algunas críticas tanto por parte de la industria como de los reguladores. CESR evaluó el impacto de la MiFID por primera vez en el primer semestre de 2009 (sus conclusiones se publicaron en un informe en junio de 2009<sup>10</sup>) y desde entonces ha trabajado en su revisión, prevista en la propia Directiva. Así, en octubre de 2010, CESR hizo públicas sus últimas recomendaciones a la Comisión Europea respecto a dicha revisión, en lo que concierne a los mercados de valores<sup>11</sup>, basadas en los comentarios recibidos tras una consulta pública realizada a mediados de 2010. Por su parte, a finales de 2010, la Comisión Europea puso en marcha su propia consulta pública sobre la modificación de la MiFID, que finalizó a principios de febrero de

---

10 CESR/09-355, *Impact of MiFID on equity secondary markets functioning*, junio de 2009. Disponible en: <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=5771>.

11 CESR/10-975, *CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review: Equity Markets*, octubre de 2010. Disponible en: <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=7284>.

2011<sup>12</sup> y que dará paso, previsiblemente en la primavera de 2011, a la tramitación formal de la Directiva.

Las principales propuestas del documento sometido a consulta por la Comisión son las siguientes:

- 1. Régimen de pretransparencia para los mercados regulados y los SMN.** El documento de la Comisión propone mantener los requisitos de pretransparencia exigidos a los mercados regulados y los SMN respecto a los valores admitidos a negociación en los primeros. Asimismo, considera justificada la existencia de un régimen de exenciones (*waivers*) a la pretransparencia como el actual y propone que se mantengan los umbrales que actualmente se utilizan para definir las órdenes de gran tamaño (*large in scale orders*), excepto si los estudios que se están realizando concluyen que es más conveniente modificarlas. Sin embargo, la Comisión cree conveniente clarificar la implementación práctica de dichas exenciones con el fin de permitir una utilización razonable y consistente de los *waivers*. Asimismo, la Comisión propone otorgar poderes a ESMA para que pueda emprender revisiones regulares sobre el uso de los *waivers*, así como publicar estándares técnicos vinculantes con respecto a esta práctica. Por otra parte, en línea con otras medidas para alcanzar un mayor alineamiento de la regulación aplicada a mercados regulados y SMN, el documento de la Comisión somete a consideración la posibilidad de extender el régimen de pretransparencia a los valores admitidos a negociación exclusivamente en los segundos.
- 2. Régimen de postransparencia.** La Comisión sugiere la conveniencia de introducir nuevas medidas para mejorar la calidad de la información, acortar los retrasos en la comunicación y reducir la complejidad del actual régimen, en línea con las propuestas especificadas en un trabajo conjunto de CESR con la industria, publicado en octubre de 2010<sup>13</sup>. En particular, la Comisión somete a consideración diversas propuestas respecto al tiempo máximo en que las comunicaciones pueden ser retrasadas para las distintos tipos de operaciones, en cualquier caso inferior al actual.
- 3. Marco regulatorio para la consolidación de la postransparencia.** La Comisión considera que, para lograr una formación de precios eficiente y facilitar el cumplimiento del principio de mejor ejecución, la información de las transacciones publicadas en las distintas fuentes tiene que ser fiable y los inversores tienen que poder comparar entre sí los precios de las distintas plataformas con facilidad y a un coste razonable. De acuerdo con este punto de vista, la Comisión consulta sobre diversas opciones en relación con la mejora de la calidad y la consistencia de la información de postransparencia, posibles vías para mejorar el acceso de los inversores a la misma y reducir su coste, y la posibilidad de establecer un registro consolidado para este tipo de información (*consolidated*

---

12 Comisión Europea, Public Consultation. *Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*, diciembre de 2010. Disponible en: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf).

13 CESR/10-882, *CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review - Equity Markets: Post-trade transparency standards*, octubre de 2010. Disponible en: <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=7282>.

tape). Con respecto a esta última posibilidad, la Comisión plantea tres opciones: un sistema operado por una institución sin ánimo de lucro, establecido y designado legalmente (similar al modelo estadounidense); un sistema operado por una única entidad designada mediante concurso de méritos; o un sistema con múltiples entidades autorizadas y que cumplan con una serie de condiciones que tendrán que incorporarse en la MiFID.

4. **Alineación en la regulación de los mercados regulados y los SMN.** Varios mercados regulados han expresado su inquietud acerca de que la competencia con los SMN no está siendo justa, debido a que los primeros están sujetos a requisitos regulatorios más estrictos y costosos que los SMN<sup>14</sup>. En su documento de consulta, la Comisión Europea se hace eco de esta preocupación y reconoce la existencia de algunas inconsistencias en la MiFID, solicitando la opinión del mercado respecto a posibles cambios que redunden en un mejor alineamiento de los requisitos organizativos aplicables a los mercados regulados y a los SMN y en un reforzamiento de las obligaciones en materia de supervisión de los gestores de ambos tipos de plataformas.
5. **Régimen de los internalizadores sistemáticos.** En este artículo apenas se ha mencionado el papel de los internalizadores sistemáticos tras la implantación de la MiFID, debido a su reducido número y escaso peso en los volúmenes negociados en comparación con los mercados regulados y los SMN. No obstante, hay que señalar que la Comisión también somete a consulta la posibilidad de modificar su régimen. Así, en lo que respecta a la definición de este tipo de plataforma, se recomienda clarificar el criterio que define como internalizadores a empresas de inversión que negocian «de forma organizada, frecuente y sistemática». Asimismo, se somete a consideración la posibilidad de suavizar algunas obligaciones de los internalizadores sistemáticos y mejorar el valor de la información que proporcionan al mercado.
6. **Extensión de la MiFID a otras plataformas de negociación** La Comisión solicita opiniones sobre la extensión del ámbito regulador de la MiFID a un nuevo tipo de plataforma de negociación, a la que denomina plataforma organizada de negociación (*organised trading facility*), que se añadiría a los tres actualmente existentes (mercados regulados, SMN e internalizadores sistemáticos). En concreto, se encuadraría en este nuevo tipo de plataforma cualquier sistema operado por una empresa de inversión o por un gestor del mercado que organizadamente reúna órdenes o intereses de compra y venta relativas a cualquier instrumento financiero, con independencia de si la negociación es bilateral/multilateral o discrecional/no discrecional. En particular, se encuadrarían bajo este tipo de plataforma los sistemas de cruce de órdenes (*crossing systems*) de clientes dentro de las empresas de inversión así como cualquier tipo de *dark pool*.

---

14 Un ejemplo de estas desigualdades vendría dado por los mayores requisitos de capital exigidos a los mercados regulados con respecto a las empresas de inversión que operan los SMN. Otro ejemplo es el hecho de que, mientras que un mercado regulado tiene que esperar 18 meses desde la admisión de la acción en otro mercado regulado para poder negociarla en el suyo, los SMN pueden negociarla desde el primer momento. También se cita como ejemplo de trato desigual la imposición a los mercados regulados, por parte de algunos Estados Miembros, de requisitos adicionales a los establecidos en la MiFID, algo que la propia normativa permite.

## 5 Conclusiones

La normativa MiFID ha modificado sustancialmente el entorno competitivo de los participantes del mercado de acciones al contado. Asimismo, los cambios recientes en este mercado se han intensificado con los avances tecnológicos acaecidos en los últimos años. En concreto, el alza en la negociación de alta frecuencia ha supuesto un reto para las plataformas de negociación, ya que la rapidez en la ejecución de las órdenes se ha convertido en un elemento de elevado impacto competitivo en el mercado de acciones.

Coincidiendo con la entrada en vigor de la MiFID, se han producido dos tendencias destacables en los mercados de acciones al contado. Por una parte, la contratación fuera del libro de órdenes (tanto contrataciones OTC como en *dark pools*) ha crecido en los últimos años, especialmente dentro de los mercados regulados. Por otra parte, los SMN están atrayendo de forma significativa y constante un mayor volumen de negociación a nivel europeo. Éste ha pasado de ser prácticamente nulo a principios de 2008 a suponer algo más del 20% del total contratado a finales de 2010, concentrándose prácticamente su totalidad en tres de los SMN registrados: Chi-X, BATS y Turquoise. La expansión de los SMN se está produciendo en múltiples países y está enfocada a acciones con un elevado volumen de negociación, aunque en los últimos meses de 2010 los principales SMN empezaron a contratar acciones con un volumen medio de negociación más bajo.

Como consecuencia de esta mayor competencia, los mercados regulados han reaccionado de varias maneras. Cabe mencionar en este sentido las distintas fusiones llevadas a cabo tanto con otros mercados regulados como con SMN competidores, las mejoras de la tecnología utilizada en los sistemas de negociación para poder competir en mejores condiciones con el resto de las plataformas, la búsqueda de nuevos segmentos de mercado o la ampliación de la gama de productos con el fin de diversificar sus fuentes de ingresos, y la modificación de las políticas en materia de comisiones. En el ámbito de las fusiones y adquisiciones, los movimientos más recientes de los mercados regulados, e incluso de los SMN, apuntan hacia procesos de consolidación a escala global, no meramente europea. Aunque los procesos anunciados implican, fundamentalmente, a entidades europeas y norteamericanas, es muy probable su extensión a otras áreas, como Asia y Latinoamérica.

El futuro de las infraestructuras de negociación de renta variable estará condicionado, durante los próximos años, por la respuesta de los operadores de los mercados regulados y de los SMN tanto a los desafíos propios de la evolución del mercado como a los cambios regulatorios. Respecto a los primeros cabe destacar especialmente la evolución de los niveles de actividad, esto es, de los volúmenes de contratación, hoy en día significativamente menores en comparación con el periodo anterior a la crisis, así como el crecimiento de la negociación de alta frecuencia, que condiciona notablemente el modo de competir por la captación de volúmenes.

Finalmente, en relación con los cambios en el marco regulador, cabe esperar la introducción de modificaciones notables de la regulación actual como consecuencia de la próxima revisión de la MiFID, cuyo inicio formal se espera en la primavera de 2011. En diciembre de 2010, la Comisión Europea ya difundió un documento de consulta en el que se solicita la opinión del mercado sobre posibles modificaciones en la Directiva.

En líneas generales, el documento de la Comisión formula cuestiones que pueden agruparse en dos grandes bloques. En el primero, se contemplan posibles modificaciones de la Directiva destinadas a mejorar la transparencia del mercado. En este sentido, la Comisión se hace eco de la preocupación existente entre los inversores, los reguladores y otros agentes acerca de los efectos negativos de una excesiva fragmentación del mercado sobre la disponibilidad de información (tanto en pretransparencia como en postransparencia), su calidad, su comparabilidad entre distintas fuentes y el coste de acceso a la misma por parte de los inversores. El segundo bloque de cuestiones recoge la preocupación acerca de la existencia de asimetrías en el tratamiento regulador de los distintos tipos de plataformas de negociación.

Así, del documento sometido a consulta por la Comisión se infiere que ésta contempla la posibilidad de acometer reformas de considerable calado, entre las que cabe destacar, especialmente, la constitución de un sistema de registro, consolidado a nivel europeo, de la información de postransparencia, y la extensión de la cobertura de la Directiva a los sistemas que actualmente no están regulados por la misma.





# La titulización en Europa durante la crisis

María del Rosario Martín Martín (\*)

(\*) M<sup>a</sup> del Rosario Martín Martín pertenece al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.



# 1 Introducción

En la última década, la titulización ha acaparado un elevado grado de atención por parte de los expertos, tanto en el mercado como en el mundo académico. En líneas generales, hasta 2007 se consideró que esta actividad era esencialmente beneficiosa por su potencial para estimular la actividad crediticia y, con ella, la económica, y por sus efectos sobre la gestión del riesgo de crédito, ya que facilitaba su distribución entre los inversores más preparados o dispuestos a asumirlo. De ahí que el rápido crecimiento de esta actividad no se viese, en general, como una amenaza para la estabilidad financiera.

Sin embargo, el estallido de la crisis puso al descubierto, en algunos casos, deficiencias importantes en la gestión del crédito por parte de las entidades, en las prácticas tituladoras, en los servicios de calificación del crédito, en el comportamiento de los inversores y, también, en la actuación de algunos supervisores. De hecho, en estos momentos, puede afirmarse que el punto de vista sobre la titulización, con carácter general, ya no es el mismo, y que esta actividad está cargando desde entonces con un cierto estigma que oscurece sus aspectos más positivos.

Tanto la industria financiera como los reguladores han puesto en marcha durante estos últimos tres años varias iniciativas que afectan a la titulización. Las medidas reguladoras van dirigidas a restablecer la confianza en estos productos y mercados y asegurar un marco estable que, en el futuro, evite los excesos y errores puestos de manifiesto durante la crisis y contribuya a la reactivación del crédito y al crecimiento de la economía. Originadores, gestores de fondos y otros agentes económicos han reclamado la reactivación de los mercados de titulización como una práctica financiera viable y con capacidad de generar sinergias positivas para la economía real. Por su parte, para los bancos, la titulización constituye una fuente de financiación alternativa que les permite expandir su actividad en los mercados de crédito para sectores como el de la vivienda, el de consumo o el empresarial, entre otros.

La actual debilidad de la actividad inversora y crediticia y la presencia del estigma que todavía recae en buena medida sobre la titulización, junto con algunas de las medidas que han sido adoptadas recientemente o que están siendo debatidas en la actualidad hacen que, en estos momentos, la industria tema un aumento de los costes de las operaciones de titulización y, simultáneamente, la desaparición de una parte de la base de inversores.

En este contexto, este artículo se centra en los mercados de titulización europeos en el periodo que va de 2007 a 2010, con el objetivo de recopilar las iniciativas que, en el marco de la reforma financiera en curso, afectan a la titulización. En particular, la mayoría de las iniciativas analizadas se presentan asociadas a la identificación de algunos de los principales problemas en el funcionamiento de los mercados de titulización y en el comportamiento de los agentes en estos mercados antes de la crisis.

El documento se estructura de la siguiente manera. En la sección segunda se hace una descripción de la actividad del mercado europeo de la titulización desde 2007 hasta la actualidad. La sección tercera contiene un repaso de los principales problemas que aquejan a la titulización, así como de las iniciativas puestas en marcha para corregirlos. En la sección cuarta se presentan otras medidas que afectan a la titulización, en concreto, los nuevos requisitos prudenciales que emanan de Basilea III y de la nueva normativa europea aplicable a las compañías de seguros, así como las iniciativas en el ámbito contable internacional. Para finalizar, se incluye una última sección de conclusiones.

## 2 El mercado de la titulización en Europa durante el periodo 2007-2010

La crisis financiera iniciada en 2007 supuso un drástico freno para el mercado de la titulización a nivel global, paralizándose prácticamente las colocaciones entre los inversores privados. Sin embargo, el impacto sobre la actividad emisora fue menor, debido a que los originadores, esencialmente, las entidades de crédito, pudieron utilizar las titulizaciones de sus propios activos como garantía para obtener liquidez de los bancos centrales.

**Emisiones europeas de valores de titulización entre 2007 y 2010**

CUADRO 1

Importes en miles de millones de euros	Primer trimestre	Segundo trimestre	Tercer trimestre	Cuarto trimestre	Total
2007	128,74	152,00	98,26	74,71	453,71
2008	40,00	169,60	134,07	367,61	711,28
2009	123,23	81,20	114,73	94,92	414,08
2010	75,50	31,60	111,6	160,6	379,9

Fuente: AFME, Securitisation Data Reports

Como se aprecia en el cuadro 1, durante el primer semestre de 2007 las emisiones europeas todavía mantuvieron un crecimiento notable, en línea con el comportamiento del mercado hasta ese momento. Sin embargo, la tendencia cambió a partir de julio de ese año y desde entonces el mercado de la titulización experimentó una acusada disminución de su actividad, que se mantuvo también durante el primer trimestre de 2008. Sin embargo, el año 2008 finalizó registrando el mayor volumen de emisiones de valores asociados a titulizaciones de toda la historia de este mercado, superando los importes de 2006, que había marcado el máximo histórico hasta entonces con 481 miles de millones de euros emitidos. La causa de este gran aumento de las emisiones, principalmente en el cuarto trimestre de 2008, se debió a la puesta en marcha de medidas económicas de urgencia por parte de los Gobiernos europeos con el objetivo, entre otros, de inyectar liquidez al sistema financiero para restaurar la confianza y evitar el estrangulamiento del crédito. En este sentido cabe mencionar iniciativas como el Fondo de Adquisición de Activos Financieros puesto en marcha por el Gobierno español, el *Special Liquidity Scheme* del Reino Unido o las compras de activos deteriorados realizadas por Alemania, Holanda o Bélgica. En este contexto, cabe señalar que las operaciones de rescate y, en general, de ayudas al

sistema financiero no incluían entre sus objetivos la recuperación del mercado de las titulaciones. Sin embargo, el modo en que se diseñaron las ayudas convirtió a la titulización, en algunos casos y en algunos países, en un instrumento útil para acceder a las mismas. En particular, las titulaciones cobraron en este entorno una especial importancia en la instrumentación de las medidas dirigidas a reducir el peso de los activos deteriorados en los balances bancarios y en los programas de inyección de liquidez.

Aunque su actuación no puede enmarcarse estrictamente dentro de ningún plan de rescate, lo cierto es que el Eurosistema ha venido desarrollando también durante estos tres últimos años un papel importante en la provisión de liquidez al sistema financiero europeo. En concreto, el Banco Central Europeo (BCE), publica y actualiza los activos individualizados que pueden ser utilizados en sus operaciones de provisión de liquidez y los valores procedentes de titulaciones pueden ser aceptados por el BCE siempre y cuando reúnan una serie de condiciones. El importe medio de los valores en garantía depositados en el BCE procedentes de operaciones de titulización en el año 2008 fue de 1,1 billones de euros, lo cual supuso el 9% del total de sus operaciones. En 2009, el importe se incrementó hasta los 1,3 billones de euros, el 10% del total.

Así, las iniciativas gubernamentales relacionadas con la provisión de liquidez al sistema financiero y la actividad del BCE han tenido un impacto notable sobre la actividad titulizadora durante el periodo de crisis. De hecho, durante este tiempo las emisiones de valores de titulización han sido diseñadas, en su mayor parte, para que los originadores puedan beneficiarse de alguna de estas facilidades. Cabe esperar, por tanto, que la progresiva retirada de las mismas, que ya se ha iniciado, pueda tener un efecto negativo sobre las emisiones a corto plazo, de manera semejante a lo sucedido, a mediados de 2010, en Estados Unidos al finalizar el programa de apoyo a la titulización, Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)<sup>1</sup>.

En contraste con el dinamismo de la actividad emisora, sin tener en cuenta las retenciones practicadas por los propios originadores, las adquisiciones de otros inversores en el mercado primario supusieron un porcentaje reducido del total<sup>2</sup>. No obstante, en el último año se ha podido advertir un cierto aumento en este porcentaje. Así, en 2010, el 23% de los valores emitidos fueron adquiridos por inversores ajenos al emisor, cifra que contrasta con el 6% del 2009. Durante este periodo, en general, los inversores han centrado su interés en titulaciones de activos con bajos niveles de riesgo asociado, como el mercado hipotecario holandés o el de automóviles en Alemania. Así, la mayor parte de las titulaciones colocadas en el mercado fueron originadas en el Reino Unido, con el 50,7%, seguido por Holanda con el 27% y Alemania con el 11,3%.

En cuanto a su tipología, las titulaciones europeas aún siguen estrechamente vinculadas al mercado de la vivienda. En 2007, las emisiones respaldadas por créditos

---

1 El 30 de junio de 2010 finalizó este programa especial. Las emisiones de titulaciones de préstamos al consumo (tarjetas de crédito, compra de vehículos y préstamos a estudiantes) se vieron especialmente afectadas por la retirada de este programa y experimentaron un descenso del 39% durante el segundo semestre del año.

2 Véanse los datos publicados por AFME, Association for Financial Markets in Europe.

hipotecarios para la adquisición de vivienda (RMBS<sup>3</sup>) supusieron el 57% del total, porcentaje que se incrementó hasta el 82% en 2008. En 2009 y 2010 dicho porcentaje se situó en el 58% y en el 71%, respectivamente. Por otro lado, se mantiene también sin variación la lista de los países más activos en este mercado: Reino Unido, España, Holanda, Italia y Alemania han seguido acaparando más del 70% de las emisiones de bonos de titulización.

### 3 Problemas que afectan a la titulización y medidas correctoras

Las primeras iniciativas para reconducir los mercados de titulización partieron del seno de la propia industria. Así, en julio de 2008 nueve asociaciones del sector financiero presentaron diez medidas para aumentar la transparencia en el ámbito de la titulización<sup>4</sup>. En general, las primeras propuestas del sector privado consistieron en recomendaciones dirigidas a los diferentes agentes participantes en las operaciones de titulización: originadores, inversores, agencias de *rating*, proveedores de servicios financieros, etc. No obstante, la persistencia de la crisis financiera y la consiguiente paralización de los mercados de titulización propiciaron una intervención cada vez más decidida de los organismos reguladores.

A lo largo de esta sección se exponen los detalles de las principales medidas que se están planteando o, en algunos casos, llevando a la práctica para hacer frente a los problemas detectados. Éstos, básicamente, son los siguientes: (1) conflicto de intereses entre originadores e inversores; (2) falta de transparencia; (3) complejidad de las estructuras de titulización; (4) deficiencias en la *due diligence* por parte de los inversores; (5) papel de las agencias de *rating* e (6) iliquidez en el mercado secundario de los valores creados en la titulización.

#### 3.1 Conflictos de intereses entre originadores e inversores

Incentivar la formación de carteras de préstamos de calidad se presenta como uno de los requisitos previos no sólo para el relanzamiento de la titulización, sino para el buen funcionamiento del sistema financiero en su conjunto. Los inversores en titulizaciones, normalmente, no disponen del mismo grado de información sobre los activos cedidos que las entidades originadoras.

Una posible solución para hacer frente a este problema, que ha recibido un elevado grado de atención a raíz de la crisis, consiste en involucrar de manera más directa a los originadores en sus propias operaciones de titulización, obligándoles

---

3 *Residential mortgage backed securities.*

4 Véase el documento *Ten Industry Initiatives to increase Transparency in the Securitisation Market*, elaborado por la Commercial Mortgage Securities Association (CMSA Europe), la European Association of Co-operative Banks, la European Association of Public Banks (EAPB), la European Banking Federation (EBF), el European Savings Banks Group (ESBG), el European Securitisation Forum, la International Capital Market Association (ICMA), la London Investment Banking Association (LIBA) y la Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA).

a retener una parte del riesgo de estas operaciones. En el contexto de la Unión Europea, esta idea se ha llevado a la práctica mediante una modificación en la Directiva de Adecuación del Capital aplicable a las entidades de crédito, conocida, por sus siglas en inglés, como CRD II y que entró en vigor el pasado 1 de enero de 2011<sup>5</sup>.

En concreto, esta modificación persigue que ningún banco pueda tener exposiciones en titulaciones a menos que el originador retenga, de manera continuada, un «interés económico material neto» en la correspondiente titulación de, al menos, el 5%. A efectos del cómputo de este porcentaje de retención mínima, el originador podrá optar entre las siguientes alternativas: i) retención del 5% del valor nominal de cada uno de los tramos vendidos; ii) retención de no menos del 5% del valor nominal total de las exposiciones tituladas; iii) retención de exposiciones elegidas aleatoriamente; o iv) retención del primer tramo de pérdidas u otros tramos con el mismo perfil de riesgo que el de los tramos vendidos.

Debe señalarse que esta obligación no afecta únicamente a los bancos como inversores en bonos de titulación, sino también en los casos en que éstos asuman exposiciones procedentes de titulaciones en cumplimiento de sus obligaciones como proveedores de líneas de liquidez, préstamos subordinados o contrapartidas de operaciones de *swap*. Por su parte, los originadores deberán mantener en sus libros la retención mencionada anteriormente, en cualquiera de sus formas, sin posibilidad de venderla o de reducir el riesgo asumido mediante coberturas.

De este modo, los reguladores europeos han considerado que el desarrollo de legislación prudencial puede ser una herramienta apta para alinear los intereses de originadores e inversores en titulaciones, contribuyendo así a mejorar los niveles de calidad de las carteras tituladas. El no cumplimiento de la retención del 5% supondrá una penalización en la ponderación del riesgo de las posiciones de titulación que mantenga la entidad en cuestión y por tanto de los requerimientos de capital que deberá registrar en su balance. Con el objetivo de armonizar la interpretación por parte de las autoridades competentes de lo dispuesto en la nueva normativa, el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS, por sus siglas en inglés<sup>6</sup>) publicó en diciembre de 2010 una serie de guías para la aplicación práctica del artículo 122a de la Directiva de Adecuación del Capital CRD<sup>7</sup>.

Medidas similares a las introducidas en la Directiva de Adecuación del Capital para entidades de crédito se han incluido recientemente en otros desarrollos normativos, como la Directiva 2009/138 sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y reaseguro y su ejercicio (conocida como Solvencia II) y la Directiva para gestores de inversión alternativos. De esta manera, se pretende crear un marco regulatorio homogéneo para todo el abanico de inversores potenciales en este tipo de productos y evitar la posibilidad de arbitraje regulatorio.

---

5 Véase el artículo 122a de la Directiva 2009/111/CE de 16 de septiembre de 2009.

6 Desde enero de 2011, CEBS ha sido sustituido por la nueva Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés).

7 Véase el documento «Guidelines to Article 122a of the Capital Requirements Directive» de la EBA.

## 3.2 Falta de transparencia

Las necesidades específicas de los distintos participantes de la industria de la titulización en relación a la información sobre estos productos varían según el tipo de activo considerado. En efecto, en una encuesta llevada a cabo por varias asociaciones de miembros de la industria financiera a finales de 2008<sup>8</sup>, los inversores mostraron mayoritariamente su conformidad con la información disponible en el caso de los préstamos al consumo o de las titulaciones respaldadas por préstamos hipotecarios para inmuebles comerciales (CMBS<sup>9</sup>). Sin embargo, consideraban necesario mejorar la información que los originadores normalmente proporcionaban acerca de los RMBS. En el caso de las titulaciones respaldadas por valores de renta fija emitidos por empresas (CDO<sup>10</sup>), se apuntaba a la insuficiencia de la información disponible y a la dificultad para comprenderla, lo que impedía su utilización práctica. Así, la conjunción de un elevado grado de complejidad en muchos de estos productos junto con la escasa información aprovechable acerca de los mismos motivó que los inversores recurriesen sistemáticamente a los análisis efectuados por las agencias de *rating*.

Con el objetivo de solucionar la falta de información sobre las carteras que van a ser tituladas y mejorar la comprensión del funcionamiento de las nuevas estructuras de titulización, la directiva CRD II también ha introducido nuevos requisitos de disponibilidad de información para originadores o promotores de titulaciones que sean bancos. Así, de acuerdo a esta nueva regulación, los bancos deberán: i) revelar a los inversores el nivel de «interés económico material neto» que planean mantener con respecto a cada titulización; ii) garantizar que los potenciales inversores tienen fácil acceso a todos los datos materialmente relevantes con respecto a la calidad del crédito y al comportamiento de cada una de las exposiciones que se van a titular, así como sobre los flujos de efectivo de la operación y las mejoras crediticias previstas, y iii) asegurarse de que está disponible la información necesaria para que se pueda realizar una correcta prueba de resistencia sobre los flujos de caja y sobre el valor de las mejoras crediticias.

Por otro lado, la incertidumbre sobre el posible deterioro de las carteras crediticias tituladas y su impacto en el comportamiento de las estructuras de titulización fue uno de los factores que contribuyó a que el mercado de la titulización, prácticamente, se paralizase a partir de 2007. En muchos casos, sólo tras un lapso de tiempo considerable se comenzaron a tener datos sobre la calidad real de las carteras tituladas y la robustez de los vehículos.

Del análisis de la información acerca del rendimiento de estos productos se desprende que los impagos, en general, se han distribuido de manera heterogénea entre los distintos segmentos del mercado de titulización y que, en conjunto, su peso en el mercado europeo ha sido relativamente pequeño en comparación con el estadounidense. En efecto, entre mediados de 2007 y finales de 2009, únicamente el 0,3% de todas las emisiones europeas de productos estructurados calificadas como AAA sufrieron impagos.

---

8 Incluida dentro del informe *Restoring Confidence in Securitization Markets* elaborado por el American Securitization Forum, la Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), el Australian Securitisation Forum y el European Securitisation Forum, publicado el 3 de diciembre de 2008.

9 *Commercial mortgage-backed security*.

10 *Collateralized debt obligation*.



En concreto, los fallidos dentro de este nivel de calificación no afectaron al segmento de los RMBS, concentrándose en las operaciones del tipo CDO y CMBS. El mayor volumen de impagados durante el periodo señalado correspondió a valores con calificaciones inferiores a BBB, principalmente del tipo CMBS, y supuso el 4,2% de todo el volumen emitido con grado especulativo. En su conjunto, a lo largo de este periodo, el mercado europeo ha sufrido impagos en valores que suponen el 0,4% del volumen total emitido, cifra que contrasta con el 4% de las emisiones estadounidenses<sup>11</sup>.

Con el objetivo de evitar episodios de práctica parálisis del mercado, como los acontecidos desde el inicio de la actual crisis, y permitir a los inversores llevar a cabo evaluaciones realistas de los riesgos incluidos en sus carteras, inicialmente la industria emitió una serie de recomendaciones sobre mejores prácticas en materia de provisión de información. Posteriormente, ha sido la vía de la regulación la que ha tomado el relevo en la canalización de este tipo de iniciativas (véase cuadro 2). A continuación se describen las principales medidas regulatorias en este ámbito.

### Medidas para aumentar la información sobre las carteras titulizadas

CUADRO 2

Medida	Autoridad responsable
– Información individualizada de los préstamos que respaldan activos de titulización que vayan a ser utilizados como colaterales en el Eurosistema.	– Banco Central Europeo. – Está previsto que este requisito esté plenamente operativo en los 18 meses siguientes al 16 de diciembre de 2010.
– Información individualizada de los préstamos que respaldan activos de titulización que vayan a ser utilizados como colaterales con el Banco de Inglaterra.	– Banco de Inglaterra. – Está previsto que este requisito esté plenamente operativo en los 12 meses posteriores a la publicación de los formularios correspondiente a cada tipo de activo.
– Requisitos de disponibilidad de información de las carteras titulizadas para originadores o promotores de titulizaciones que sean bancos.	– Directiva de Adecuación del Capital, CRD II. – Entró en vigor el 1 de enero de 2011.
– Legislaciones específicas sobre información pública periódica de los vehículos emisores de valores de titulización admitidos a negociación en mercados organizados.	– España: Circular 2/2009 de la CNMV. – Reino Unido: FSA CP 10/17: Strengthening Capital Standards 3 - feedback to CP 09/29, final rules for CRD 2 and further consultation, julio de 2010.

Fuente: Elaboración propia.

El Banco Central Europeo, con la finalidad de asegurar que los activos procedentes de titulizaciones utilizados como garantía en las operaciones del Eurosistema tengan una calidad adecuada, hizo público en el mes de diciembre de 2010 su decisión de solicitar información individualizada de los préstamos vinculados a los activos presentados en dichas operaciones. Está previsto que estos requisitos entren en vigor en los próximos 18 meses, comenzando por los valores de titulizaciones hipotecarias de préstamos para la compra de vivienda y ampliando este requisito gradualmente al resto de valores de titulización.

El Banco de Inglaterra, por su parte, hizo público en julio de 2010 que también requerirá información individualizada de los préstamos que respalden valores de ope-

11 Datos disponibles en la página web de AFME, <http://www.afme.eu/document.aspx?id=4452>

raciones de titulización, para que dichos activos puedan seguir siendo elegibles en las operaciones realizadas con el Banco de Inglaterra. La información deberá estar disponible con una frecuencia no superior al trimestre. Con carácter mensual, se proporcionará a los inversores un informe sobre la evolución de los activos subyacentes, la asignación de los recursos y los detalles sobre las mejoras crediticias contratadas, entre otros asuntos. También se pondrá a disposición de los inversores un modelo de la tabla de flujos de tesorería. En noviembre de 2010, este banco central publicó el modelo de información que requerirá para operaciones RMBS y las entidades deberán tener implementado el procedimiento antes de 12 meses.

Como se ha señalado anteriormente, la modificación de la Directiva de Requisitos de Capital (CRD II) obliga a los originadores de operaciones de titulización a poner a disposición de los inversores información suficiente para que éstos puedan hacer un análisis completo antes de efectuar sus inversiones. Debido a la naturaleza de este tipo de operaciones, la Comisión Europea, también a través de la CRD II, ha estimado necesario que esa información se proporcione de manera continuada al mercado. Aunque la norma no especifica la periodicidad con que los originadores deben publicar la información, y dado que traslada a las entidades de crédito que sean inversores la obligación de tener en todo momento una valoración consistente de sus exposiciones en titulaciones y poder justificarla, puede entenderse que la información debe estar disponible con carácter permanente para así poder responder a las peticiones de los inversores.

En España, dada la importancia adquirida por el mercado de titulización dentro de su sistema financiero durante la última década, se estimó conveniente aumentar los requisitos acerca de la información que los fondos estaban proporcionando al mercado. Así, en marzo de 2009 se publicó la Circular 2/2009, modificada posteriormente por la Circular 4/2010, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en la que, entre otros asuntos, se establece un marco de obligaciones aplicables a la elaboración de información periódica para los fondos de titulización. De acuerdo a esta nueva normativa, los fondos deberán hacer públicos, mediante un formato estandarizado y el envío electrónico de datos con periodicidad semestral, su balance, su cuenta de pérdidas y ganancias, su estado de flujos de efectivo, información detallada sobre la situación de los activos cedidos al fondo (naturaleza de los activos, importes vivos, tasas de morosidad, importes declarados fallidos, vida residual, amortizaciones anticipadas, etc.) y los pasivos emitidos (tipos de interés, amortizaciones practicadas, vida media, calificaciones vigentes, etc.), así como la situación en la que se encuentran las mejoras crediticias incorporadas al fondo.

En el Reino Unido, la Financial Services Authority (FSA), órgano supervisor de los mercados financieros, ha aprobado<sup>12</sup>, dentro del procedimiento para la trasposición de los nuevos requerimientos de la CRD II, nuevas medidas que suponen aumentar la frecuencia de publicación de datos sobre titulaciones, pasando de hacerlo semestralmente a trimestralmente. También se modifica el modelo de información que debe ser enviado al regulador sobre las titulaciones originadas o mantenidas en los libros de negociación. La entrada en vigor de estas novedades se produjo el 31 de diciembre de 2010.

---

12 Véase FSA, *Strengthening Capital Standards 3 - feedback to CP 09/29, final rules for CRD 2 and further consultation* (CP 10/17, publicado en julio de 2010).

### 3.3 Complejidad de las estructuras de titulización

Los instrumentos de titulización, dada su naturaleza, suelen ser más complejos que muchos otros instrumentos financieros, incluso en su versiones más sencillas. En concreto, el grado de complejidad depende del diseño de cada operación y del tipo de activo titulado. La dificultad para entender el funcionamiento de estas estructuras, junto con el hecho de que determinados tipos de titulización han estado asociados al estallido de la crisis financiera, han generado una cierta estigmatización de este tipo de operaciones financieras.

Tanto la industria como los reguladores consideran necesario volver a los orígenes y primar las estructuras sencillas, fácilmente entendibles por el mercado, para volver a generar confianza en los inversores. En este contexto, cabe destacar dos iniciativas que, previsiblemente, tendrán una considerable repercusión en la forma de titular en los próximos años: el endurecimiento de los requisitos de capital para las inversiones de las entidades de crédito en titulaciones complejas y la iniciativas en materia de derivados comercializados en mercados no organizados (*over the counter*, OTC) impulsadas por el G-20 (véase el cuadro 3).

#### Medidas para desincentivar las estructuras excesivamente complejas

CUADRO 3

Medidas	Autoridad responsable
– Endurecimiento de los requisitos de capital para los bancos que mantengan en sus libros titulaciones complejas	– Directiva de Adecuación del Capital, modificación CRD III y IV. – De aplicación a partir del 31 de diciembre de 2011 y pendiente de publicación por parte de la Comisión Europea de una propuesta definitiva, respectivamente.
– Regulación de los mercados OTC de derivados	– Propuesto por el G-20 en sus cumbres de Líderes de abril y septiembre de 2009. – La Unión Europea ha publicado un borrador con su propuesta para la creación de un mercado de derivados OTC. Se prevé que esté operativa a finales de 2012.

Fuente: Elaboración propia.

La Comisión Europea ha considerado que la ponderación del riesgo de las re-titulaciones debe ser diferente de la de una titulización normal, debido a la mayor complejidad de las primeras. En esta dirección, otra de las modificaciones recientes de la Directiva de Adecuación del Capital, conocida como CRD III, eleva el rango de ponderación para las retitulaciones<sup>13</sup>, a efectos del cómputo de los requisitos de capital que deben mantener las entidades bancarias que inviertan en estos productos, a niveles entre el 40% y el 650%, si se sigue el método estándar (mientras que una titulización valorada según este mismo método pondera entre el 20% y el 350%). Asimismo, los rangos de ponderación para las retitulaciones valoradas con el resto de métodos se fijan en niveles superiores que los de las titulaciones normales.

13 De acuerdo con la definición dada por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea una retitulación es una titulización en la que el riesgo asociado a una cartera subyacente está dividido en tramos y al menos una de las exposiciones de la cartera subyacente procede de una titulización. Así mismo una exposición a una o más retitulaciones es, a su vez, una retitulación.

Por otro lado, siguiendo la tendencia de dar un tratamiento cada vez más restrictivo a las titulaciones sintéticas, la CRD IV propone hacer una supervisión específica de las operaciones repo que incorporen activos procedentes de titulaciones como colaterales y prohibir la utilización como garantía de valores procedentes de retitulaciones en este tipo de operaciones a efectos del cálculo del capital regulatorio.

El uso intensivo de los derivados en las estructuras de titulación genera complejidad en la valoración y en la comprensión de los instrumentos por parte de los inversores. En lo que se refiere a la titulación, los derivados no sólo están presentes en las denominadas titulaciones sintéticas, respaldadas por derivados de crédito, sino que las titulaciones más simples suelen incluir algún derivado OTC dentro del apartado de mejoras crediticias.

Los derivados OTC están representados por una estructura contractual adaptada en cada momento a las condiciones pactadas entre las partes (Nystedt, 2004<sup>14</sup>). La falta de transparencia sobre la transacción, frecuentemente, ha dificultado un conocimiento preciso de la exposición final al riesgo que asumen tanto la contraparte como el inversor final. Como se puso de manifiesto desde las primeras fases de la actual crisis financiera, la falta de transparencia en estos mercados aumenta la incertidumbre entre los agentes financieros y puede impactar de manera muy negativa en los precios y en la liquidez de estos productos.

Siguiendo las directrices marcadas por el G-20<sup>15</sup>, la Comisión Europea ha elaborado recientemente un documento con sus principales propuestas para la creación de un mercado europeo de derivados OTC<sup>16</sup>, con el objetivo de aumentar la transparencia y reducir el riesgo de contrapartida y los riesgos operacionales asociados a este tipo de productos. En concreto, el documento presentado por la Comisión incluye los siguientes requisitos: i) exigencia de aportar información detallada de los contratos de derivados OTC celebrados por compañías financieras y no financieras europeas a las entidades depositarias, haciéndolos, en todo caso, accesibles a los organismos reguladores; ii) las entidades depositarias deberán publicar de forma accesible para todos los participantes del mercado las posiciones agregadas por tipo de derivado; iii) para las cámaras de contrapartida central, se fijan los requerimientos mínimos de capital que deben mantener, el modelo de organización interna y los estándares bajo los cuales deben llevar a cabo su actividad; iv) obligación de compensar y liquidar los contratos OTC estandarizados a través de las cámaras de contrapartida central; v) se fijan medidas para mitigar el riesgo de aquellos contratos que por sus características no tengan obligación de compensarse a través de una central de contrapartida; y vi) los términos de los contratos celebrados deberán ser confirmados a través de medios electrónicos. Estas propuestas de la Comisión Europea deberán ser refrendadas por el Consejo Europeo y el Parlamento Europeo y se prevé que estén plenamente operativas a finales de 2012.

---

14 Nystedt J. (2004), *Derivative Market Competition: OTC Markets versus Organized Derivative Exchanges* (IMF Working Paper, WP/04/61).

15 El G-20, en su Cumbre de líderes de abril del 2009, propuso como una de las tareas prioritarias promover la creación de cámaras de contrapartida central para derivados sujetas a regulación y supervisión, con el objetivo de lograr un mercado de derivados de crédito estándar y estable.

16 *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories.*

Así, en un marco regulatorio en el que aquellas operaciones que utilicen derivados no estandarizados se vean penalizadas con mayores requisitos de capital, los agentes financieros se verán incentivados a utilizar aquellos derivados y a diseñar las estructuras de titulización que comporten los mayores ahorros en términos de capital posibles, por lo que es previsible que algunos tipos de titulizaciones dejarán de ser económicamente viables. Al mismo tiempo, es razonable esperar que estas medidas induzcan un mayor nivel de estandarización de las titulizaciones al reducirse el abanico de derivados a los que recurrir para hacer que una operación resulte viable. El fomento de la estandarización en el ámbito de los derivados puede redundar, a su vez, en una simplificación de las estructuras de titulización que los utilicen.

### 3.4 Deficiencias en la *due diligence* por parte de los inversores

El mercado de la titulización es, esencialmente, un mercado mayorista, esto es, un mercado dirigido a inversores profesionales. A pesar de la cualificación que a éstos se les supone, existe cierta evidencia de que, durante los años que precedieron al inicio de la crisis, estos inversores confiaron de forma casi exclusiva en los análisis realizados por las agencias de calificación, sin llevar a cabo las debidas valoraciones y comprobaciones propias. Así lo revela, por ejemplo, una encuesta<sup>17</sup> entre inversores promovida por la industria, y llevada a cabo en 2008, en la que se reconoce que la información sobre el valor de los activos subyacentes podía ser insuficiente, pero que, por otro lado, tampoco se tomaba en consideración la poca información que sí estaba disponible. En concreto, los encuestados señalaban que la propia dinámica del sistema no facilitaba la realización de análisis internos, puesto que la demanda de estos productos era muy elevada y el tiempo en el que los inversores debían confirmar sus peticiones era reducido.

#### Medidas para incentivar a los inversores a realizar sus propias valoraciones

CUADRO 4

Medidas	Autoridad responsable
– Justificación de haber llevado a cabo un análisis completo con carácter previo a la realización de una inversión en valores de titulización por parte de las entidades de crédito.	– Directiva de Adecuación del Capital, CRD II. – Entró en vigor el 1 de enero de 2011.
– Información al mercado sobre las exposiciones de titulizaciones en los libros de las entidades de crédito.	– Directiva de Adecuación del Capital, en su apartado Pilar 3, modificación CRD III. – Entrará en vigor el 31 de diciembre de 2011.

Fuente: Elaboración propia.

Como se aprecia en el cuadro 4, el esfuerzo de los reguladores por corregir este problema se ha materializado en dos medidas que, esencialmente, establecen obligaciones de análisis respecto a las inversiones en activos de titulización y de información al mercado respecto a la exposición de la entidad a estos valores.

17 Incluida en el documento *Restoring Confidence in Securitisation Markets* elaborado a iniciativa de un conjunto de asociaciones representativas del mercado de la titulización: el American Securitization Forum, la Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), el Australian Securitisation Forum y el European Securitisation Forum.

De acuerdo con las novedades introducidas en la Directiva de Adecuación del Capital (CRD II), las entidades de crédito tendrán que demostrar a las autoridades competentes que han aplicado las políticas y los procedimientos apropiados que les permitan hacer un amplio análisis de las inversiones en valores de titulización, tanto antes de invertir como en relación a cada una de las posiciones mantenidas posteriormente, y que todo ello es coherente con el perfil de riesgo de la entidad. Adicionalmente, deberán llevar a cabo, con carácter continuo, pruebas de esfuerzo de sus exposiciones en valores de titulización. Por otro lado, esta Directiva establece que las entidades de crédito podrán apoyarse en los modelos de valoración financiera desarrollados por una agencia de calificación externa, siempre y cuando puedan demostrar que entienden la metodología, las hipótesis y los resultados del modelo y que, con carácter previo a la inversión, investigaron sobre su validez.

En relación a la información que las entidades de crédito deben difundir sobre sus exposiciones a activos titulizados, el Anexo XII de la Directiva de Adecuación de Capitales de Entidades de Crédito ha sido modificado para, por una parte, adaptarlo a determinadas novedades regulatorias en el ámbito de la titulización, como la retención del 5% del interés económico material de cada titulización originada por esa entidad y, por otra parte, para aumentar la información referente al riesgo asumido por una entidad en cada una de las exposiciones de titulización incluidas en su balance. En particular, el regulador europeo ha puesto especial empeño en que se haga público el tipo de vehículo utilizado para articular la operación, en la identificación de las exposiciones dentro y fuera del balance, en la valoración permanente de las mismas y en el estudio de su sensibilidad en diferentes escenarios.

### 3.5. Papel de las agencias de *rating* en la titulización

El marco legal y las prácticas del mercado habían conformado un sistema excesivamente dependiente de las agencias de *rating* que quedó en evidencia tras el estallido de la crisis financiera.

La necesidad de regular la actuación de las agencias de *rating* constituye uno de los hitos de la reforma financiera internacional en curso, impulsada por el G-20. Los motivos de esta reforma son diversos, pero en el campo de la titulización algunas de las deficiencias más señaladas son la infravaloración por parte de las agencias de los riesgos presentes en el mercado inmobiliario y la opacidad en sus técnicas de valoración y en la información utilizadas para realizar los análisis.

En el contexto de la UE, el Reglamento CE N<sup>o</sup> 1060/2009 conforma el marco normativo aplicable a las agencias de *rating* desde octubre de 2009 y establece obligaciones para estas entidades, como la de registrarse en el Estado Miembro correspondiente o someterse a la supervisión por parte del organismo competente en cada momento. También introduce normas en cuanto a la manera en la que se debe ejercer esta actividad, siendo las principales las siguientes: i) las agencias deberán hacer públicos los métodos, modelos e hipótesis fundamentales que utilicen en sus actividades de calificación crediticia; ii) las calificaciones deberán ser objeto de revisión, al menos, una vez al año y, en todo caso, siempre que haya cambios sustanciales que puedan suponer una variación de la calidad crediticia; iii) las agencias de calificación deberán hacer públicas sus calificaciones crediticias, así como la decisión de suspender

una calificación; iv) las agencias deberán diferenciar las calificaciones a financiaciones estructuradas, como serían las titulizaciones, mediante un símbolo adicional; v) las agencias deberán velar por que la emisión de sus calificaciones no se vea afectada por ningún conflicto de intereses, ni ninguna relación comercial, en ambos casos, reales o potenciales; y vi) los empleados de las agencias deberán contar con los conocimientos y la experiencia adecuados para el desempeño de sus funciones y su remuneración no podrá estar vinculada a los ingresos que obtenga la agencia con las calificaciones concedidas.

Aunque esta normativa se encuentra en sus primeras fases de implementación, debido a los rápidos cambios que se están sucediendo en el ámbito financiero ya está publicado un primer borrador para la modificación de este Reglamento. Entre las novedades que incluye la nueva regulación destaca la centralización de las competencias de registro y supervisión de agencias de *rating* en la nueva Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés). Se prevé que este nuevo marco normativo entre en vigor a lo largo del año 2011.

También está previsto que en 2012 la Comisión Europea presente un informe<sup>18</sup> con sus propuestas para dar solución a otros problemas importantes, como el exceso de dependencia de las calificaciones crediticias por parte de inversores y reguladores, el conflicto de intereses inherente al actual modelo basado en la contratación de las agencias de *rating* por parte de los emisores, o la escasa competencia entre las empresas pertenecientes a este sector.

### 3.6. Il liquidez de los mercados secundarios

La mayoría de los bonos procedentes de operaciones de titulización cotizan en mercados regulados. Sin embargo, su negociación en términos reales ha sido históricamente baja. La razón de la escasa actividad de estos valores en los mercados secundarios es que muchos de los inversores adquieren estos productos con el objetivo de mantenerlos en sus carteras hasta vencimiento. También influye el hecho de que, en muchos casos, se trata de instrumentos financieros diseñados a medida para un cliente, lo que, en la práctica, puede dificultar encontrar otros posibles compradores de estos productos en momentos posteriores a su emisión.

Los análisis realizados tanto por los agentes del mercado<sup>19</sup> como por los reguladores<sup>20</sup> coinciden en señalar al aumento de la transparencia de las condiciones en las que se cierran las transacciones de valores de titulización como una medida para activar este mercado. El primer documento de trabajo elaborado por la Comisión Europea para la revisión de la MiFID<sup>21</sup> contempla la revisión de los regímenes de

---

18 De acuerdo con lo recogido en el art. 39(1) del Reglamento 1060/2009.

19 Véase el informe *Restoring Confidence in Securitisation Markets*, publicado en 2008 por la Joint Global Initiative.

20 Véanse *Transparency of Structured Finance Products*, publicado por IOSCO en julio de 2010, y *Transparency of corporate bond, structured finance product and credit derivatives markets*, publicado por CESR en julio de 2009.

21 El 8 de diciembre de 2010 la Comisión Europea puso a consulta el documento de trabajo *Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MIFID)*. El periodo de consulta terminó el 2 de febrero de 2010.

pre y postransparencia de productos estructurados con folleto informativo o cotizados en algún mercado organizado, aunque no incluye ninguna propuesta concreta sobre cómo hacerlo y únicamente menciona que los nuevos requisitos serían diferentes en función del tipo de activo. En todo caso, esto es sólo el comienzo de un proceso cuyo objetivo final es conseguir un marco armonizado de la información disponible para los mercados que permita una más eficiente formación de precios para estos productos y una valoración de mercado disponible con carácter permanente.

## **4 Otras iniciativas regulatorias que afectarán al mercado de la titulización**

Los países pertenecientes al G-20, en la cumbre celebrada en Toronto en junio de 2010, reconocieron la labor realizada por el Banco Internacional de Pagos, a través del Comité de Supervisión Bancaria, para fortalecer el sistema bancario y resaltaron la importancia, en este contexto, de establecer un único conjunto de normas contables a nivel internacional<sup>22</sup>.

Como se describe a continuación, las novedades que se introduzcan en estos dos ámbitos, y también en el de la regulación prudencial de las compañías de seguros, tendrán un considerable impacto sobre los mercados financieros en general y sobre la industria de la titulización en particular.

### **4.1 Reformas en el marco prudencial de los sectores bancario y asegurador**

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea ha publicado en los últimos dos años un conjunto de documentos y directrices, conocidos en conjunto como Basilea III, que abordan los problemas evidenciados durante la crisis financiera en el sector bancario y tienen como objetivo fortalecer la regulación, la supervisión y la gestión del riesgo en ese sector. La Unión Europea ya ha adoptado algunas de las normas de Basilea III en las últimas modificaciones a su Directiva de Requisitos de Capital (CRD III y CRD IV).

Uno de los aspectos revisados en este contexto ha sido los requisitos de capital de las titulaciones. Como se ha indicado anteriormente, la tenencia en libros de retitulizaciones tendrá rangos de ponderación de riesgo superiores a los de las titulaciones tradicionales. Adicionalmente, la CRD III introduce la obligación de aplicar a las posiciones de titulización contenidas en la cartera de negociación el mismo tratamiento, en términos de capital, que a las incluidas en la cartera de inversión.

Otra de las novedades introducidas por Basilea III, ya incorporada en los desarrollos legislativos que se están tramitando, se refiere al cumplimiento de un conjunto de

---

22 La importancia de lograr un marco contable único a nivel internacional ya había sido puesta de manifiesto en las cumbres del G-20 de Londres, en abril de 2009, y Pittsburgh, en septiembre de 2009.



ratios: i) requerimiento de cobertura de liquidez a corto plazo, ii) ratio de cobertura de liquidez a largo plazo y iii) ratio de apalancamiento.

Para el cálculo de estas ratios, de acuerdo a la última propuesta del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, los valores de titulización quedan excluidos de la consideración como activos líquidos de alta calidad o como fuente de financiación estable para una entidad de crédito. Asimismo, se clasifica a los valores de titulización, a las mejoras crediticias concedidas a operaciones de titulización y a los activos titulizados no dados de baja en el balance como una exposición de riesgo más en los libros de una entidad financiera.

La industria de la titulización ha mostrado su preocupación por el impacto que tanto los mayores requisitos de capital como el cumplimiento de las ratios mencionadas puedan tener sobre la actividad titulizadora. La mejor consideración por parte de la Comisión Europea de otros productos como los *covered bonds* (categoría que incluye, entre otros instrumentos, a las cédulas hipotecarias), sí incluidos por ejemplo dentro del grupo de activos líquidos, podría llevar a las entidades financieras a intensificar las emisiones de este tipo de valores, en detrimento de la titulización.

En paralelo al sector financiero, en estos momentos se está adoptando el nuevo marco de reglas para el cálculo de los requisitos de capital aplicables a las compañías de seguros, incorporado en la Directiva 2009/138 sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y reaseguro y su ejercicio (conocida como Solvencia II). Solvencia II configura un nuevo escenario legislativo basado en el cálculo del capital en función del riesgo asumido por las aseguradoras. Aunque todavía no está claro el impacto final que la nueva legislación tendrá para la titulización, algunos estudios<sup>23</sup> han señalado que las exposiciones mantenidas en los tramos de peor calificación, (tramos mezzanine y junior), verán sustancialmente incrementados sus requisitos de capital.

## 4.2 Iniciativas en el ámbito contable

La posibilidad de dar de baja en balance los activos titulizados, con el correspondiente ahorro de capital regulatorio, es uno de los atractivos potenciales de la titulización. Sin embargo, debido a la variedad de formas bajo las cuales se puede instrumentalizar estas operaciones, las entidades han encontrado dificultades en la aplicación de las pruebas de control para la baja en balance de activos. También se ha debatido sobre cómo reconocer parcialmente un activo cedido pero con el cual el cedente mantiene una implicación continuada o si un vehículo de titulización debe o no estar incluido en el perímetro de consolidación de una entidad originadora. Con el objetivo de conseguir una aplicación consistente y homogénea de las normas contables, tanto originadores como auditores han solicitado al IASB<sup>24</sup> mejoras y clarificaciones en la aplicación del marco contable correspondiente a la titulización.

---

23 Deutsche Bank (2010), «Solvency II and European ABS», Special Report, noviembre.

24 International Accounting Standards Board. Es el organismo encargado del desarrollo de las normas internacionales de contabilidad, IFRS/IAS, y sus interpretaciones IFRIC/ SIC.

Actualmente, el IASB está trabajando en la modificación de dos aspectos importantes: la consolidación contable y la baja en balance de activos. Sobre el primero, está previsto que se publiquen las conclusiones finales de los trabajos en curso en el primer trimestre de 2011. Con respecto al segundo, se publicó el borrador de una primera propuesta en marzo del 2009 pero en mayo de 2010, el IASB decidió reconducir los trabajos para centrarse en aumentar la transparencia y mejorar la información proporcionada a los inversores, lo cual se ha materializado en la propuesta de modificación de la IFRS 7 (Instrumentos Financieros: Publicación de Información), presentada en octubre de 2010. De acuerdo con esta propuesta, las entidades deberán aumentar la información sobre la vinculación que mantienen con activos cedidos pero no dados de baja en sus balances o sobre los riesgos mantenidos en referencia a activos dados de baja parcialmente.

Los actividad desarrollada por el IASB en los últimos años se enmarca dentro del proceso de convergencia entre las normas contables generalmente aceptadas en los Estados Unidos (US GAAP) y las normas internacionales de información financiera (*international financial reporting standards*, IFRS) que el FASB<sup>25</sup> y el IASB acordaron en octubre de 2007. Este proceso se ha visto respaldado por las reiteradas peticiones del G-20 a las instituciones contables internacionales para que redoblen sus esfuerzos por conseguir un único conjunto de normas contables aplicables a nivel global. Para finalizar este proyecto de convergencia se daba como fecha estimada junio de 2011, aunque debido a las consultas lanzadas a los agentes del mercado, también siguiendo la recomendación del G-20, se podría retrasar hasta la segunda mitad de 2011.

## 5 Conclusiones

Desde el comienzo de la crisis, la titulización ha sido objeto de numerosas críticas por su posible papel en el origen de la crisis financiera. Sin embargo, al mismo tiempo, se ha subrayado tanto por parte de la industria como de algunas autoridades la conveniencia de que se recupere la actividad en este segmento sobre una base sólida y estable, como una alternativa atractiva de financiación para las entidades de crédito.

A nivel europeo, a lo largo de 2010, el interés de los mercados por estos productos ha experimentado una ligera mejoría, pero la actividad sigue siendo muy reducida. Las características de las últimas operaciones colocadas entre inversores privados reflejan todavía una gran desconfianza, con volúmenes de emisión relativamente reducidos, vencimientos cortos y titulización de carteras muy saneadas o con algún tipo de garantías públicas.

Así, en estos momentos no parece factible una rápida recuperación de la actividad titulizadora. El entorno macrofinanciero actual en la mayoría de países, caracterizado por una atonía en la predisposición de los inversores a asumir nuevos riesgos, y el efecto estigma que todavía pesa sobre estos productos mantienen la demanda privada de estos productos en niveles extraordinariamente bajos.

---

25 Financial Accounting Standards Board.

En este artículo se proporciona una revisión de los principales desarrollos normativos puestos en marcha recientemente en el ámbito de la Unión Europea. Algunos de estos desarrollos, que tienen como prioridad la corrección de los errores y excesos cometidos en el pasado, pueden afectar de manera sustancial a la titulización. En concreto, no es descartable que el nuevo marco regulador que entrará en vigor en los próximos años reduzca el interés de la banca y de otros inversores por este tipo de producto, al verse sometido a requisitos normativos más estrictos, como el aumento de los requisitos de capital propiciado por las nuevas normas prudenciales en el ámbito de la banca y de las industria de seguros o el establecimiento de nuevos requisitos de liquidez asociados a las tenencias de titulizaciones por parte de las entidades de crédito. Asimismo, el progresivo endurecimiento de las condiciones establecidas por el Banco Central Europeo para la utilización de sus fondos afectará a los incentivos de las entidades originadoras para titularizar activos con el objetivo de utilizarlos como garantía en las operaciones de financiación de la autoridad monetaria.

Al mismo tiempo, la necesidad de avanzar en la normalización de los canales de financiación de las entidades de crédito europeas basados en mecanismos de mercado acentúa el papel de la titulización como una vía de financiación estable, con capacidad para contribuir a la reactivación del crédito. Por tanto, en este contexto parece conveniente mantener abierto e impulsar el debate entre autoridades económicas, reguladores y la industria financiera acerca de cómo impulsar una recuperación sostenible, eficiente y responsable de los mercados de titulización en Europa.



### III Novedades regulatorias



# La Directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativos<sup>1</sup>

Joan Rius Riu (\*)

1 El trabajo hace referencia, a la espera de la publicación oficial de la Directiva en el Diario Oficial de la Unión Europea, al texto acordado por el Consejo y el Parlamento de la Unión Europea y publicado por el Consejo el día 27 de octubre de 2010.

(\*) Joan Rius Riu es técnico de la Delegación de la CNMV en Barcelona. El autor agradece a Carmen Corsín y Francisco Albuixech sus comentarios a una versión previa de este trabajo. Cualquier error u omisión es, no obstante, solamente atribuible al autor.





# 1 Introducción

Está previsto que en los próximos meses se publique en el Diario Oficial de la Unión Europea el texto que recogerá la versión definitiva de la Directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativos (en adelante, AIFMD, *Alternative Investment for Fund Managers Directive*<sup>2</sup>). Esta publicación contendrá la regulación finalmente acordada por el Consejo y el Parlamento de la UE el pasado mes de noviembre de 2010, cerrando así un largo proceso legislativo iniciado formalmente con la propuesta de directiva presentada por la Comisión Europea a finales de abril de 2009.

Esta norma debe encuadrarse en el nuevo contexto regulatorio resultante de la crisis financiera, inspirado en una firme convicción en cuanto a la necesidad de regular más y mejor sobre todos los agentes intervinientes en los mercados financieros con independencia de su carácter más o menos sofisticado.

En el ámbito de la inversión alternativa, este planteamiento se materializa en la elaboración y próxima promulgación de la AIFMD, norma que tiene como objetivo el establecimiento de un marco regulatorio común para todos los Estados Miembros en relación con la autorización y la supervisión de los gestores de fondos de inversión alternativos (AIFM). Este marco debe permitir un mayor y mejor control sobre los riesgos que la actividad de estos gestores puede representar para los inversores, las contrapartes, otros participantes de los mercados financieros y la estabilidad, en general, de estos últimos.

Si bien existe un amplio consenso en no considerar a la inversión alternativa –ni a las entidades que operan en este ámbito– como responsable de la actual crisis financiera, el legislador europeo considera que ésta ha puesto de manifiesto, por un lado, los efectos sistémicos que ciertas estrategias de este tipo de inversión pueden llegar a desencadenar y, por otro, las deficiencias resultantes de una respuesta fragmentada a esta situación por parte de los Estados Miembros. En este contexto, la Directiva pretende armonizar tanto las condiciones para la autorización de dichas entidades (Capítulo II), como los requisitos operativos y organizativos que éstas deberán observar en el desarrollo de su actividad (Capítulo III). También se armonizan los requisitos de transparencia que les son exigibles (Capítulo IV) y, haciéndose eco de los trabajos previos a la propuesta de directiva presentada por la Comisión Europea<sup>3</sup>, se dedica un capítulo a regular aspectos específicos y característicos de ciertos tipos de

---

2 A falta de su publicación oficial, tampoco se dispone de traducción oficial del texto acordado entre el Consejo y el Parlamento de la UE, por lo que se utilizarán los acrónimos derivados del texto en inglés para facilitar su identificación en el mismo.

3 Para una aproximación al trabajo realizado previamente a la publicación de la AIFMD, véase el sitio que la Comisión Europea dedica a la inversión alternativa: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/alternative\\_investments\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm)

vehículos de inversión, como son los que usan de forma sustancial y habitual el apalancamiento para llevar a cabo sus estrategias y políticas inversoras y los que basan su inversión en la adquisición de una participación de control en otras sociedades (Capítulo V). Como consecuencia de esta armonización, la Directiva prevé el derecho de los AIFM a prestar sus servicios y/o comercializar sus productos entre inversores profesionales en los diferentes Estados Miembros bajo una única autorización, que será concedida por la autoridad competente de su país de origen (Capítulo VI).

Por último, y aunque el otorgamiento de un «pasaporte» para operar de forma transfronteriza dentro de la UE resulta familiar en el ámbito de los servicios financieros en general, y de la inversión colectiva en particular, esta Directiva incluye una serie de disposiciones que regulan, por primera vez en el acervo legislativo europeo en materia financiera, la posibilidad de extender este derecho a entidades establecidas fuera del territorio de la UE (Capítulo VII). De esta forma y tras los periodos transitorios previstos en la norma, un AIFM no europeo (*non-EU* AIFM) podrá prestar sus servicios y/o comercializar sus productos en la UE sin necesidad de ser autorizado por cada uno de sus Estados Miembros.

El presente trabajo no pretende realizar un estudio pormenorizado de todos y cada uno de los aspectos regulados en la Directiva, que excedería en mucho la limitación espacial de este artículo. Por el contrario, en el mismo se ofrece una visión general del objeto y alcance de esta nueva regulación, desgranando los aspectos más relevantes de este nuevo marco regulatorio para los AIFM. Así, en la segunda sección se abordarán las disposiciones que perfilan el ámbito de aplicación de la norma de forma que, una vez determinadas las entidades y las actividades a las que se dirige la Directiva, en la sección tercera podamos examinar los requisitos que ésta establece para ellas y su actividad. Sólo los AIFM que observen dicha regulación podrán disfrutar del pasaporte que les permita comercializar sus productos y/o prestar sus servicios en la UE de forma transfronteriza, tal y como se detalla en la sección cuarta del artículo. El trabajo concluye con una serie de consideraciones finales acerca del escenario que razonablemente cabe esperar tras la próxima entrada en vigor de la AIFMD.

## 2 Ámbito de aplicación

El Artículo segundo de la Directiva, en su primer apartado, establece que ésta se aplicará, por un lado, a todo gestor europeo de fondos de inversión alternativos (*EU* AIFM) que gestione uno o más fondos de inversión alternativos (AIF) y, por otro lado, a todo gestor no europeo de AIF (*non-EU* AIFM) que gestione AIF europeos (*EU* AIF) y/o comercialice AIF en la Unión Europea. De este modo, la Unión Europea queda claramente establecida como el punto de conexión territorial que activa la aplicación de la Directiva, ya sea porque el AIFM o el AIF están establecidos en este territorio o porque se pretende comercializar en él un AIF con independencia de dónde esté establecido dicho AIF.

Sin embargo, los contornos definitivos de las entidades a las que va dirigida esta norma sólo quedan completamente dibujados si acudimos a las diferentes definiciones contenidas en el Artículo 3 de la Directiva. Estas definiciones son el objeto del análisis de la primera parte de esta sección, dedicándose la segunda a examinar las exclusio-

nes de ciertas entidades e instituciones del ámbito de aplicación de la Directiva. Por último, se analizará el régimen simplificado previsto para AIFM cuyo volumen agregado de patrimonio gestionado no supere los umbrales establecidos en la norma.

## 2.1 Definición de AIFM

El Artículo 3 de la Directiva considera AIFM a toda persona jurídica que, como actividad profesional habitual, gestione uno o más AIF, definiendo AIF como toda aquella institución de inversión colectiva (IIC), o sus compartimentos, que (i) reúnan capital proveniente de varios inversores con la finalidad de invertirlo en beneficio de éstos de acuerdo con una política de inversión definida y (ii) que no estén dentro del ámbito de aplicación de la Directiva UCITS. Por tanto, el tipo de IIC gestionada se configura como elemento definitorio de lo que se debe entender por AIFM. No obstante, la Directiva no define de forma explícita qué debe entenderse por IIC. En efecto, el preámbulo admite la dificultad que presentaría la regulación de cada uno de los vehículos de inversión que no se ajustan a los requisitos establecidos en el ámbito de las UCITS, y es por ello que se decanta por regular a la entidad que gestione cualquier tipo de IIC que no pueda considerarse UCITS, con independencia de su política de inversión, de su naturaleza jurídica, o de si se trata de un vehículo de carácter abierto o cerrado.

En segundo lugar, y puesto que sólo la entidad que gestione uno o más AIF podrá ser considerada como AIFM, la Directiva define qué debe entenderse por «gestión de AIF». En este sentido, la Directiva enumera en su Anexo I las actividades que conforman la gestión de un AIF, las cuales se dividen en actividades de gestión de la inversión de AIF (gestión de activos y gestión de riesgos) y otras actividades propias de la gestión colectiva (administración, comercialización y otras actividades relacionadas con los activos del AIF). Siguiendo este esquema, la Directiva establece que se considerará AIFM a la entidad que, como mínimo, preste los servicios de gestión de la inversión a sus AIF, añadiendo que cada AIF debe tener un único AIFM, el cual será responsable del cumplimiento con la regulación establecida por la Directiva. Dicho AIFM podrá ser una entidad externa al AIF o bien el mismo AIF, esto último siempre y cuando la estructura jurídica del AIF permita la autogestión y el órgano gestor del AIF haya decidido no designar un AIFM externo<sup>4</sup>.

Por último, debemos hacer referencia a qué debe entenderse por AIFM y AIF establecidos o no en la Unión Europea, pues esto último determinará, en ciertos casos, la aplicación de unas disposiciones u otras. En el caso de los AIFM, el lugar de establecimiento se corresponde con el Estado en el que tenga su domicilio social, mientras que en el caso de los AIF, su lugar de establecimiento se corresponde, en primer lugar, con el Estado donde esté inscrito o haya sido autorizado o, en su defecto, donde se encuentre su domicilio o sede social.

La Directiva, sin embargo, no sólo delimita su ámbito de aplicación a través de una definición positiva de las entidades y las actividades a las que la norma va dirigida, sino que completa dicha delimitación mediante una serie de exclusiones, que pasamos a analizar a continuación.

---

4 Artículo 5 de la AIFMD.

## 2.2 Exclusiones

En primer lugar, y aun a riesgo de caer en la obviedad, se antoja necesario recordar que la primera exclusión a la que se debe hacer referencia es la de toda aquella entidad que no pueda subsumirse en la definición de AIFM ofrecida por la Directiva. En este sentido, y como se ha mencionado anteriormente, el legislador europeo no ha dado contenido a ciertos elementos utilizados para definir AIF y, por tanto, AIFM, lo cual parece indicar que deberá ser el legislador nacional quien, en el momento de la transposición, interprete la norma en su conjunto para poder discernir qué vehículo de inversión queda englobado en la definición de AIF –y, por tanto, su gestor en el ámbito de aplicación de la Directiva– y cuál no.

La Directiva es explícita, sin embargo, en la exclusión de ciertas entidades e instituciones de su ámbito de aplicación. Así, el apartado segundo del Artículo 2 establece que esta regulación no será de aplicación a las sociedades *holding*<sup>5</sup>; a las instituciones cubiertas por la Directiva 2003/41/EC, relativa a las actividades y supervisión de los fondos de pensiones de empleo (Directiva IORP); a las instituciones supranacionales como el Banco Mundial, el FMI, el BCE, etc.; a los bancos centrales nacionales; a los organismos públicos cuya gestión se relaciona con sus respectivos sistemas de seguridad social o pensiones; a los vehículos de participación y ahorro dirigidos de forma exclusiva a los trabajadores de una empresa o institución; y a los fondos de titulización.

La anterior enumeración, no obstante, no agota el número de entidades que quedan fuera de tal ámbito. Por una lado, la lista reproducida no coincide plenamente con las entidades mencionadas en el apartado del preámbulo que pretende explicar las exclusiones, encontrándonos en este último con menciones a las *family offices*, a los contratos de seguro y a las *joint ventures*, todas ellas consideradas fuera del ámbito de aplicación de la norma. Cabría preguntarse si estas últimas no se mencionan expresamente en el articulado de la norma porque, como se ha indicado más arriba, sus características no se corresponden con la definición que se ha hecho de AIFM y, en tal caso, qué ha llevado al legislador europeo a mencionar expresamente las enumeradas en el Artículo 2.2 y no las otras. Por otro lado, el Artículo 3 de la Directiva –titulado «Exenciones», y que contiene un régimen simplificado que examinaremos a continuación– establece en su apartado primero otra exclusión para los AIFM que gestionen AIF cuyos únicos inversores sean empresas de su mismo grupo, y siempre y cuando ninguno de estos inversores pueda considerarse a su vez un AIF.

Por último, la disposición transitoria contenida en el Artículo 59 de la Directiva establece otra excepción a su aplicación. En particular, no se requerirá la autorización prevista en esta norma para los AIFM que gestionen AIF cerrados ya constituidos: (i) que no realicen inversiones adicionales tras la transposición final de la Directiva, o (ii) cuyos periodos de suscripción se hayan cerrado con anterioridad a su entrada en vigor y el periodo de inversión finalice, como máximo, tres años después de su transposición final.

---

5 El Artículo 4.1(r) define la sociedad *holding* como aquella con participaciones en otras sociedades y cuyo objetivo es llevar a cabo una estrategia de negocio que contribuya al valor de las participadas a largo plazo, y que: (i) sea una sociedad cotizada actuando en nombre propio, o (ii) su objeto principal no sea la generación de rendimientos para sus socios a través de una política de desinversiones en sus participadas.

Tras esta referencia a las entidades que quedan fuera del ámbito de aplicación de la Directiva, a continuación se analiza el régimen simplificado que ésta prevé para ciertos AIFM a los que, por razón del volumen de patrimonio gestionado, se les permite llevar a cabo su actividad observando un conjunto de obligaciones sensiblemente menos exigente que el previsto en el régimen general.

### 2.3 Régimen simplificado

La Directiva establece que los AIFM definidos según los parámetros examinados en el apartado primero de esta sección deben cumplir con todas las disposiciones que se analizarán en las próximas secciones. Sin embargo, la misma Directiva prevé un régimen específico para AIFM cuyo volumen de patrimonio gestionado no supere los siguientes umbrales: (i) 100 millones de euros cuando los activos que integren las carteras de uno o más de sus AIF incluyan activos adquiridos a través de técnicas de apalancamiento o (ii) 500 millones de euros cuando los activos que integren las carteras de sus AIF no incluyan activos adquiridos a través de dichas técnicas y no otorguen la posibilidad de reembolso durante un periodo de cinco años a partir de la fecha inicial de la inversión.

Estos AIFM tan sólo deberán cumplir con las siguientes obligaciones de información ante su autoridad competente, sin perjuicio de que los Estados Miembros puedan prever requisitos adicionales: (i) deberán inscribirse en la autoridad competente de su país de origen; (ii) deberán identificar, en el momento de su inscripción, los AIF que gestionan e informar de sus estrategias de inversión; (iii) deberán informar regularmente de sus principales exposiciones y concentraciones de riesgo; y (iv) deberán notificar la superación de los umbrales y, por tanto, la imposibilidad de seguir bajo el régimen simplificado.

El sometimiento a este régimen simplificado conlleva la imposibilidad de solicitar el pasaporte que permite a los AIFM del régimen general prestar sus servicios y/o comercializar sus AIF en toda la UE bajo una única autorización. Sin embargo, la Directiva prevé la posibilidad de que los AIFM de régimen simplificado soliciten ser autorizados según el régimen general y, en consecuencia, puedan acceder a la obtención del pasaporte. El contenido de este régimen general es el objeto de las próximas secciones.

## 3 Regulación del AIFM y de su actividad<sup>6</sup>

Como se ha señalado anteriormente, la regulación contenida en la AIFMD tiene como objetivo primordial el establecimiento de una serie de condiciones y requisitos que sean comunes a todos los AIFM que quieran operar en la UE, de forma que la actividad que éstos lleven a cabo responda a unos estándares de calidad homogéneos en todos los Estados Miembros. Algunas de las disposiciones contenidas en

---

6 En esta sección se ha obviado el análisis explícito del procedimiento administrativo de autorización de los AIFM, que se contiene de forma detallada en el Capítulo II (artículos 6 a 11) de la AIFMD.

esta Directiva no resultan del todo desconocidas, corroborándose la inspiración del legislador europeo tanto en el cuerpo legislativo de las UCITS como en el de la MiFID para diseñar el entorno regulador de los AIFM, adaptándose, en su caso, a las especificidades propias de la inversión alternativa. En los capítulos II, III, IV y V de la Directiva se detallan la mayoría de los requisitos que debe observar todo AIFM, tanto en su forma de operar como en su organización interna, así como en su relación con los inversores y las autoridades competentes.

### 3.1 Requisitos operativos

En cuanto a los requisitos operativos, comenzando por los requisitos de capital inicial y recursos propios exigidos a los AIFM, la Directiva establece que el capital inicial deberá ser de, al menos, 125 mil euros, o de 300 mil euros si se trata de un AIF auto-gestionado. A estas cantidades iniciales se debe añadir una dotación adicional de recursos propios cuando el valor del patrimonio gestionado por el AIFM exceda de 250 millones de euros, dotación que equivaldrá al 0,02% del volumen de patrimonio que exceda de estos 250 millones. En cualquier caso, la exigencia de recursos propios no excederá los diez millones de euros, pero tampoco podrá situarse por debajo de la cuarta parte de los gastos de estructura del ejercicio precedente<sup>7</sup>. Por último, es importante señalar dos disposiciones que representan la voluntad del legislador europeo, por una parte, de adaptar las normas a los distintos tipos de entidades a las que van dirigidas y, por otra, de introducir medidas que puedan resultar de utilidad en futuras situaciones difíciles como las experimentadas a raíz de la actual crisis financiera. En el primer supuesto, la nueva regulación introduce la facultad de los Estados Miembros para permitir a los AIFM la no provisión de hasta un 50% de la dotación adicional mencionada anteriormente, siempre que estos presenten una garantía emitida por una entidad de crédito o aseguradora por la cantidad que se ha eximido presentar. En el segundo supuesto, sin embargo, el legislador europeo ha querido que los AIFM anticipen y cubran expresamente eventuales situaciones de responsabilidad profesional, para lo que les pide que contraten el correspondiente seguro, o bien que creen y doten una partida específica en sus recursos propios a este efecto.

Más allá de los requisitos de capital inicial y recursos propios, los demás requisitos operativos hacen referencia a una serie de principios generales y a un conjunto de disposiciones específicas acerca de las políticas del AIFM sobre la remuneración de su personal y la gestión de conflictos de interés, así como sobre la gestión de riesgos y la gestión de la liquidez<sup>8</sup>. En cuanto a los primeros, la Directiva hace referencia a los deberes generales de diligencia y lealtad que compelen al AIFM a actuar utilizando con eficacia los recursos y procedimientos necesarios para llevar a buen término su actividad, así como a operar leal y equitativamente, defendiendo al máximo los intereses de los AIF que gestiona y la integridad del mercado. En cuanto a los segundos, la obligación de dotarse de políticas internas de remuneración obedece a la voluntad de las instituciones europeas de introducir esta cuestión en todas las medidas legislativas del sector financiero<sup>9</sup>. El tratamiento de los conflictos de interés com-

---

7 Artículo 9.5 de la AIFMD.

8 Artículos 12 a 16 de la AIFMD.

9 Véase en este sentido la *Commission Recommendation of 30 April 2009 on remuneration policies in the financial services sector*.

prende desde el deber de evitarlos hasta, cuando ello no sea posible, el de identificarlos, prevenirlos y gestionarlos de forma que se mitiguen los efectos negativos que puedan causar a los AIF y a sus inversores; dichos deberes afectan tanto a los estándares de conducta de los AIFM en el desarrollo de su actividad como a la forma de organizarse internamente para llevarla a cabo. Por último, las disposiciones sobre la gestión de los riesgos y de la liquidez establecen que, en el primer caso, dicha gestión mantenga cierta independencia funcional y jerárquica del resto de funciones del AIFM siempre que ello sea proporcional a la naturaleza y la dimensión de éste, y que, en el segundo caso, la gestión de la liquidez incluya pruebas de esfuerzo que corroboren la adecuación entre el perfil de reembolsos establecido para cada AIF y la gestión efectuada de dicha liquidez.

### 3.2 Requisitos organizativos

Asimismo, la Directiva impone a los AIFM ciertas condiciones organizativas tanto de carácter interno como relativas a la forma de relacionarse con los demás agentes intervinientes en la gestión de un AIF. Los AIFM deben contar, como obligación general, con recursos humanos y técnicos adecuados, y con una buena organización administrativa y contable, incluyendo mecanismos de control y seguridad para el tratamiento electrónico de datos y con procedimientos de control interno adecuados. En especial, deben contar con normas que regulen las transacciones personales de sus empleados o la tenencia o gestión de inversiones en instrumentos financieros con objeto de invertir por cuenta propia. Tales normas tienen la finalidad de garantizar, como mínimo, que cada transacción relacionada con los AIF pueda reconstruirse con arreglo a su origen, las partes que intervengan, su naturaleza y el momento y lugar en que se haya realizado, y que los activos de los AIF gestionados por la sociedad de gestión se inviertan con arreglo al reglamento de cada AIF o a los documentos constitutivos y a las disposiciones legales vigentes. Sin embargo, la Directiva dedica tres disposiciones a sendos aspectos organizativos concretos que merecen un examen más detallado: la función de valoración, la delegación de funciones y el régimen jurídico previsto para el depositario<sup>10</sup>.

En cuanto a la función de valoración, la Directiva parte del principio de independencia de esta función frente a cualquier otra función del AIFM. Esta independencia se asegura, según la Directiva, encargando esta función (i) a un tasador externo independiente del AIF, del AIFM o de cualquier otra persona con la que éstos tengan vínculos estrechos, o (ii) al AIFM, siempre que éste asegure la independencia de tal función frente a la gestión de la inversión, a las políticas de remuneración y a cualquier otro aspecto con el que pudiera entrar en conflicto. En ningún caso el depositario de un AIF podrá ser designado como su tasador a menos que se asegure la independencia de las diferentes funciones y se identifiquen, se gestionen y se informe a los inversores de los potenciales conflictos de interés, así como de las medidas adoptadas para su tratamiento y prevención.

El tasador externo debe desarrollar su actividad en el marco de algún tipo de regulación, sea ésta imperativa o de origen deontológico, y debe ofrecer suficientes garan-

---

10 Véanse los artículos del 18 al 21 de la AIFMD.

tías para el adecuado desempeño de las tareas encomendadas. Su designación deberá observar el procedimiento establecido en la Directiva para los supuestos de delegación de funciones<sup>11</sup>, pudiendo ser cuestionada por la autoridad competente hasta el punto de proponer la designación de otro tasador. En ningún caso el tasador podrá delegar en terceras personas la función que le ha sido confiada. La valoración debe realizarse según la normativa aplicable del país de origen del AIF, teniendo en cuenta la naturaleza de los activos del AIF así como su política de reembolsos, y el AIFM será el responsable último del correcto desempeño de esta función aun en el caso de haber designado a un tasador externo. En defecto de tal designación, los Estados Miembros podrán disponer que la valoración realizada por el AIFM sea verificada por un tasador externo o bien por un auditor.

En cuanto a la delegación de funciones, la Directiva establece un estricto procedimiento según el cual el AIFM debe, en primer lugar, explicar las razones que la justifican. También le corresponde asegurarse de que el delegatario o los delegatarios no sólo dispongan de los medios necesarios y suficientes para llevar a cabo las tareas que se les encomienden, sino que la delegación no impida ni la correspondiente monitorización por su parte de la actividad delegada, ni la debida supervisión del AIFM por parte de la autoridad competente. La delegación debe notificarse a la autoridad competente con anterioridad a su entrada en vigor y, en ningún caso, afectará a la responsabilidad del AIFM frente al AIF y a los inversores de éste, ni siquiera en supuestos de subdelegación, la cual está permitida siempre y cuando se observen, *mutatis mutandis*, todos los requisitos previstos para la delegación, incluso en los supuestos especiales de delegación de la gestión de carteras y de riesgos, que se analizan a continuación.

En el caso de delegar estas funciones, la norma requiere que el delegatario sea una entidad autorizada –o inscrita– para realizar dichas funciones, y el desarrollo de éstas debe ser una actividad por la que el delegatario esté sujeto a supervisión. En el caso de no poder escoger una entidad que cumpla con tal requisito, el AIFM podría aun así delegar en la entidad en cuestión siempre que la autoridad competente aprobara tal delegación. En ningún caso la delegación de estas funciones puede realizarse en la entidad depositaria, ni en ninguna otra entidad en la que el depositario haya delegado alguna de sus funciones, extendiéndose esta restricción a cualquier otra entidad cuya designación como delegatario pudiera suscitar conflictos de interés, a no ser que éstos puedan ser identificados, gestionados y dados a conocer a los inversores del AIF.

Por último, cabe subrayar el extenso régimen que la Directiva dedica a la figura del depositario, que aborda múltiples cuestiones entre las que destacan el tipo de entidades aptas para desempeñar la tarea de depositario, qué funciones integran dicha tarea y qué régimen de responsabilidad le será aplicado a la entidad depositaria en el caso de incumplir o cumplir defectuosamente las obligaciones establecidas.

En primer lugar, se debe señalar que la Directiva parte de la premisa de que cada AIF debe tener una única entidad depositaria, la cual debe estar establecida en el Estado Miembro de la UE donde, a su vez, esté establecido el AIF. Esta premisa conoce, no

---

11 Véase el Artículo 20 de la AIFMD.



obstante, dos excepciones. La primera está recogida en el apartado quinto del Artículo 59, que establece que las autoridades competentes del Estado Miembro de origen de un AIF –o en su defecto, de un AIFM– podrán autorizar la designación de una entidad depositaria<sup>12</sup> establecida en un Estado Miembro de la UE distinto al de establecimiento del AIF durante un periodo máximo de cuatro años tras la fecha de transposición de la Directiva. La segunda hace referencia a los *non-EU* AIF, que podrán tener una entidad depositaria<sup>13</sup> establecida en una de las tres siguientes opciones: (i) el país de origen del AIF; (ii) el Estado Miembro del *EU* AIFM; o el Estado Miembro de referencia del *non-EU* AIFM. En el supuesto de que el depositario esté establecido en el país de origen del *non-EU* AIF, éste deberá además cumplir con las siguientes condiciones: (i) que exista un acuerdo de cooperación y un acuerdo en materia fiscal entre las autoridades competentes del país de origen del AIF y del Estado Miembro donde vaya a comercializarse el AIF y, si es diferente, del AIFM; (ii) que el depositario esté, en su país de origen, sujeto a supervisión prudencial equivalente a la regulación establecida en la UE; (iii) que el país de origen del depositario no se encuentre en la lista de países y territorios no cooperantes en materia de blanqueo de capitales y financiación del terrorismo; y (iv) que el depositario sea contractualmente responsable del correcto desempeño de sus funciones ante el AIF o los inversores del mismo.

Corresponde, a continuación, examinar el tipo de entidades que el legislador europeo tiene en mente para llevar a cabo las funciones de depositaria. El apartado tercero del Artículo 21 hace referencia a las siguientes: (i) las entidades de crédito establecidas en la UE y autorizadas según la Directiva 2006/48/EC; (ii) las empresas de servicios de inversión establecidas en la UE y autorizadas según la Directiva 2004/39/EC que, además, cumplan con los requisitos de adecuación de capital previstos en la Directiva 2006/49/EC; y (iii) cualquier otra institución sujeta a regulación y supervisión prudencial que, a la fecha de entrada en vigor de esta Directiva, pertenezca al tipo de entidades determinadas por los Estados Miembros como aptas para desempeñar las funciones de depositaria en el ámbito de las UCITS. A estos tres tipos de entidades, la Directiva añade la posibilidad de que los Estados Miembros permitan otro más para ciertos supuestos específicos. En concreto, se prevé que ciertos AIF puedan tener como depositario una entidad que desempeñe funciones de depositaria como parte de su actividad profesional, y para el desempeño de las cuales esté sujeta a algún tipo de marco regulatorio, sea imperativo o de carácter deontológico, siempre y cuando ofrezca suficientes garantías para la adecuada realización de las tareas encomendadas. Los AIF a los que va dirigida esta posibilidad son aquéllos que (i) no otorguen derechos de reembolso durante cinco años desde la fecha de la inversión inicial, y que (ii) no inviertan generalmente en activos que deban ser custodiados según lo establecido en la AIFMD para la custodia de instrumentos financieros<sup>14</sup>, o inviertan generalmente en sociedades, cotizadas o no, con la finalidad de adquirir una participación de control. En ningún caso se permite que el depositario de un AIF pueda ser un AIFM o el *prime broker* contraparte de este AIF, a menos que este

---

12 En este supuesto, el único tipo de entidad apta para desempeñar las funciones de depositario es la entidad de crédito.

13 En el supuesto de entidades depositarias establecidas fuera de la UE, la norma restringe el tipo de entidades aptas a (i) las entidades de crédito y (ii) las instituciones de naturaleza similar a las entidades de crédito o a las empresas de servicios de inversión.

14 Artículo 21.7 de la AIFMD.

último tenga funcional y jerárquicamente separadas sus funciones de depositaria de sus funciones de *prime broker*, y los potenciales conflictos de interés sean correctamente identificados, gestionados y comunicados a los inversores.

En cuanto a las funciones atribuidas a la entidad depositaria, la Directiva regula tanto las funciones de custodia de valores y efectivo del AIF como las funciones de vigilancia y supervisión de la gestión llevada a cabo por el AIFM. Respecto de las primeras, aparte de establecer un tratamiento específico para la custodia de efectivo, la norma distingue entre una custodia en sentido estricto para activos –instrumentos financieros– que puedan ser anotados en una cuenta de valores o que puedan estar físicamente en posesión de la entidad depositaria, y una custodia en sentido amplio para cualquier otro tipo de activo. Respecto de las funciones de vigilancia y supervisión, la norma hace referencia a los controles típicos sobre el cumplimiento normativo y la utilización de los sistemas y mecanismos adecuados para cerciorarse de que se está cumpliendo con la gestión prevista para un determinado AIF.

Tan sólo la función de custodia de valores –que no la de efectivo– será susceptible de delegación. Para ello, el depositario deberá demostrar que existen razones objetivas que justifican la delegación y que, en ningún caso, ésta se plantea para eludir la regulación establecida. Además, la entidad delegataria deberá cumplir con las siguientes condiciones: (i) poseer la capacidad adecuada para llevar a cabo las tareas encomendadas, (ii) estar sujeta a regulación y supervisión prudencial, así como a auditoría externa respecto de la función de custodia; (iii) segregarse los activos custodiados de forma que éstos puedan ser, en todo momento, identificados como pertenecientes al AIF en cuestión; y (iv) no reutilizar dichos activos sin el consentimiento del AIF. El depositario también deberá asegurarse de que el delegatario no se encuentra en ninguna de las situaciones de incompatibilidad que la norma establece para el depositario, así como del cumplimiento con el resto de condiciones establecidas. Dichas condiciones podrán ser obviadas en el único caso de que la ley nacional de un país requiera la designación de un custodio nacional y ninguno de ellos cumpla con los requisitos establecidos. En dicho supuesto, el depositario podrá delegar en tal entidad si, tras informar al AIF –o a sus inversores–, éste le conmina a que siga adelante con la delegación. La delegación de funciones no afecta a la responsabilidad del depositario, excepto en ciertos supuestos que pasamos a examinar junto con el régimen general de responsabilidad previsto por la Directiva para éste.

El apartado 11 *in fine* del Artículo 21 establece que el depositario es responsable de las pérdidas sufridas por el AIF como resultado del incumplimiento doloso o negligente de sus obligaciones. Por tanto, la Directiva instaura un régimen de responsabilidad contractual basado en los elementos tradicionales de daño, culpa e indemnización. Sin embargo, este régimen tiene una excepción en el caso de incumplimiento de la obligación de custodia en sentido estricto. En concreto, la norma estipula que en caso de que el depositario pierda los valores custodiados –en sentido estricto–, el depositario deberá restituir valores del mismo tipo que los perdidos, o su valor, sin dilaciones indebidas. Tal restitución podrá ser evitada si, y sólo si, el depositario prueba que la pérdida es fruto de un evento externo fuera de su control, y cuyas consecuencias hubieran sido inevitables a pesar de todo esfuerzo razonable para sortearlas.

Como hemos mencionado más arriba, el principio general es que la delegación de funciones no afecta a la responsabilidad del depositario. Sin embargo, el texto prevé

un par de supuestos en los que tal responsabilidad puede ser transferida a la entidad delegataria. El primero establece que el depositario no responderá si: (i) se ha concluido un contrato escrito que prevea y explique las razones que justifican la transferencia de responsabilidad; (ii) el depositario demuestra que ha cumplido con todas sus obligaciones en relación con el acto de delegación; y (iii) el contrato permite el encausamiento directo de la entidad delegataria por parte del AIF –o sus inversores–. El segundo supuesto hace referencia a la situación en que el depositario ha delegado en una entidad que no cumple los requisitos de delegación y, aun así, ha sido instruido para delegar la custodia de valores. En tal caso, (i) los documentos constitutivos del AIF deben permitir expresamente la transferencia de responsabilidad; (ii) los inversores del AIF deben haber sido debidamente informados; y (iii) se ha concluido un contrato escrito que posibilita el encausamiento directo de la entidad delegataria por parte del AIF o sus inversores.

### 3.3 Requisitos de transparencia

Este último apartado aborda los requisitos de transparencia exigidos por la Directiva en su Capítulo IV, así como un conjunto de obligaciones específicas dirigidas a los AIFM que gestionan ciertos tipos de AIF, a saber, los que usan de forma sustancial y habitual el apalancamiento para llevar a cabo sus estrategias y políticas inversoras y los que basan su inversión en la adquisición de una participación de control en otras sociedades. Como se verá, este conjunto de obligaciones específicas, contenidas en el Capítulo V de la Directiva, incluye deberes cuyo objetivo desborda la estricta exigencia de transparencia.

En el primer bloque se engloban, por un lado, la obligación de redactar un informe anual de cada uno de los AIF gestionados por un AIFM<sup>15</sup> y, por otro, los deberes de información que éste debe cumplir ante los inversores de cada uno de sus AIF, así como en relación con las autoridades competentes. En cuanto al informe, éste debe elaborarse dentro de los seis meses siguientes al cierre del ejercicio y debe estar disponible tanto para los inversores como para las autoridades competentes relevantes. El contenido del mismo incluye el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, un relato de las actividades, y los eventuales cambios significativos de la información a disposición de los inversores y un desglose de las remuneraciones abonadas por el AIFM a su personal. En todo caso, se requiere que la información contable incluida en el informe anual haya sido previamente auditada.

En cuanto a los deberes de información, el Artículo 23 establece que los inversores, antes de invertir, deberán tener a su disposición información respecto de los siguientes extremos: (i) los objetivos y estrategias de inversión, incluyendo el tipo de activos, eventuales restricciones y la posibilidad de usar técnicas de apalancamiento; (ii) los procedimientos establecidos para modificar la política de inversión; (iii) las principales características de la relación jurídica en la que se va a entrar; (iv) la identidad de las entidades participantes en tal relación, incluyendo referencias a las posibles delegaciones de funciones, los procesos de valoración y la organización de la gestión de riesgos y liquidez; (v) las comisiones y demás gastos soportados; (vi)

---

15 Artículo 22 de la AIFMD.

los procedimientos de suscripción y reembolso; (vii) el último informe anual; (viii) el último valor liquidativo; y (ix) las rentabilidades históricas, si estuvieran disponibles. El artículo hace especial referencia al deber de informar sobre los posibles acuerdos de transferencia de responsabilidad de la entidad depositaria y establece, además de los deberes de información inicial, una obligación de información periódica que incluye el porcentaje de activos eventualmente ilíquidos y la actualización del perfil de riesgo del AIF, así como una puesta al día sobre el nivel de apalancamiento del AIF. En relación con las autoridades competentes<sup>16</sup>, los AIFM deberán informar sobre los mercados en los que operan y los instrumentos en los que invierten, desglosando sus principales exposiciones y concentraciones. También deberán informar acerca de su gestión de la liquidez, incluyendo eventuales activos ilíquidos y los resultados de las pruebas de esfuerzo realizadas, así como de la gestión de cualquier otro tipo de riesgos en los que incurra. A petición de las autoridades competentes, deberá presentar los informes anuales y una lista trimestral de los AIF gestionados.

En el segundo bloque se engloban las disposiciones cuyos destinatarios son los AIFM que gestionan ciertos tipos de AIF. En relación con los AIF que usan técnicas de apalancamiento de forma sustancial, sus AIFM deben, en primer lugar, fijarse unos límites de uso de esas técnicas que, en todo caso, deberán respetar de forma continuada. Además, deberán tener disponible la información relativa a la cantidad total apalancada, debiendo desglosar esta información en los diferentes tipos de apalancamiento –préstamo de dinero, de valores o utilización de instrumentos derivados–, en las cinco principales fuentes de apalancamiento, o por cualquiera de estas variantes en relación con un AIF determinado. Como tendremos ocasión de comentar con más detenimiento en la última sección de este trabajo, la obtención y circulación de esta información debe posibilitar la consecución de uno de los objetivos de la Directiva, como es el control del riesgo sistémico. Para ello, y en caso del uso del apalancamiento, se prevén mecanismos reforzados de cooperación entre las diferentes autoridades supervisoras, tanto a nivel nacional como a nivel europeo.

Por último, en relación con los AIF dirigidos a la adquisición de una participación de control en otras sociedades, la Directiva crea un régimen específico de deberes y obligaciones que supera la mera preocupación por la transparencia. A estos efectos, el texto define «participación de control» de la siguiente forma: la posesión de más del 50% de los derechos de voto en sociedades no cotizadas y, para las sociedades cotizadas, remitiendo a la Directiva 2004/25/CE relativa a las ofertas públicas de adquisición, que reenvía, a su vez, a las normas del Estado Miembro en el que la sociedad cotizada tenga su domicilio social. Este régimen específico no será de aplicación, sin embargo, cuando las sociedades no cotizadas (i) se incluyan en la definición de pequeñas y medianas empresas recogida en la Recomendación 2003/361/CE de la Comisión Europea, de 6 de mayo de 2003<sup>17</sup>; o cuando (ii) sean sociedades cuyo objeto social sea la adquisición, tenencia o administración de patrimonio inmobiliario.

---

16 Artículo 24 de la AIFMD.

17 Se define a una mediana empresa como una empresa que ocupa a menos de 250 personas y cuyo volumen de negocios anual no excede de 50 millones de euros o cuyo balance general anual no excede de 43 millones de euros.

Puesto que la adquisición de una participación de control de una sociedad cotizada va a estar sujeta al marco regulatorio establecido por las directivas de ofertas públicas de adquisición y de transparencia<sup>18</sup>, la AIFMD se dirige principalmente a las sociedades no cotizadas. En este sentido, el Artículo 27.2 establece que el AIFM de un AIF que adquiera tal participación en una sociedad no cotizada deberá notificarlo a la sociedad en cuestión, a sus accionistas y a la autoridad competente del AIFM. La notificación incluirá el reparto final de los derechos de voto, así como las condiciones y fecha en las que se ha adquirido dicho control. La notificación a la sociedad participada deberá incluir la petición del AIFM al Consejo de administración para que este último notifique a su vez a los representantes de los trabajadores –o, en su defecto, a los trabajadores mismos– dicha adquisición. Se establece un plazo máximo de diez días hábiles entre la adquisición de la participación de control y la notificación. Emulando a la normativa sobre transparencia de los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, el apartado primero del Artículo 27 requiere incluso que el AIFM lo notifique a la autoridad competente cuando, a través de sus AIF, adquiera o disponga de participaciones que representen la superación o el abandono de un 10%, un 20%, un 30%, un 50% y un 75% de los derechos de voto en una sociedad no cotizada.

Una vez notificada la toma de control, la norma obliga, tanto en el caso de cotizadas como en el de no cotizadas, a informar, entre otros, de la política de gestión de potenciales conflictos de interés o de la política de comunicación tanto externa como interna, siendo los receptores de esta información la sociedad, los accionistas y la autoridad competente. En el caso de las no cotizadas, la Directiva añade que se deberán tener a disposición de la sociedad y sus accionistas los planes previstos para el futuro de la empresa, así como el potencial impacto en su empleo o las condiciones de éste. Finalmente, y además de ciertas especificaciones establecidas en el Artículo 29 acerca del contenido del informe anual que deben realizar las sociedades no cotizadas controladas, este régimen específico incluye una disposición cuyo objetivo es evitar la liquidación de activos de las sociedades controladas. De esta forma, el AIFM no podrá, dentro del periodo de los 24 meses siguientes a la adquisición de la participación de control, llevar a cabo o apoyar en modo alguno ningún tipo de distribución que sitúe el patrimonio neto de la sociedad por debajo de su capital, o bien que exceda de la cuantía de los resultados obtenidos desde el fin del último ejercicio, deducidas las pérdidas procedentes de ejercicios anteriores y las cantidades con las que deban dotarse las reservas obligatorias.

Todo este conjunto de disposiciones relativas a la adquisición de otras sociedades son percibidas por el legislador europeo como una regulación necesaria para la protección de intereses sociales que van más allá del correcto funcionamiento de los mercados financieros y, quizá por ello, en el preámbulo de la Directiva se invita a la Comisión Europea a estudiar la posible extensión de este tipo de disposiciones a todo tipo de inversores y no sólo a los pertenecientes a la inversión alternativa.

---

18 Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.

## 4 Gestión y comercialización de AIF en la UE

En esta sección se examinan los diferentes regímenes de prestación de servicios y comercialización de AIF a los que pueden someterse los AIFM. Algunos de los requisitos y procedimientos contenidos en los capítulos VI y VII de la Directiva –y que se examinan a continuación– se han revelado como el aspecto más debatido de la normativa durante su largo proceso de negociación<sup>19</sup>.

En efecto, el objetivo no era sencillo. Por una parte, las diferentes instituciones que conforman el brazo legislativo de la UE han mostrado en todo momento la firme voluntad de respetar el principio según el cual todos los operadores que actúen en la UE de acuerdo con los estándares establecidos deben tener la posibilidad de acceder a los mismos derechos que el marco regulatorio otorgue. Ello significaba, sin embargo, que entidades procedentes de fuera de la UE debían poder beneficiarse del pasaporte previsto en la AIFMD si cumplían con la regulación establecida por ésta. Por otra parte, y como ya se ha apuntado al inicio de este trabajo, dicha extensión del pasaporte no sólo significa una novedad en el acervo legislativo de la inversión colectiva, sino que plantea no pocos retos en el terreno de la supervisión efectiva de entidades financieras situadas fuera de la jurisdicción de la UE. Con todo, la Directiva ha conseguido diseñar un sistema por el cual, tras un periodo de adaptación a las necesidades regulatorias y supervisoras que se planteen, todos los AIFM que cumplan con la regulación contenida en la AIFMD podrán beneficiarse del pasaporte previsto en ella. Las condiciones y requisitos que conforman este sistema serán el objeto de análisis del primer apartado de esta sección. El segundo, en cambio, explorará las diferentes situaciones en las que un AIFM puede prestar sus servicios o comercializar AIF bajo los diferentes regímenes nacionales no armonizados. No se entrará a examinar, sin embargo, un par de supuestos que, aun sujetos al régimen general de la Directiva, no implican la solicitud del pasaporte y que, por otro lado, se consideran suficientemente detallados en el texto de la Directiva. Estos son (i) la autorización de *EU* AIFM para comercializar *EU* AIF en su Estado Miembro de origen<sup>20</sup> y (ii) la gestión de *non-EU* AIF por parte de *EU* AIFM que, sin embargo, no los comercializan en la Unión Europea<sup>21</sup>.

### 4.1 Operar con pasaporte

En primer lugar, a continuación se analizará la situación que resulta más cercana al marco regulatorio UCITS, especialmente tras su última modificación y refundición<sup>22</sup>. Este supuesto corresponde a la posibilidad de que un *EU* AIFM comercialice

---

19 En este sentido, véase la detallada recopilación de documentación realizada por la Alternative Investment Management Association (AIMA) sobre el proceso legislativo de la AIFMD, disponible en <http://www.aima.org/en/directive-centre/index.cfm>.

20 Este es el caso de comercialización no transfronteriza dentro de la UE, contenido en el Artículo 31 de la AIFMD, y cuya autorización requiere la documentación recogida en el Anexo III A.

21 Este supuesto, recogido por el Artículo 24 de la AIFMD, se caracteriza por exigir el pleno cumplimiento de la Directiva, puesto que el AIFM está establecido en la UE, excepto las disposiciones de transparencia a los inversores, pues los *non-EU* AIF no se comercializan en territorio europeo.

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

o gestione *EU AIF* en un Estado Miembro distinto al de origen del *EU AIFM*<sup>23</sup>. En este caso, la Directiva se ha decantado por un procedimiento de notificación entre autoridades competentes, de forma que el *EU AIFM* comunica a la autoridad competente de su Estado Miembro de origen la intención de comercializar o de gestionar *EU AIF* en Estados Miembros diferentes al suyo, y será su autoridad competente quien notifique tal intención a las autoridades competentes de los Estados Miembros de acogida, remitiendo la documentación que previamente le habrá presentado el *EU AIFM*.

En el caso de comercialización de *EU AIF*, la documentación que el *EU AIFM* debe adjuntar a su comunicación es la recogida en el Anexo III B de la Directiva, la cual deberá ser notificada entre autoridades competentes en un plazo de 20 días tras la recepción completa de dicha documentación. Dicha notificación se comunicará, a su vez, al *EU AIFM* y será a partir de la fecha de esta comunicación cuando el *EU AIFM* podrá iniciar la comercialización transfronteriza de los *EU AIF*. En el caso de gestión de *EU AIF*, la información que debe incluir la notificación del *EU AIFM* es la contenida en el Artículo 33 y los plazos de notificación entre autoridades competentes se establecen entre uno y dos meses tras la recepción completa de la información indicada. De igual manera, el *EU AIFM* podrá iniciar la prestación de sus servicios en los Estados Miembros de acogida una vez le haya sido comunicada la notificación efectuada entre autoridades competentes. Este procedimiento deberá estar recogido en los ordenamientos jurídicos nacionales pasados los dos años previstos para la transposición de la AIFMD a partir de su entrada en vigor, que actualmente está prevista para los 20 días siguientes a su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea<sup>24</sup>.

El siguiente escenario de interés es el de la comercialización en la UE de *non-EU AIF* por parte de un *EU AIFM*<sup>25</sup>. En este caso, el *EU AIFM* debe observar la totalidad de la Directiva<sup>26</sup> y, además, se deben cumplir las siguientes condiciones: (i) deben existir acuerdos de cooperación entre la autoridad competente del Estado Miembro de origen del *AIFM* y las autoridades competentes de los países donde estén establecidos los *non-EU AIF*; (ii) estos países no deben formar parte de la lista de países y territorios no cooperantes en materia de blanqueo de capitales y financiación del terrorismo; y (iii) deben existir acuerdos fiscales entre todos los diferentes países intervinientes: *EU AIFM*, *non-EU AIF* y todos los Estados Miembros de la UE donde se quieran comercializar dichos *non-EU AIF*. Una vez la autoridad competente del Estado Miembro de origen del *EU AIFM* haya examinado todos los requisitos, el proceso de comercialización en otros Estados Miembros seguirá un procedimiento similar al explicado anteriormente para los *EU AIF*, es decir, un procedimiento de notificación entre autoridades competentes. Ahora bien, la Directiva prevé unos plazos específicos para poner en funcionamiento esta extensión del pasaporte a *non-EU AIF*. El Artículo 63bis establece que dos años después de la fecha límite prevista para la transposición –que, a su vez, son dos años tras la entrada en vigor de la Directiva– ESMA deberá emitir un informe evaluando el funcionamiento del pasaporte para *EU AIF* y asesorando a la Comisión Europea sobre la conveniencia de extenderlo a

---

23 Artículos 31 a 33 de la AIFMD.

24 Artículos 63 y 65 de la AIFMD.

25 Artículo 35 de la AIFMD.

26 A excepción del Capítulo VI, puesto que se trata de comercializar un *non-EU AIF*.

los *non-EU* AIF bajo las condiciones que hemos examinado<sup>27</sup>. En caso afirmativo, la Comisión debería adoptar, en los tres meses siguientes, las medidas necesarias para hacer efectivo el pasaporte para *non-EU* AIF.

Por último, cabe señalar el supuesto en el que un *non-EU* AIFM pretende comercializar AIF o gestionar *EU* AIF en la UE<sup>28</sup>. El sistema previsto para este caso se basa en la asimilación del *non-EU* AIFM al *EU* AIFM, de forma que al primero se le pueda aplicar el sistema diseñado para el segundo. Este proceso de asimilación se inicia exigiendo al *non-EU* AIFM el cumplimiento íntegro de las disposiciones de la AIFMD, para lo cual se le emplaza a ser autorizado por la autoridad competente de un Estado Miembro de la UE, que pasará a ser el «Estado Miembro de referencia» y en el cual el *non-EU* AIFM deberá tener un representante legal, que se considerará el interlocutor principal a todos los efectos tanto para los inversores como para las autoridades competentes<sup>29</sup>. El legislador europeo ha previsto un conjunto de criterios para determinar el Estado Miembro de referencia con la intención de evitar la arbitrariedad que podría suponer una elección libre de tal Estado por parte del *non-EU* AIFM. La Directiva prevé, asimismo, la eventualidad de que el cumplimiento del *non-EU* AIFM con su regulación de origen sea incompatible con el cumplimiento de la regulación contenida en la AIFMD. En tal situación, la Directiva exime al *non-EU* AIFM de cumplir con la disposición en cuestión de la AIFMD siempre que éste pueda probar que en su regulación de origen está sometido a una regla cuya finalidad y efecto son equivalentes a los de la disposición de cuyo cumplimiento se ha eximido. Por último, y al igual que sucedía en el caso de *non-EU* AIF, el *non-EU* AIFM deberá demostrar que (i) existen acuerdos de cooperación entre la autoridad competente del Estado Miembro de referencia y las autoridades competentes de los países donde estén establecidos los AIF y el *non-EU* AIFM; (ii) este último no debe formar parte de la lista de países y territorios no cooperantes en materia de blanqueo de capitales y financiación del terrorismo; (iii) debe existir un acuerdo fiscal entre el Estado Miembro de referencia y el de establecimiento del *non-EU* AIFM; y, como requisito adicional, (iv) no debe existir ningún impedimento jurídico para la efectiva supervisión del *non-EU* AIFM por parte de las autoridades competentes designadas bajo la AIFMD.

Una vez asimilado, el *non-EU* AIFM estaría autorizado para operar de forma transfronteriza en la UE como si se tratase de un *EU* AIFM, de forma que si comercializara *non-EU* AIF éstos deberían cumplir, a su vez, con los requisitos que se han señalado en el párrafo anterior. Sin embargo, también sucede que este mecanismo está condicionado a un trámite de consulta y acción legislativa similar al mencionado para el pasaporte de los *non-EU* AIF, y que no se activará hasta pasados dos años desde la fecha límite prevista para la transposición. Es, por tanto, necesario explorar qué otros regímenes estarán en vigor mientras la operativa con pasaporte no esté plenamente desplegada.

---

27 Este mismo artículo contiene una serie de criterios que ESMA debe tener en cuenta en el momento de elaborar su informe y emitir su opinión.

28 Artículos 37 a 39.

29 El Artículo 37.3 de la AIFMD se refiere a este representante legal en términos que nos recuerdan a la «entidad designada» que recoge nuestra normativa de IIC extranjeras, Circular 2/2006, de 27 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.



## 4.2 Operar sin pasaporte

El primer supuesto en el que un AIFM podrá operar sin necesidad de someterse al régimen jurídico general establecido por la AIFMD –y, por tanto, sin poder acceder al pasaporte previsto en ésta– es el que ya ha sido expuesto en la segunda sección en relación con los AIFM que no superen los umbrales de patrimonio gestionado establecidos en el Artículo 3 de la Directiva. El segundo supuesto es el previsto en el Artículo 41 de la misma, que regula la comercialización de AIF entre los inversores minoristas. Dicho artículo establece que la potestad de autorizar dicha comercialización recae sobre los Estados Miembros, y que éstos podrán imponer requisitos más severos que los establecidos en la Directiva tanto a los AIF como a los AIFM para poder llevar a cabo tal comercialización. En consecuencia, ningún tipo de AIFM podrá comercializar AIF entre inversores minoristas en la UE bajo una única autorización otorgada por la autoridad competente de su Estado Miembro de origen o de referencia.

Sin embargo, tal y como se ha apuntado en el apartado anterior, conviene analizar cuál será la situación en el lapso de tiempo que va desde la transposición de la Directiva hasta la eventual entrada en vigor del pasaporte para AIF y AIFM no establecidos en la UE. A este particular se dirigen los artículos 36 y 40, que establecen las condiciones para que, respectivamente, un *EU* AIFM pueda comercializar *non-EU* AIF, y un *non-EU* AIFM pueda comercializar cualquier tipo de AIF, en los Estados Miembros de la UE y *sin* pasaporte. En primer lugar, debemos resaltar que, en ambos casos, la Directiva presenta estas situaciones como una opción de cada Estado Miembro, los cuales pueden rechazar la autorización de estos supuestos. En el caso, no obstante, de que los permitieran, la Directiva establece una regulación mínima que deberá ser observada en todo caso y que podrá ser endurecida de la forma que cada Estado Miembro considere oportuna.

Para el supuesto de *EU* AIFM que pretendan comercializar *non-EU* AIF, la Directiva establece que el *EU* AIFM debe cumplir con todas sus disposiciones excepto con el Artículo 21, que se sustituye por la exigencia de designar una o más entidades que cumplan con las funciones de depositaria previstas por la AIFMD y que, en ningún caso, sea el AIFM quien las desempeñe. Se requiere, además, que (i) existan acuerdos de cooperación entre la autoridad competente del Estado Miembro de origen del AIFM y las autoridades competentes de los países donde estén establecidos los *non-EU* AIF; y que (ii) estos países no formen parte de la lista de países y territorios no cooperantes en materia de blanqueo de capitales y financiación del terrorismo. Para el supuesto de *non-EU* AIFM, la Directiva establece que éstos puedan comercializar AIF en los Estados Miembros de la UE sin pasaporte siempre y cuando cumplan con los requisitos de transparencia<sup>30</sup> que la AIFMD establece en relación con cada uno de los AIF que pretendan comercializar. A esta exigencia se une la necesidad de que existan acuerdos de cooperación entre las autoridades competentes de todos los países implicados, si bien esta vez la Directiva explicita que la finalidad específica de tales acuerdos debe ser la facilitación del intercambio de información con el objetivo de vigilar el riesgo sistémico.

La posibilidad de acogerse a estos regímenes nacionales no es concebida por la Directiva, sin embargo, como un escenario definitivo y permanente; por el contrario,

---

30 La Directiva menciona, en concreto, los artículos 22 a 24 y la sección segunda del Capítulo V.

el Artículo 63ter establece un procedimiento por el cual estas opciones de los Estados Miembros pueden ser eliminadas. En concreto, la Directiva prevé que tres años después de la eventual entrada en vigor del pasaporte para AIF y AIFM establecidos fuera de la UE, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) elabore un informe evaluando el funcionamiento del pasaporte para *non-EU* AIF y *non-EU* AIFM y asesore a la Comisión Europea sobre la conveniencia de eliminar los regímenes nacionales no armonizados que posibilitan la operativa sin pasaporte<sup>31</sup>. En caso afirmativo, la Comisión debería adoptar, en los tres meses siguientes, las medidas necesarias para hacer efectiva la eliminación y someter a todos los AIFM al régimen general establecido por la Directiva, independientemente de su país de establecimiento.

## 5 Consideraciones finales

Este trabajo ofrece una idea de la complejidad a la que se ha enfrentado el legislador europeo para instaurar por primera vez un régimen jurídico armonizado para todo tipo de AIFM, entidades que gestionan inversiones de muy distintas naturalezas, englobando, entre otras, la inversión libre, el capital-riesgo, las materias primas y la inversión inmobiliaria. Ante la concentración de cambios y novedades que seguirán a la inminente publicación de la Directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD), en esta sección final se recopilan varias consideraciones acerca del previsible escenario futuro en el que operará la inversión alternativa en la Unión Europea.

En primer lugar, conviene señalar que esta Directiva regulará la gestión y comercialización de AIF por parte de AIFM, definiendo comercialización como todo aquel ofrecimiento o colocación directos o indirectos realizados a iniciativa del AIFM, o en su nombre, de acciones o participaciones de AIF a inversores domiciliados en la UE. Por tanto, la conocida como «comercialización pasiva», es decir, toda inversión realizada a iniciativa del inversor en AIF gestionada por AIFM que, según las disposiciones de la Directiva, no estén dentro de su ámbito de aplicación<sup>32</sup>, no sufre ningún cambio y puede llevarse a cabo como hasta ahora.

La segunda consideración debe dirigirse a las consecuencias regulatorias de los diferentes tipos de armonización que se prevén en la Directiva. Tal y como ha corroborado la Comisión Europea<sup>33</sup>, la armonización realizada por la AIFMD es, esencialmente, una armonización de máximos. Sin embargo, la misma Directiva prevé en varias de sus disposiciones que la regulación allí contenida es un mínimo sobre el cual los Estados Miembros pueden ejercer su potestad reguladora<sup>34</sup>. En sentido simi-

---

31 Como sucede para la instauración del pasaporte para *non-EU* AIFM y *non-EU* AIF, esta disposición también prevé una serie de criterios que ESMA ha de considerar en la elaboración de su informe y en la emisión de su opinión.

32 Un ejemplo podría ser un *non-EU* AIF gestionado por un *non-EU* AIFM que no se comercialice en la UE. Un inversor europeo que, sin embargo, conociera de su existencia, podría invertir en él sujeto a las únicas reglas que su régimen jurídico como inversor, i.e. como fondo de pensiones, le imponga.

33 Así lo expresa en su petición provisional de asesoramiento técnico sobre las medidas de nivel 2 requeridas por la AIFMD.

34 Véanse, por ejemplo, los artículos 26.7 ó 41 de la AIFMD.

lar, se debe recordar que todas aquellas materias no reguladas por la Directiva quedan fuera de todo proceso de armonización, por lo que la regulación sustantiva de los AIF que ciertos Estados Miembros poseen podrá seguir aplicándose siempre y cuando no obstaculice el ejercicio de los derechos previstos en la Directiva<sup>35</sup>.

En tercer lugar, la concreción necesaria de muchos aspectos y conceptos establecidos por la Directiva para poder asegurar su efectividad se confía al desarrollo de medidas de nivel 2 y nivel 3 que deben ser elaboradas por la Comisión Europea y por ESMA. La AIFMD ha recurrido de manera muy significativa a tales medidas –hasta en 99 casos<sup>36</sup>–, por lo que el sentido y alcance de muchas disposiciones no podrán determinarse con precisión hasta que estas medidas hayan sido elaboradas. En este sentido, y a diferencia de lo previsto en la Directiva UCITS<sup>37</sup>, la AIFMD no prevé un calendario específico para la promulgación de estas medidas, aunque la Comisión Europea ya ha expresado su voluntad de proceder según el «modelo UCITS», es decir, que al final de la transposición de la Directiva de nivel 1 sean también efectivas en los Estados Miembros todas las eventuales medidas de nivel 2.

Por último, conviene reseñar el papel que jugará ESMA en el ámbito de la AIFMD. La negociación de esta Directiva y la de la normativa reguladora de ESMA coincidieron en el tiempo, lo cual se refleja en la extensa y relevante presencia que la nueva autoridad europea tiene a lo largo de la AIFMD. Por un lado, ESMA podrá actuar según su normativa constitutiva<sup>38</sup>, que le atribuye una serie de funciones tanto de coordinación y mediación como de intervención en procesos regulatorios y de aplicación homogénea del acervo legislativo en materia financiera<sup>39</sup>. Por otro lado, la AIFMD también le atribuye funciones específicas que van desde la recepción de cierto tipo de información<sup>40</sup> hasta la coordinación entre las diferentes autoridades competentes implicadas<sup>41</sup>.

Finalmente, es importante mencionar el especial papel de la cláusula de revisión recogida en el Artículo 64 de la Directiva que, si bien es una cláusula habitual en la normativa europea, en este caso puede contribuir a relativizar la transición inherente a toda nueva regulación. Así, la Directiva emplaza a la Comisión Europea a iniciar un proceso de revisión de la aplicación de la misma cuatro años después de su transposición, lo cual no deja de ser llamativo, pues la fecha prevista para la revisión de todo este marco normativo es anterior, incluso, a la plena vigencia de más de una disposición analizada en este trabajo.

---

35 Véase, en este sentido, el apartado 8 del preámbulo de la AIFMD.

36 Véase el Anexo I de la petición provisional de asesoramiento técnico sobre las medidas de nivel 2 requeridas por la AIFMD.

37 Artículos 115 y ss. de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios.

38 El Artículo 1.2 del Reglamento (UE) N° 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), incluye expresamente a la AIFMD dentro del ámbito de actuación de ESMA.

39 Véanse artículos 10 a 21 del Reglamento (UE) N° 1095/2010.

40 Véanse, por ejemplo, los artículos 24 y 41 de la AIFMD.

41 Un ejemplo de tal función se encuentra en el procedimiento de cooperación reforzada del Artículo 25 de la AIFMD sobre control del apalancamiento de una entidad.



## **IV Anexo legislativo**



Las novedades legislativas aprobadas desde la publicación del Boletín de la CNMV del cuarto trimestre de 2010 han sido, por orden cronológico, las siguientes:

- **Circular 8/2010, de 30 de noviembre**, del Banco de España, a entidades de crédito, de modificación de la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.

Esta Circular incorpora al ordenamiento jurídico español los reglamentos (CE) 494/2009 y 495/2009, de la Comisión, que adoptaron para la Unión Europea la modificación de la NIIF 27, sobre estados financieros consolidados y separados, y de la NIIF 3, sobre combinaciones de negocios.

- **Circular 6/2010, de 21 de diciembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre operaciones con instrumentos derivados de las instituciones de inversión colectiva.

La Orden EHA/888/2008 amplía el ámbito de actuación de las IIC en lo referente a los instrumentos derivados. Los contenidos de la Circular están en la línea de la Directiva 2010/43/UE sobre los requisitos organizacionales, los conflictos de interés, las normas de conducta, la gestión de riesgos y el contenido del acuerdo gestora-depositario.

La Circular tiene como principal objetivo el desarrollo de la metodología para el cómputo del límite por riesgo de mercado asociado a la utilización de instrumentos derivados. También se desarrollan temas específicos relacionados con los límites de diversificación conjuntos del artículo 39.4 del RD 1309/2005: límites a la utilización de instrumentos derivados por riesgo de contraparte, requisitos sobre la operativa en mercados no organizados, valoración de posiciones y cómputo del límite de endeudamiento.

Adicionalmente, se desarrolla un régimen específico para IIC con objetivo concreto de rentabilidad.

- **Circular 9/2010, de 22 de diciembre**, del Banco de España, a entidades de crédito, de modificación de la Circular 3/2008, de 22 de mayo, a las entidades de crédito, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.

Esta Circular transpone varias directivas en materia de recursos propios (Directiva 2009/27/CE, de la Comisión, de 7 de abril; Directiva 2009/83/CE, de la Comisión, de 27 de julio; y Directiva 2009/111/CE, de 16 de septiembre). En particular, se establecen previsiones tendentes a reforzar la organización y el control interno en relación con la gestión del riesgo de liquidez y las operaciones de titulización. También se introducen otras modificaciones técnicas como, por ejemplo, el tratamiento a efectos de solvencia de las acciones propias o de las variaciones de valor de la cartera de valores.

- **Ley 40/2010, de 29 de diciembre**, de almacenamiento geológico de dióxido de carbono.

La disposición final novena de esta norma introduce una modificación en la fiscalidad de las SICAV. En particular, la reducción de capital con devolución de aportaciones se asimila a un reparto de dividendos a efectos tributarios.

- **Circular 1/2011, de 21 de enero**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 12/2008, de 30 de diciembre, sobre solvencia de las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables.

Esta Circular recoge el contenido de la Directiva 2009/27/CE, de la Comisión, que modifica la Directiva 2006/49/CE del Parlamento y del Consejo en lo que respecta a las disposiciones técnicas relativas a la gestión de riesgos, en relación con el riesgo de posición y el riesgo de crédito de contraparte de determinados derivados de crédito. También se transpone la Directiva 2009/83/CE, respecto de las técnicas de reducción de riesgo.

Se introducen algunos cambios provenientes de la experiencia adquirida, tales como, entre otras cuestiones, los conceptos a considerar en el cálculo de exigencias de recursos propios por gastos de estructura; la exclusión de determinados activos de los límites a los grandes riesgos; o la necesidad de deducir los créditos fiscales de los recursos propios computables.

Se añade una disposición adicional sobre las empresas de asesoramiento financiero (EAFI), en particular sobre las verificaciones que deben realizar los expertos independientes cuando las EAFI son personas físicas.

- **Real Decreto-Ley 2/2011, de 18 de febrero**, para el reforzamiento del sistema financiero.

Este Real Decreto-Ley persigue el doble objetivo de sanear la situación patrimonial de las cajas de ahorro y de modernizar su funcionamiento y su gobierno corporativo fomentando que adopten formas organizativas que posibiliten su acceso a los mercados de capital.

En primer lugar, para garantizar la solvencia de las cajas de ahorro, se ha adelantado el cumplimiento de los estándares internacionales de Basilea III. El nivel mínimo de la ratio de capital principal se ha fijado en el 8%, y en el 10% para aquellas entidades que no hayan colocado títulos representativos de su capital a terceros por al menos un 20% y que, además, presenten una ratio de financiación mayorista superior al 20%. Las entidades que a 10 de marzo no alcancen el nivel requerido de capital principal tendrán que comunicar al Banco de España la estrategia y calendario con el que garantizarán el cumplimiento de los nuevos requisitos. En el caso de aquellas entidades que soliciten la admisión a negociación de sus acciones en un mercado secundario oficial, se prorrogará este plazo hasta el primer trimestre de 2012. Asimismo, el incumplimiento coyuntural de hasta un 20% de la ratio de capital principal exigido determinará que el Banco de España imponga restricciones a la distribución de beneficios, el reparto de dividendos, la dotación a la obra benéfico social, la retribución de las participaciones preferentes, las retribuciones variables de administradores y directivos y la recompra de acciones.

Por otra parte, el Real Decreto-Ley impone que el saneamiento por parte del FROB de las entidades que se encuentren en dificultades se realice mediante la adquisición temporal de acciones ordinarias de aquellas entidades que no cumplan con los niveles de recursos propios exigidos y que así lo soliciten. Esta



participación del FROB se extenderá por un periodo máximo de cinco años y las valoraciones las realizarán expertos designados por el propio Fondo. La adquisición de títulos por parte del FROB estará condicionada a la elaboración por la entidad de un Plan de Recapitalización en el que se deberán asumir compromisos como la reducción de costes estructurales o la mejora del gobierno corporativo. Por último, se prevé también la adquisición por el FROB de participaciones preferentes convertibles en aportaciones al capital social de las cooperativas de crédito.



## V Anexo estadístico



# 1 Mercados

## 1.1 Renta variable

### Emisiones y OPV<sup>1</sup>

CUADRO 1.1

	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
<b>IMPORTES EFECTIVOS<sup>3</sup></b> (millones de euros)	16.349,3	11.390,7	16.012,7	241,5	5.115,3	2.322,6	8.333,3	1.311,1
Ampliaciones de capital	16.339,7	11.388,7	15.407,0	241,5	4.580,9	2.322,6	8.262,0	1.311,1
De ellas, mediante OPS	292,0	17,3	958,7	14,8	923,7	6,0	14,2	0,0
Tramo nacional	292,0	14,9	61,6	14,8	26,8	5,9	13,9	0,0
Tramo internacional	0,0	2,5	897,2	0,0	896,9	0,0	0,3	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	9,5	1,9	605,7	0,0	534,4	0,0	71,4	0,0
Tramo nacional	9,5	1,9	79,1	0,0	7,7	0,0	71,4	0,0
Tramo internacional	0,0	0,0	526,7	0,0	526,7	0,0	0,0	0,0
<b>IMPORTES NOMINALES<sup>3</sup></b> (millones de euros)	1.835,8	1.892,1	6.313,4	143,8	2.851,9	2.234,5	1.083,2	268,4
Ampliaciones de capital	1.835,7	1.892,0	6.304,4	143,8	2.851,9	2.234,5	1.074,3	268,4
De ellas, mediante OPS	100,0	0,1	1,9	0,1	0,2	0,7	1,0	0,0
Tramo nacional	100,0	0,1	1,8	0,1	0,1	0,7	0,9	0,0
Tramo internacional	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,1	0,0	9,0	0,0	0,0	0,0	8,9	0,0
Tramo nacional	0,1	0,0	8,9	0,0	0,0	0,0	8,9	0,0
Tramo internacional	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>NÚMERO DE EXPEDIENTES<sup>4</sup></b>	54	53	69	10	18	12	29	11
Ampliaciones de capital	53	53	67	10	17	12	28	11
De ellas, mediante OPS	2	2	12	2	4	2	4	0
De ellas, liberadas	18	11	15	1	4	3	7	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	1	3	0	2	0	1	0
<b>NÚMERO DE EMISORES<sup>4</sup></b>	39	34	46	10	13	10	23	10
Ampliaciones de capital	38	34	45	10	13	10	22	10
De ellas, mediante OPS	2	2	12	2	4	2	4	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	1	2	0	1	0	1	0

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

2 Datos disponibles: febrero de 2011.

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	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>OFERTAS PÚBLICAS DE SUSCRIPCIÓN</b>	292,0	17,3	958,7	14,8	923,7	6,0	14,2	0,0
Mercado nacional	282,0	14,9	61,6	14,8	26,8	5,9	13,9	0,0
Suscriptores minoristas	191,5	0,0	2,5	0,0	0,0	2,5	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	90,5	14,9	59,0	14,8	26,8	3,4	13,9	0,0
Mercado internacional	0,0	2,5	897,2	0,0	896,9	0,0	0,3	0,0
Empleados	10,0	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
<b>OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA</b>	9,5	1,9	605,7	0,0	534,4	0,0	71,4	0,0
Mercado nacional	9,5	1,5	79,1	0,0	7,7	0,0	71,4	0,0
Suscriptores minoristas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	9,5	1,5	79,1	0,0	7,7	0,0	71,4	0,0
Mercado internacional	0,0	0,0	526,7	0,0	526,7	0,0	0,0	0,0
Empleados	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero de 2011.

Sociedades admitidas a cotización<sup>1</sup>

CUADRO 1.3

	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	136	133	129	132	131	129	129	130
Sin Nuevo mercado	136	133	129	132	131	129	129	130
Nuevo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	5	5	6	5	5	5	6	7
Segundo mercado	8	7	6	6	6	6	6	6
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	6	5	4	4	4	4	4	4
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros ex SICAV	29	29	28	29	28	28	28	28
Madrid	13	13	13	13	13	13	13	13
Barcelona	19	19	18	19	18	18	18	18
Bilbao	8	8	8	8	8	8	8	8
Valencia	7	6	6	6	6	6	6	6
Corros SICAV	3	1	1	1	1	1	1	1
MAB	3.347	3.251	3.144	3.213	3.193	3.175	3.144	3.121
Latibex	35	32	29	32	32	31	29	29

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: febrero de 2011.

3 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).Capitalización<sup>1</sup>

CUADRO 1.4

Millones de euros	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	531.194,2	634.762,8	590.182,8	590.182,8	506.500,6	568.142,8	565.585,2	623.674,7
Sin Nuevo mercado	531.194,2	634.762,8	590.182,8	590.182,8	506.500,6	568.142,8	565.585,2	623.674,7
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras <sup>4</sup>	61.317,5	94.954,0	92.275,8	92.275,8	76.530,8	83.898,4	100.249,8	102.968,2
Ibex 35	322.806,6	404.997,3	376.747,6	376.747,6	321.072,6	364.914,0	348.998,9	392.450,4
Segundo mercado	109,9	80,9	69,1	69,1	66,4	74,9	74,6	58,6
Madrid	22,8	24,9	23,4	23,4	24,8	26,4	24,7	24,7
Barcelona	87,1	56,0	45,7	45,7	41,5	48,5	49,9	33,9
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	5.340,7	4.226,5	4.159,1	4.159,1	4.065,6	3.859,2	4.128,2	4.025,9
Madrid	1.454,7	997,3	958,0	958,0	920,7	924,0	878,8	873,0
Barcelona	3.580,2	3.400,6	3.336,4	3.336,4	3.276,0	3.139,2	3.432,2	3.336,8
Bilbao	45,9	435,4	433,4	433,4	386,9	386,9	362,1	326,1
Valencia	760,4	559,2	554,8	554,8	543,4	475,2	458,7	449,8
Corros SICAV <sup>5</sup>	126,8	28,5	28,1	28,1	31,0	30,9	32,6	34,1
MAB <sup>5</sup>	24.718,6	26.282,9	26.502,4	26.502,4	25.763,3	26.046,2	26.340,8	26.469,2
Latibex	210.773,5	412.628,9	437.016,7	437.016,7	405.461,9	408.834,8	435.337,8	432.861,7

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: febrero de 2011.

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

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

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

## Contratación efectiva

CUADRO 1.5

Millones de euros	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>2</sup>	1.228.392,4	877.073,5	1.026.478,5	226.191,0	294.779,6	213.520,2	291.987,6	163.902,0
Sin Nuevo mercado	1.228.380,9	877.073,5	1.026.478,5	226.191,0	294.779,6	213.520,2	291.987,6	163.902,0
Nuevo mercado	11,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	1.407,1	4.750,4	6.415,3	1.704,5	2.294,1	1.158,2	1.258,6	995,5
Segundo mercado	31,7	3,2	3,0	0,3	0,9	0,5	1,4	0,5
Madrid	3,4	2,0	2,8	0,3	0,6	0,5	1,3	0,4
Barcelona	28,3	1,2	0,3	0,0	0,2	0,0	0,0	0,1
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	182,1	52,8	157,2	14,1	8,9	53,1	81,2	15,7
Madrid	73,9	16,5	15,7	1,2	4,5	8,6	1,5	3,6
Barcelona	103,6	29,4	135,7	9,1	4,3	44,4	78,0	12,0
Bilbao	0,1	1,1	3,9	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	4,5	5,9	1,9	0,0	0,2	0,1	1,7	0,1
Corros SICAV	25,3	19,7	8,1	3,3	3,8	0,5	0,5	1,6
MAB	7.060,3	5.080,1	4.147,9	1.089,0	1.143,6	768,4	1.146,9	536,1
Latibex	757,7	434,7	521,2	146,5	162,1	93,5	119,2	69,5

1 Datos disponibles: febrero de 2011.

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

## Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación<sup>1</sup>

CUADRO 1.6

Millones de euros	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
En sesión	1.180.835,9	833.854,9	983.584,5	218.800,9	282.043,0	202.084,6	280.656,0	158.721,6
Órdenes	774.718,1	499.182,8	541.879,8	135.802,4	161.849,1	112.273,3	131.954,9	98.035,3
Aplicaciones	105.673,9	51.335,8	58.678,1	14.134,7	16.114,0	12.924,2	15.505,2	15.290,9
Bloques	300.443,9	283.336,3	383.026,6	68.863,7	104.079,8	76.887,0	133.196,0	45.395,4
Fuera de hora	10.175,2	5.996,6	17.209,5	3.481,0	5.731,2	4.932,9	3.064,3	1.881,8
Autorizadas	3.183,2	4.695,6	2.660,5	246,2	1.188,4	200,2	1.025,8	750,2
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	17.461,2	7.188,9	312,0	0,0	273,1	38,8	0,0	0,0
OPV	292,0	1.325,0	1.448,2	0,0	1.448,2	0,0	0,0	0,0
Toma de razón	1.066,8	5.202,6	2.273,4	0,0	0,7	2.272,7	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	9.661,9	11.443,2	11.474,7	1.741,6	2.487,4	2.010,5	5.235,2	1.061,0
Operaciones de cobertura	5.716,3	7.366,7	7.515,8	1.921,4	1.607,6	1.980,4	2.006,3	1.487,2

1 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds*).

2 Datos disponibles: febrero de 2011.

## Operaciones de crédito

CUADRO 1.7

Millones de euros	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>CONTRATACIÓN</b>								
Préstamo de valores <sup>2</sup>	583.950,8	471.007,1	556.246,7	116.966,4	161.045,4	123.594,7	154.640,3	76.694,2
Crédito de valores para su venta <sup>3</sup>	624,9	704,3	598,0	153,6	158,8	155,6	130,1	143,5
Crédito para compra de valores <sup>3</sup>	154,7	106,4	65,9	19,0	17,0	12,9	16,9	13,8
<b>SALDO VIVO</b>								
Préstamo de valores <sup>2</sup>	43.647,8	47.322,2	36.195,9	42.162,6	39.413,7	37.101,6	36.195,9	39.446,7
Crédito de valores para su venta <sup>3</sup>	20,7	21,1	9,9	18,7	13,7	19,1	9,9	22,7
Crédito para compra de valores <sup>3</sup>	7,0	5,6	5,0	4,8	5,0	3,4	5,0	4,3

1 Datos disponibles: febrero de 2011.

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

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

## 1.2 Renta fija

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

CUADRO 1.8

	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>	179	168	115	36	58	33	47	27
Cédulas hipotecarias	19	27	25	9	18	13	13	10
Cédulas territoriales	7	1	6	2	3	1	1	0
Bonos y obligaciones no convertibles	30	50	39	16	24	11	11	4
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	3	2	0	0	0	2	1
Bonos de titulización	88	68	36	5	9	7	15	4
Programas de pagarés	77	69	58	13	18	9	19	10
De titulización	2	2	2	0	1	0	1	0
Resto de pagarés	75	67	56	13	17	9	18	10
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	8	23	0	0	0	0	0	1
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>	337	512	349	70	121	60	98	38
Cédulas hipotecarias	47	75	88	11	32	24	21	14
Cédulas territoriales	8	1	9	2	4	1	2	0
Bonos y obligaciones no convertibles	76	244	154	39	58	19	38	6
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	6	3	0	0	0	3	1
Bonos de titulización	108	76	36	5	9	7	15	5
Programas de pagarés	88	73	59	13	18	9	19	10
De titulización	2	2	2	0	1	0	1	0
Resto de pagarés	86	71	57	13	17	9	18	10
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	9	37	0	0	0	0	0	2
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>	476.275,7	387.475,8	226.448,9	51.667,5	57.409,7	61.634,8	55.736,9	42.152,9
Cédulas hipotecarias	14.300,0	35.573,9	34.378,5	4.650,0	10.892,4	10.317,0	8.519,1	11.630,0
Cédulas territoriales	1.820,0	500,0	5.900,0	400,0	4.700,0	300,0	500,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	10.489,6	62.249,0	24.356,0	8.732,8	6.811,4	1.287,2	7.524,7	127,6
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1.429,1	3.200,0	968,0	0,0	0,0	0,0	968,0	25,0
Bonos de titulización	135.252,5	81.651,2	63.260,5	2.875,0	15.698,5	28.189,7	16.497,3	14.085,0
Tramo nacional	132.730,1	77.289,4	62.743,0	2.875,0	15.205,0	28.189,7	16.473,3	12.412,4
Tramo internacional	2.522,4	4.361,9	517,5	0,0	493,5	0,0	24,0	1.672,6
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	311.738,5	191.341,7	97.586,0	35.009,7	19.307,5	21.540,9	21.727,9	16.085,3
De titulización	2.843,1	4.758,4	5.057,0	995,0	930,0	1.723,0	1.409,0	373,0
Resto de pagarés	308.895,4	186.583,3	92.529,0	34.014,7	18.377,5	19.817,9	20.318,9	15.712,3
Otras emisiones de renta fija	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	1.246,0	12.960,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	200,0
<b>Pro memoria:</b>								
Emisiones subordinadas	12.949,5	20.988,5	9.154,2	3.284,0	1.983,5	1.838,5	2.048,2	1.587,4
Emisiones aseguradas	9.169,5	4.793,8	299,0	299,0	0,0	0,0	0,0	10,0

1 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

2 Datos disponibles: febrero de 2011.

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

### Admisión al mercado AIAF

CUADRO 1.9

	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>Importes nominales en millones de euros</b>								
<b>Total</b>	476.710,4	388.455,0	223.404,5	56.552,9	53.030,8	65.590,3	48.230,5	43.877,7
Pagarés	314.417,4	191.427,7	99.784,4	37.414,8	18.699,8	22.148,0	21.521,8	16.416,1
Bonos y obligaciones	10.040,3	61.862,5	24.728,6	8.283,1	7.392,1	1.541,1	7.512,4	126,6
Cédulas hipotecarias	14.150,0	35.568,9	32.861,0	4.775,0	9.820,0	9.767,0	8.499,1	9.250,0
Cédulas territoriales	1.930,0	500,0	5.900,0	125,0	4.975,0	300,0	500,0	0,0
Bonos de titulización	135.926,6	85.542,9	60.030,5	5.855,0	12.144,0	31.834,2	10.197,3	17.885,0
Participaciones preferentes	246,0	13.552,9	100,0	100,0	0,0	0,0	0,0	200,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero de 2011.



**AIAF. Emisores, emisiones y saldo vivo**

CUADRO 1.10

	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>	556	614	634	618	618	628	634	632
Pagarés	72	67	60	66	63	66	60	58
Bonos y obligaciones	93	91	93	92	91	91	93	93
Cédulas hipotecarias	22	29	33	30	31	31	33	34
Cédulas territoriales	11	11	12	11	11	11	12	12
Bonos de titulización	383	442	459	445	447	454	459	458
Participaciones preferentes	52	60	59	61	60	59	59	60
Bonos matador	12	12	12	12	12	12	12	12
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>	4.639	4.084	3.630	4.062	3.772	3.646	3.630	3.616
Pagarés	2.489	1.507	958	1.464	1.144	999	958	956
Bonos y obligaciones	450	611	645	625	645	639	645	636
Cédulas hipotecarias	146	202	253	210	220	239	253	263
Cédulas territoriales	26	25	26	23	24	25	26	24
Bonos de titulización	1.436	1.629	1.641	1.630	1.630	1.637	1.641	1.629
Participaciones preferentes	78	96	93	96	95	93	93	94
Bonos matador	14	14	14	14	14	14	14	14
<b>SALDO VIVO<sup>2</sup> (millones de euros)</b>	819.637,7	870.981,1	850.181,7	866.273,2	839.437,9	851.730,8	850.181,7	854.297,6
Pagarés	71.762,2	41.647,0	23.233,6	45.347,2	32.547,3	27.299,7	23.233,6	24.869,3
Bonos y obligaciones	122.001,9	150.886,3	146.077,7	152.333,9	148.648,1	144.437,2	146.077,7	143.234,6
Cédulas hipotecarias	162.465,5	185.343,8	195.734,8	186.018,8	183.028,7	189.145,7	195.734,8	199.634,8
Cédulas territoriales	17.030,0	16.030,0	18.350,0	15.725,0	18.350,0	18.650,0	18.350,0	17.550,0
Bonos de titulización	422.010,7	442.831,5	434.835,1	432.505,7	422.610,5	440.244,9	434.835,1	436.858,3
Participaciones preferentes	23.308,6	33.183,8	30.891,8	33.283,8	33.194,5	30.894,5	30.891,8	31.091,8
Bonos matador	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8

1 Datos disponibles: febrero de 2011.

2 Importes nominales.

**AIAF. Contratación**

CUADRO 1.11

Importes nominales en millones de euros	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>POR TIPO DE ACTIVO. Total</b>	2.521.040,1	4.658.633,2	4.383.118,7	655.522,1	827.194,9	1.088.985,4	1.811.416,3	1.682.799,2
Pagarés	591.943,8	533.331,0	385.238,9	116.534,6	103.792,8	92.307,2	72.604,4	47.800,1
Bonos y obligaciones	80.573,8	321.743,0	922.393,1	158.121,4	222.442,5	192.302,0	349.527,2	170.452,2
Cédulas hipotecarias	129.995,3	263.150,0	271.441,8	20.802,8	67.916,3	86.114,0	96.608,6	121.523,6
Cédulas territoriales	10.142,3	7.209,0	14.458,2	889,3	8.430,6	3.213,7	1.924,7	1.456,4
Bonos de titulización	1.704.341,8	3.527.486,4	2.784.775,4	357.996,5	423.251,4	714.081,4	1.289.446,1	1.340.812,6
Participaciones preferentes	4.030,0	5.668,5	4.635,7	1.176,7	1.218,4	966,9	1.273,8	726,8
Bonos matador	13,2	45,2	175,7	0,9	143,0	0,2	31,6	27,4
<b>POR TIPO DE OPERACIÓN. Total</b>	2.521.040,1	4.658.633,2	4.383.118,7	655.522,1	827.194,9	1.088.985,4	1.811.416,3	1.682.799,2
Simple	387.897,1	378.348,4	288.927,3	82.774,2	81.760,9	55.230,8	69.161,4	64.689,9
Repo	381.505,0	362.068,7	304.493,2	88.416,1	82.787,8	72.123,5	61.165,8	38.714,3
Simultánea	1.751.638,0	3.918.216,1	3.789.698,3	484.331,9	662.646,2	961.631,2	1.681.089,0	1.579.395,0

1 Datos disponibles: febrero de 2011.

**AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador**

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>Total</b>	744.652,5	681.946,6	553.896,6	162.210,3	149.128,9	121.757,2	120.800,2	88.605,4
Sociedades no financieras	285.044,4	256.224,6	162.949,5	49.505,8	42.315,5	37.846,5	33.281,8	23.374,2
Instituciones financieras	334.851,6	298.909,1	289.950,4	75.137,6	78.266,4	68.828,4	67.718,0	48.413,2
Entidades de crédito	130.056,0	125.547,5	102.372,1	24.254,8	26.229,9	21.916,4	29.970,9	25.080,7
IIC, seguros y fondos de pensiones	154.709,8	115.865,3	125.899,4	35.927,1	36.015,0	31.339,1	22.618,2	15.255,3
Otras entidades financieras	50.085,8	57.496,3	61.678,9	14.955,7	16.021,4	15.572,8	15.128,9	8.077,2
Administraciones públicas	6.331,2	5.808,5	3.117,7	1.222,0	1.425,4	160,5	309,8	135,6
Hogares e ISFLSH <sup>2</sup>	13.344,0	14.647,8	14.244,4	6.377,6	3.090,8	2.234,1	2.541,9	1.151,5
Resto del mundo	105.081,2	106.356,6	83.634,6	29.967,2	24.030,8	12.687,8	16.948,7	15.530,9

1 Datos disponibles: febrero de 2011.

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

Admisión a bolsa<sup>1</sup>

CUADRO 1.13

	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
<b>IMPORTES NOMINALES</b> (millones de euros)	3.390,6	5.866,8	868,0	200,0	200,0	0,0	468,0	500,0
Bonos y obligaciones no convertibles	0,0	0,0	400,0	200,0	200,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0,0	4.510,8	468,0	0,0	0,0	0,0	468,0	500,0
Bonos de titulización	3.390,6	1.356,0	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
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>	33	10	8	3	4	0	1	1
Bonos y obligaciones no convertibles	0	0	7	3	4	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	4	1	0	0	0	1	1
Bonos de titulización	33	6	0	0	0	0	0	0
Otros	0	0	0	0	0	0	0	0

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

2 Datos disponibles: febrero de 2011.

## Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.14

	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>	58	62	60	61	62	62	60	58
Emisores privados	45	48	46	47	48	48	46	44
Sociedades no financieras	5	6	5	5	5	5	5	4
Instituciones financieras privadas	40	42	41	42	43	43	41	40
Administraciones públicas <sup>3</sup>	13	14	14	14	14	14	14	14
Comunidades autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>	271	269	247	260	258	257	247	241
Emisores privados	157	155	145	152	151	150	145	139
Sociedades no financieras	9	10	7	8	8	8	7	7
Instituciones financieras privadas	148	145	138	144	143	142	138	132
Administraciones públicas <sup>3</sup>	114	114	102	108	107	107	102	102
Comunidades autónomas	82	76	64	69	68	68	64	64
<b>SALDO VIVO</b> <sup>2</sup> (millones de euros)	29.142,6	36.299,5	41.091,3	36.329,8	36.674,9	36.480,1	41.091,3	41.263,3
Emisores privados	17.237,9	21.600,9	19.261,5	21.083,8	19.462,5	19.110,1	19.261,5	19.462,4
Sociedades no financieras	381,0	1.783,7	376,6	1.778,2	377,3	377,1	376,6	375,8
Instituciones financieras privadas	16.856,9	19.817,2	18.884,8	19.305,6	19.085,2	18.733,0	18.884,8	19.086,5
Administraciones públicas <sup>3</sup>	11.904,7	14.698,6	21.829,9	15.246,0	17.212,3	17.370,0	21.829,9	21.800,9
Comunidades autónomas	9.972,5	12.338,3	19.442,4	12.836,3	14.803,4	14.961,8	19.442,4	19.413,5

1 Datos disponibles: febrero de 2011.

2 Importes nominales.

3 No incluye deuda anotada.

## Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.15

	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Importes nominales en millones de euros								
Mercado electrónico	1.580,1	633,0	510,5	83,8	207,1	97,1	122,5	54,8
Corros	7.842,1	4.008,4	7.525,6	328,9	1.404,5	1.117,8	4.674,4	1.572,6
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	7.674,9	3.821,1	7.146,7	101,5	1.373,0	1.051,6	4.620,6	1.548,3
Bilbao	6,1	4,6	2,3	0,8	0,7	0,4	0,5	0,1
Valencia	161,1	182,7	376,6	226,6	30,9	65,8	53,4	24,2
Deuda anotada	46,2	49,1	331,1	11,8	304,0	6,3	9,1	2,8
Deuda comunidades autónomas	71.054,9	70.065,8	59.017,0	18.577,3	13.490,5	13.613,0	13.336,2	7.464,6

1 Datos disponibles: febrero de 2011.

## Sistemas organizados de negociación: SENAF y MTS.

CUADRO 1.16

## Contratación de deuda pública por modalidad

	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Importes nominales en millones de euros								
Total	132.327,4	202.120,5	265.966,0	83.724,5	64.903,8	75.677,6	41.660,2	15.762,2
Simples	89.010,5	114.314,0	110.011,0	53.396,0	19.326,0	16.173,0	21.116,0	15.462,0
Simultáneas	43.316,9	86.806,5	155.433,0	29.997,5	45.536,8	59.504,6	20.394,2	300,2
Otras operaciones	0,0	1.000,0	522,0	331,0	41,0	0,0	150,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero de 2011.

## 1.3 Derivados y otros productos

### 1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

#### Negociación en MEFF

CUADRO 1.17

Número de contratos	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Sobre deuda	12	18	14	4	4	4	2	2
Futuro sobre bono nocional <sup>2</sup>	12	18	14	4	4	4	2	2
Sobre Ibex 35 <sup>3,4</sup>	8.433.963	6.187.544	6.946.167	1.635.380	2.279.397	1.446.089	1.585.302	1.122.471
Futuro sobre Ibex 35 plus	7.275.299	5.436.989	6.280.999	1.467.635	2.053.136	1.327.272	1.432.956	1.035.523
Futuro mini sobre Ibex 35	330.042	314.829	357.926	87.166	128.596	69.900	72.265	57.059
Opción call mini	323.874	230.349	122.158	35.979	33.861	21.602	30.717	12.103
Opción put mini	504.749	205.377	185.083	44.600	63.804	27.315	49.364	17.786
Sobre acciones <sup>5</sup>	64.554.817	80.114.693	57.291.482	13.957.914	12.831.247	13.107.040	17.395.281	8.675.825
Futuros	46.237.568	44.586.779	19.684.108	4.136.308	3.927.137	4.969.808	6.650.855	3.470.596
Opción call	7.809.423	18.864.840	17.186.515	4.357.759	4.164.723	4.413.718	4.250.315	2.526.056
Opción put	10.507.826	16.663.074	20.420.859	5.463.847	4.739.387	3.723.514	6.494.111	2.679.173
<b>Pro memoria: actividad de MEFF en Eurex</b>								
Sobre deuda <sup>6</sup>	869.105	558.848	373.113	137.861	103.847	59.521	71.884	53.986
Sobre índices <sup>7</sup>	1.169.059	835.159	604.029	212.055	165.818	101.741	124.415	62.484

1 Datos disponibles: febrero de 2011.

2 Nominal del contrato: 100 mil euros.

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

4 Nominal del contrato: Ibex 35 \* 10 euros.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

6 Futuros sobre Bund, Bobl y Schatz.

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

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

#### Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.18

	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>WARRANTS<sup>2</sup></b>								
Importe de las primas (millones de euros)	12.234,4	5.165,1	4.915,3	1.324,5	1.602,0	761,4	1.227,4	476,7
Sobre acciones	6.914,1	2.607,1	2.537,4	699,4	829,8	302,5	705,7	226,4
Sobre índices	4.542,8	2.000,1	1.852,6	491,5	613,0	367,3	380,8	199,1
Otros <sup>3</sup>	777,5	558,0	525,4	133,6	159,3	91,6	140,9	51,2
Número de emisiones	9.790	7.342	8.375	2.164	2.417	1.260	2.534	593
Número de emisores	8	9	9	7	8	6	7	2
<b>CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES</b>								
Importes nominales (millones de euros)	77,0	35,0	64,0	5,0	32,0	20,0	7,0	0,0
Sobre acciones	77,0	25,0	47,0	5,0	25,0	10,0	7,0	0,0
Sobre índices	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros <sup>3</sup>	0,0	10,0	17,0	0,0	7,0	10,0	0,0	0,0
Número de emisiones	4	3	7	1	3	2	1	0
Número de emisores	1	1	1	1	1	1	1	0

1 Datos disponibles: febrero de 2011.

2 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

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

**Bolsa de valores. Contratación de warrants y ETF**

CUADRO 1.19

	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>WARRANTS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	2.943,7	1.768,4	1.603,2	335,5	503,6	397,9	366,2	300,3
Sobre acciones nacionales	1.581,9	809,9	759,8	144,8	235,9	198,0	181,1	145,0
Sobre acciones extranjeras	145,7	97,6	60,7	14,4	20,8	8,4	17,2	16,7
Sobre índices	1.063,3	761,2	689,5	159,9	229,6	169,2	130,8	105,2
Otros <sup>2</sup>	152,8	99,7	93,2	16,4	17,3	22,4	37,1	33,3
Número de emisiones <sup>3</sup>	9.770	8.038	7.750	3.066	3.489	3.007	3.060	2.746
Número de emisores <sup>3</sup>	10	10	10	9	8	9	10	9
<b>CERTIFICADOS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	16,8	39,2	22,0	6,5	4,1	7,8	3,7	1,8
Número de emisiones <sup>3</sup>	26	22	16	15	14	13	13	11
Número de emisores <sup>3</sup>	4	4	2	2	2	2	2	2
<b>ETF</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	6.938,1	3.470,6	6.229,7	1.675,4	2.715,1	746,4	831,3	715,7
Número de fondos	30	32	65	32	32	43	65	67
Patrimonio <sup>4</sup> (millones de euros)	1.630,3	1.648,4	827,8	1.452,8	986,6	960,2	827,8	n.d.

1 Datos disponibles: febrero de 2011.

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

n.d.: Dato no disponible.

**1.3.3 Derivados no financieros**
**Negociación en MFAO<sup>1</sup>**

CUADRO 1.20

	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
Número de contratos								
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante <sup>3</sup>	48.091	135.705	165.840	52.695	46.540	41.555	25.050	16.701

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: febrero de 2011.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

## 2 Servicios de inversión

### Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	51	50	50	50	51	51	50	51
Sucursales	79	78	80	79	79	79	80	75
Representantes	6.041	6.102	6.455	6.183	6.284	6.387	6.455	6.534
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	50	50	47	52	48	47	47	45
Sucursales	9	9	10	9	8	8	10	11
Representantes	639	638	665	691	662	660	665	691
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA</b>								
Entidades nacionales	10	9	7	9	8	8	7	6
Sucursales	4	5	5	5	5	5	5	5
Representantes	6	5	3	5	4	4	3	3
<b>EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO<sup>2</sup></b>								
Entidades nacionales	–	16	48	26	36	42	48	54
<b>ENTIDADES DE CRÉDITO<sup>3</sup></b>								
Entidades nacionales	195	193	186	194	193	189	186	186

1 Datos disponibles: febrero de 2011.

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

3 Fuente: Banco de España.

### Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Total	2.232	2.364	2.604	2.443	2.496	2.563	2.604	2.668
ESI <sup>2</sup> en el Espacio Económico Europeo	1.818	1.940	2.176	2.011	2.065	2.129	2.176	2.235
Con sucursal	37	36	41	35	39	40	41	40
En libre prestación de servicios	1.781	1.904	2.135	1.976	2.026	2.089	2.135	2.195
Entidades de crédito <sup>3</sup>	414	424	428	432	431	434	428	433
Comunitarias	405	414	418	422	421	424	418	423
Con sucursal	56	53	53	54	56	56	53	55
En libre prestación de servicios	348	360	364	367	364	367	364	368
Filiales en libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	1	0
Extracomunitarias	9	10	10	10	10	10	10	10
Con sucursal	8	8	8	8	8	8	8	8
En libre prestación de servicios	1	2	2	2	2	2	2	2

1 Datos disponibles: febrero de 2010.

2 Empresas de servicios de inversión.

3 Fuente: Banco de España y CNMV.

### Intermediación de operaciones al contado<sup>1</sup>

CUADRO 2.3

	IV 2009				IV 2010			
	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total
Millones de euros								
<b>RENDA FIJA</b>								
Total	142.317	2.389.964	277.862	2.810.143	122.443	2.483.686	191.690	2.797.819
Sociedades de valores	123.596	47.859	47.576	219.031	106.222	724.722	134.972	965.916
Agencias de valores	18.721	2.342.105	230.286	2.591.112	16.221	1.758.964	56.718	1.831.903
<b>RENDA VARIABLE</b>								
Total	452.577	1.634	14.456	468.667	272.011	1.060	24.864	297.935
Sociedades de valores	440.300	1.416	12.974	454.690	265.832	826	23.696	290.354
Agencias de valores	12.277	218	1.482	13.977	6.179	234	1.168	7.581

1 Datos acumulados del periodo.

## Intermediación de operaciones de derivados<sup>1,2</sup>

CUADRO 2.4

Millones de euros	IV 2009				IV 2010			
	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total
Total	866.465	2.080.546	540.836	3.487.847	667.003	2.136.920	269.685	3.073.608
Sociedades de valores	851.625	1.882.896	28.947	2.763.468	664.710	1.327.744	168.331	2.160.785
Agencias de valores	14.840	197.650	511.889	724.379	2.293	809.176	101.354	912.823

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

2 Datos acumulados del periodo.

## Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado<sup>1</sup>

CUADRO 2.5

	IV 2009			IV 2010		
	Total	IIC <sup>2</sup>	Otras <sup>3</sup>	Total	IIC <sup>2</sup>	Otras <sup>3</sup>
<b>NÚMERO DE CARTERAS</b>						
Total	12.594	90	12.504	13.231	115	13.116
Sociedades de valores	6.557	16	6.541	7.530	67	7.463
Agencias de valores	3.460	45	3.415	3.690	43	3.647
Sociedades gestoras de cartera	2.577	29	2.548	2.011	5	2.006
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)</b>						
Total	8.674.359	686.470	7.987.888	9.347.508	1.798.097	7.549.411
Sociedades de valores	3.293.125	153.472	3.139.653	4.078.668	838.039	3.240.629
Agencias de valores	2.405.275	346.156	2.059.120	2.380.015	848.597	1.531.418
Sociedades gestoras de cartera	2.975.958	186.842	2.789.116	2.888.825	111.461	2.777.364

1 Datos a final de periodo.

2 Incluye tanto la gestión directa como mediante acuerdos de delegación de gestión de activos de IIC residentes; así como gestión de IIC no residentes.

3 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.

## Asesoramiento financiero. Número de contratos y patrimonio asesorado<sup>1</sup>

CUADRO 2.6

	IV 2009			IV 2010		
	Total <sup>2</sup>	Cientes minoristas	Cientes profesionales	Total <sup>2</sup>	Cientes minoristas	Cientes profesionales
<b>NÚMERO DE CONTRATOS</b>						
Total	4.729	4.656	66	5.642	5.558	78
Sociedades de valores	1.080	1.074	3	1.366	1.354	6
Agencias de valores	3.049	2.991	54	3.374	3.311	63
Sociedades gestoras de cartera	600	591	9	902	893	9
<b>PATRIMONIO ASESORADO (miles de euros)</b>						
Total	6.851.984	1.937.134	4.342.603	7.480.340	2.433.616	4.611.333
Sociedades de valores	1.114.532	509.979	158.409	1.254.313	557.140	261.782
Agencias de valores	2.059.176	1.088.078	948.081	2.433.074	1.494.751	938.323
Sociedades gestoras de cartera	3.678.277	339.077	3.236.112	3.792.953	381.725	3.411.229

1 Datos a final de periodo.

2 Incluye clientes minoristas, profesionales y otros clientes.

## Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores<sup>1</sup>

CUADRO 2.7

Miles de euros <sup>2</sup>	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>3</sup>
I. Margen de intereses	109.682	163.272	102.054	7.810	43.915	79.231	102.054	6.210
II. Comisiones netas	674.204	562.082	533.858	131.174	279.871	391.165	533.858	44.361
Comisiones percibidas	943.619	782.214	798.152	195.160	423.657	593.521	798.152	69.552
Tramitación y ejecución de órdenes	648.036	548.362	555.207	137.816	306.583	420.088	555.207	52.802
Colocación y aseguramiento de emisiones	42.502	26.326	8.499	772	2.906	4.314	8.499	102
Depósito y anotación de valores	21.198	16.183	22.367	4.054	11.218	16.775	22.367	1.882
Gestión de carteras	17.306	11.768	13.880	3.043	6.366	10.044	13.880	1.242
Diseño y asesoramiento	56.671	60.477	53.722	14.069	27.094	38.344	53.722	3.226
Búsqueda y colocación de paquetes	12	10	36	7	7	36	36	179
Operaciones de crédito al mercado	19	14	9	2	5	8	9	1
Comercialización de IIC <sup>4</sup>	91.167	63.341	65.487	16.388	32.261	48.242	65.487	5.577
Otras	66.708	55.733	78.944	19.009	37.217	55.672	78.944	4.541
Comisiones satisfechas	269.415	220.133	264.294	63.986	143.785	202.356	264.294	25.191
III. Resultado de inversiones financieras <sup>5</sup>	800.194	45.266	48.588	-4.943	76.990	9.841	48.588	44.796
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-626.527	21.820	26.081	41.152	-36.773	39.867	26.081	-41.341
V. Margen bruto	957.553	792.440	710.580	175.192	364.004	520.104	710.580	54.026
VI. Resultado de explotación	434.209	339.706	276.253	72.507	149.310	197.788	276.253	18.111
VII. Resultado de actividades continuadas	365.374	250.984	196.834	64.583	132.181	173.280	196.834	13.485
VIII. Resultado neto del ejercicio	367.665	250.984	196.834	64.583	132.181	173.280	196.834	13.485

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

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

3 Datos disponibles: enero de 2011.

4 En los periodos anteriores al IV trimestre de 2008 se refiere a "Suscripción y reembolso de IIC".

5 Denominado anteriormente "Beneficios netos en valores". No incluye la dotación de provisiones por minusvalías de la cartera de negociación, ni su aplicación y recuperación. Dichas partidas se contabilizan en "Resultado de explotación".

## Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros <sup>3</sup>	Total		Margen de intereses		Inversiones financieras <sup>1</sup>		Diferencias de cambio y otras partidas <sup>2</sup>	
	IV 2009	IV 2010	IV 2009	IV 2010	IV 2009	IV 2010	IV 2009	IV 2010
Total	290.002	181.098	163.272	102.054	45.266	48.588	81.463	30.456
Activos monetarios y deuda pública	7.062	17.536	944	5.787	6.117	11.749	-	-
Otros valores de renta fija	-154.985	67.555	70.793	21.774	-225.779	45.782	-	-
Cartera interior	-164.057	55.335	68.530	20.174	-232.586	35.160	-	-
Cartera exterior	9.071	12.220	2.264	1.599	6.808	10.621	-	-
Renta variable	834.412	284.782	90.522	76.685	743.890	208.097	-	-
Cartera interior	301.998	-9.276	64.652	57.237	237.346	-66.514	-	-
Cartera exterior	532.414	294.058	25.870	19.448	506.544	274.611	-	-
Derivados	-471.071	-229.222	-	-	-471.071	-229.222	-	-
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-14.464	-2.166	-14.464	-2.166	-	-	-	-
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	-	-	-	-
Depósito y otras operaciones con intermediarios	642	-359	642	-359	-	-	-	-
Diferencias de cambio netas	22.582	24.445	-	-	-	-	22.582	24.445
Otros productos y cargas de explotación	-762	1.635	-	-	-	-	-762	1.635
Otras operaciones	66.586	16.892	14.834	333	-7.891	12.183	59.643	4.375

1 Los resultados procedentes de inversiones financieras no incluyen la dotación, aplicación y recuperación de provisiones por minusvalías.

2 La columna que anteriormente aparecía como "Otras dotaciones" ha sido sustituida por una nueva columna que incluye, además de las dotaciones a provisiones para riesgos, los resultados por diferencias de cambio y otros productos y cargas de explotación.

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

## Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores<sup>1</sup>

CUADRO 2.9

Miles de euros <sup>2</sup>	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>3</sup>
I. Margen de intereses	7.980	2.652	1.629	191	732	1.099	1.629	153
II. Comisiones netas	149.874	127.410	109.165	33.173	56.876	80.234	109.165	8.528
Comisiones percibidas	172.344	144.373	126.055	37.586	65.412	92.624	126.055	9.688
Tramitación y ejecución de órdenes	62.345	53.988	38.176	13.953	21.791	29.565	38.176	3.264
Colocación y aseguramiento de emisiones	4.847	2.989	2.748	272	610	1.368	2.748	3
Depósito y anotación de valores	676	509	366	94	186	276	366	30
Gestión de carteras	21.137	19.633	19.489	4.704	8.808	13.861	19.489	1.313
Diseño y asesoramiento	4.962	2.806	3.618	719	2.032	1.972	3.618	258
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	304	115	115	128	304	36
Operaciones de crédito al mercado	10	28	27	354	10	26	27	5
Comercialización de IIC <sup>4</sup>	31.287	23.966	23.946	6.613	12.004	17.611	23.946	1.807
Otras	47.081	40.453	37.381	10.763	19.855	27.816	37.381	2.973
Comisiones satisfechas	22.470	16.963	16.890	4.412	8.536	12.390	16.890	1.160
III. Resultado de inversiones financieras <sup>5</sup>	-1.176	1.709	456	-37	-104	23	456	67
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	3.526	-1.111	-1.416	-101	-376	-955	-1.416	-253
V. Margen bruto	160.204	130.661	109.834	33.226	57.128	80.400	109.834	8.495
VI. Resultado de explotación	20.377	9.090	9.457	4.461	4.894	6.330	9.457	1.036
VII. Resultado de actividades continuadas	14.372	4.862	6.452	4.088	4.443	5.700	6.452	1.074
VIII. Resultado neto del ejercicio	14.372	4.862	6.452	4.088	4.443	5.700	6.452	1.074

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

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

3 Datos disponibles: enero de 2011.

4 En los periodos anteriores al IV trimestre de 2008 se refiere a "Suscripción y reembolso de IIC".

5 Denominado anteriormente "Beneficios netos en valores". No incluye la dotación de provisiones por minusvalías de la cartera de negociación, ni su aplicación y recuperación. Dichas partidas se contabilizan en "Resultado de explotación".

## Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera<sup>1</sup>

CUADRO 2.10

Miles de euros <sup>2</sup>	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>3</sup>
I. Margen de intereses	1.482	341	407	63	165	274	407	38
II. Comisiones netas	12.044	10.734	10.097	3.333	5.967	8.393	10.097	626
Comisiones percibidas	23.877	21.750	20.994	6.085	11.440	16.559	20.994	1.471
Gestión de carteras	20.683	18.463	18.020	4.642	9.218	13.645	18.020	1.371
Diseño y asesoramiento	2.484	2.698	1.160	1.289	1.921	1.101	1.160	99
Comercialización de IIC <sup>4</sup>	66	18	34	17	26	34	34	0
Otras	644	571	1.779	138	275	1.779	1.779	0
Comisiones satisfechas	11.833	11.016	10.897	2.752	5.473	8.167	10.897	845
III. Resultado de inversiones financieras <sup>5</sup>	-108	92	51	-11	65	96	51	27
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-418	-383	21	-111	-157	-265	21	8
V. Margen bruto	13.000	10.784	10.577	3.275	6.040	8.497	10.577	699
VI. Resultado de explotación	1.157	1.296	1.154	806	1.411	1.189	1.154	79
VII. Resultado de actividades continuadas	765	889	939	724	1.170	1.009	939	60
VIII. Resultado neto del ejercicio	765	889	939	724	1.170	1.009	939	60

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

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

3 Datos disponibles: enero de 2011.

4 En los periodos anteriores al IV trimestre de 2008 se refiere a "Suscripción y reembolso de IIC".

5 Denominado anteriormente "Beneficios netos en valores". No incluye la dotación de provisiones por minusvalías de la cartera de negociación, ni su aplicación y recuperación. Dichas partidas se contabilizan en "Resultado de explotación".



## Margen de cobertura de los recursos propios sobre el coeficiente de solvencia<sup>1,2</sup>

CUADRO 2.11

Miles de euros	Exceso		Número de entidades según porcentaje del exceso									
	Importe		< 50	<100	<150	<200	<300	<400	<500	<750	<1000	>1000
	total	% <sup>3</sup>										
Total	1.399.885	313,47	11	18	14	5	17	11	6	8	8	3
Sociedades de valores	1.315.284	331,24	1	7	4	2	13	8	4	4	5	2
Agencias de valores	67.273	192,26	9	10	9	2	3	3	2	4	3	0
Sociedades gestoras de cartera	17.328	119,49	1	1	1	1	1	0	0	0	0	1

1 Datos disponibles: diciembre de 2010.

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

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

## Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos<sup>1,2</sup>

CUADRO 2.12

	Media <sup>3</sup>	Pérdidas	Número de entidades según su rentabilidad anualizada							
			0-5%	6-15%	16-30%	31-45%	46-60%	61-75%	76-100%	>100%
Total	14,69	24	25	19	13	6	5	2	3	4
Sociedades de valores	15,30	10	11	13	6	2	2	2	2	2
Agencias de valores	8,14	13	10	6	6	4	3	0	1	2
Sociedades gestoras de cartera	2,16	1	4	0	1	0	0	0	0	0

1 El ROE se ha calculado como:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Bº antes de impuestos (anualizado)}}{\text{Fondos propios}}$$

*Fondos Propios = Capital + Prima de emisión + Reservas - Valores propios + Remanentes y resultados de ejercicios anteriores - Dividendos y retribuciones.*

2 Datos disponibles: diciembre de 2010.

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

### 3 Instituciones de inversión colectiva<sup>a,b,c</sup>

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

CUADRO 3.1

	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	
Total IIC de carácter financiero	6.354	5.892	5.627	5.808	5.724	5.679	5.627	5.526
Fondos de inversión	2.943	2.593	2.429	2.534	2.464	2.443	2.429	2.422
Sociedades de inversión	3.347	3.232	3.133	3.206	3.195	3.171	3.133	3.104
IIC de IIC de inversión libre	40	38	32	37	34	33	32	32
IIC de inversión libre	24	29	33	31	31	33	33	34
Total IIC inmobiliarias	18	16	16	16	16	16	16	16
Fondos de inversión inmobiliaria	9	8	8	8	8	8	8	8
Sociedades de inversión inmobiliaria	9	8	8	8	8	8	8	8
Total IIC extranjeras comercializadas en España	563	582	660	615	636	652	660	664
Fondos extranjeros comercializados en España	312	324	379	353	365	376	379	380
Sociedades extranjeras comercializadas en España	251	258	281	262	271	276	281	284
SGIIC	120	120	123	122	124	123	123	120
Depositarias IIC	125	124	114	123	122	117	114	113

1 Datos disponibles: febrero de 2011.

#### Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2008	2009	2010 <sup>1</sup>	2010				2011
				I	II	III	IV <sup>1</sup>	
Total IIC de carácter financiero <sup>3</sup>	6.358.753	5.895.009	5.578.524	5.906.343	5.841.721	5.765.250	5.578.524	5.575.025
Fondos de inversión	5.923.352	5.475.403	5.160.889	5.489.598	5.423.206	5.348.536	5.160.889	5.158.280
Sociedades de inversión	435.401	419.606	417.635	416.745	419.307	416.714	417.635	416.745
Total IIC inmobiliarias	98.327	84.511	76.223	76.312	77.714	77.116	76.223	76.312
Fondos de inversión inmobiliaria	97.390	83.583	75.280	75.369	76.772	76.182	75.280	75.369
Sociedades de inversión inmobiliaria	937	928	943	943	942	934	943	943
Total IIC extranjeras comercializadas en España	593.488	685.094	838.680	-	791.381	811.553	838.680	-
Fondos extranjeros comercializados en España	102.922	139.102	193.486	-	181.039	186.804	193.486	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	490.566	545.992	645.194	-	610.342	624.749	645.194	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: enero de 2011.

3 La información correspondiente a IIC de inversión libre y a IIC de IIC de inversión libre se encuentra recogida en el cuadro 3.12.

#### Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros	2008	2009	2010 <sup>1</sup>	2010				2011
				I	II	III	IV <sup>1</sup>	
Total IIC de carácter financiero <sup>3</sup>	200.522,4	196.472,5	170.073,1	193.941,8	180.899,1	178.778,0	170.073,1	169.688,5
Fondos de inversión <sup>4</sup>	175.865,5	170.547,7	143.918,2	167.524,3	155.295,5	152.646,5	143.918,2	143.388,9
Sociedades de inversión	24.656,9	25.924,8	26.155,0	26.417,5	25.602,6	26.131,5	26.155,0	26.299,6
Total IIC inmobiliarias	7.778,8	6.773,7	6.437,5	6.668,4	6.606,6	6.524,2	6.437,5	6.418,5
Fondos de inversión inmobiliaria	7.406,9	6.465,1	6.115,6	6.363,7	6.279,6	6.201,5	6.115,6	6.096,5
Sociedades de inversión inmobiliaria	371,9	308,6	321,9	304,6	327,0	322,7	321,9	322,0
Total IIC extranjeras comercializadas en España	18.254,8	25.207,2	35.457,8	30.864,9	32.362,8	32.826,7	35.457,8	-
Fondos extranjeros comercializados en España	3.352,0	5.215,1	8.109,2	6.519,3	7.477,2	7.650,1	8.109,2	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	14.902,8	19.992,0	27.348,6	24.345,6	24.885,7	25.176,6	27.348,6	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: enero de 2011.

3 La información correspondiente a IIC de inversión libre y a IIC de IIC de inversión libre se encuentra recogida en el cuadro 3.12.

4 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en enero de 2011, del orden de 6.500 millones de euros.

a En las referencias a los "Fondos de inversión" de todo el capítulo, no se incluyen los fondos de inversión libre ni los fondos de IIC de inversión libre.

b Como consecuencia de la entrada en vigor, el 31 de diciembre de 2008, de las nuevas circulares CR CNMV 3/2008 y CR CNMV 7/2008, en las que se modifica la información contable a remitir a la CNMV, puede haber modificaciones en los cuadros con el fin de adaptarse a las anteriores.

c A partir de marzo de 2009 cuando se hace referencia a las IIC extranjeras (patrimonio y número de partícipes) no se incluyen los datos de los ETF.

## Distribución del patrimonio de los fondos de inversión<sup>1</sup>

CUADRO 3.4

Millones de euros	2008	2009	2010	2009		2010		
				IV	I	II	III	IV
Patrimonio	175.865,5	170.547,7	143.918,1	170.547,7	167.524,3	155.295,5	152.646,5	143.918,1
Cartera de inversiones financieras	166.384,7	163.165,5	137.295,4	163.165,5	160.119,6	148.166,2	144.724,4	137.295,4
Cartera interior	107.347,7	100.642,6	89.630,2	100.642,6	96.322,9	92.605,7	91.413,1	89.630,2
Valores representativos de deuda	81.904,6	74.628,9	68.575,1	74.628,9	71.916,5	69.173,9	68.366,9	68.575,1
Instrumentos de patrimonio	4.023,2	4.741,0	3.829,2	4.741,0	4.384,1	3.611,2	3.994,8	3.829,2
Instituciones de inversión colectiva	10.134,3	9.041,5	7.338,6	9.041,5	8.930,1	8.876,9	8.415,2	7.338,6
Depósitos en EECC	10.657,6	11.552,2	9.460,8	11.552,2	10.531,5	10.508,4	10.167,6	9.460,8
Derivados	627,9	679,0	426,2	679,0	560,7	435,3	467,6	426,2
Otros	0,1	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	1,0	0,4
Cartera exterior	59.035,2	62.487,1	47.626,5	62.487,1	63.745,9	55.515,6	53.272,4	47.626,5
Valores representativos de deuda	49.659,8	48.435,3	30.337,4	48.435,3	47.491,3	39.619,4	36.499,7	30.337,4
Instrumentos de patrimonio	5.216,1	7.783,2	8.385,8	7.783,2	8.291,3	7.615,6	8.003,2	8.385,8
Instituciones de inversión colectiva	3.524,5	5.666,4	8.404,7	5.666,4	7.398,7	7.844,9	8.264,9	8.404,7
Depósitos en EECC	17,5	82,4	108,0	82,4	79,9	81,5	73,1	108,0
Derivados	599,5	518,7	387,1	518,7	483,6	349,2	427,4	387,1
Otros	17,8	1,1	3,6	1,1	1,2	5,0	4,1	3,6
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	1,8	35,8	38,6	35,8	49,9	44,9	38,9	38,6
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tesorería	8.703,2	7.267,7	6.531,4	7.267,7	7.350,8	6.817,4	7.933,3	6.531,4
Neto deudores/acreedores	777,7	114,5	91,4	114,5	53,9	311,9	-11,2	91,4

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

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

CUADRO 3.5

Millones de euros	2008	2009	2010	2009		2010		
				IV	I	II	III	IV
Patrimonio	24.656,9	25.924,8	26.155,0	25.924,8	26.417,5	25.602,6	26.131,5	26.155,0
Cartera de inversiones financieras	23.446,9	24.813,5	25.187,3	24.813,5	25.334,6	24.471,5	25.015,5	25.187,3
Cartera interior	16.176,3	13.514,3	12.881,4	13.514,3	12.908,6	12.390,0	13.036,9	12.881,4
Valores representativos de deuda	10.435,1	7.400,5	5.435,9	7.400,5	6.744,2	5.840,4	5.717,5	5.435,9
Instrumentos de patrimonio	3.214,9	3.376,3	2.988,6	3.376,3	3.153,2	2.754,0	2.945,3	2.988,6
Instituciones de inversión colectiva	1.108,8	1.091,1	758,7	1.091,1	987,1	831,9	807,6	758,7
Depósitos en EECC	1.383,5	1.631,5	3.675,2	1.631,5	2.014,0	2.963,0	3.546,8	3.675,2
Derivados	9,8	-6,6	-5,9	-6,6	-11,8	-22,4	-5,8	-5,9
Otros	24,4	21,7	29,0	21,7	22,0	23,1	25,7	29,0
Cartera exterior	7.267,8	11.294,2	12.298,1	11.294,2	12.419,9	12.075,1	11.970,8	12.298,1
Valores representativos de deuda	2.609,6	4.606,6	3.606,8	4.606,6	4.681,7	4.340,4	4.001,8	3.606,8
Instrumentos de patrimonio	2.014,6	3.559,3	4.166,0	3.559,3	4.002,4	3.793,3	3.852,6	4.166,0
Instituciones de inversión colectiva	2.486,4	2.987,4	4.390,5	2.987,4	3.611,3	3.807,1	3.930,4	4.390,5
Depósitos en EECC	28,9	26,3	12,1	26,3	16,8	18,0	44,5	12,1
Derivados	120,5	113,0	119,9	113,0	105,3	108,3	134,9	119,9
Otros	7,8	1,6	2,8	1,6	2,4	8,0	6,6	2,8
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	2,8	4,9	7,9	4,9	6,2	6,4	7,7	7,9
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Tesorería	1.021,0	976,4	832,0	976,4	919,9	896,0	903,3	832,0
Neto deudores/acreedores	188,8	134,8	135,5	134,8	162,8	235,0	212,6	135,5

	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE FONDOS</b>								
Total fondos de inversión	2.912	2.536	2.408	2.500	2.436	2.421	2.408	2405
Renta fija <sup>3</sup>	629	582	537	567	547	540	537	539
Renta fija mixta <sup>4</sup>	195	169	160	171	168	162	160	160
Renta variable mixta <sup>5</sup>	202	165	138	161	143	140	138	138
Renta variable euro <sup>6</sup>	237	182	172	179	179	174	172	172
Renta variable internacional <sup>7</sup>	330	242	232	239	233	233	232	230
Garantizado renta fija	260	233	276	239	251	261	276	280
Garantizado renta variable <sup>8</sup>	590	561	499	549	530	518	499	493
Fondos globales	469	187	192	182	181	189	192	192
De gestión pasiva <sup>9</sup>	–	69	61	66	64	61	61	61
Retorno absoluto <sup>9</sup>	–	146	141	147	140	143	141	140
<b>PARTÍCIPES</b>								
Total fondos de inversión	5.923.346	5.475.403	5.160.889	5.489.598	5.423.206	5.348.536	5.160.889	5.158.280
Renta fija <sup>3</sup>	2.204.652	2.041.487	1.622.664	1.994.558	1.865.575	1.745.375	1.622.664	1.575.523
Renta fija mixta <sup>4</sup>	277.629	290.151	270.341	298.542	295.325	280.230	270.341	265.230
Renta variable mixta <sup>5</sup>	209.782	182.542	171.336	180.722	185.111	182.860	171.336	169.221
Renta variable euro <sup>6</sup>	377.545	299.353	266.395	290.734	280.529	280.573	266.395	260.376
Renta variable internacional <sup>7</sup>	467.691	458.097	501.138	478.952	487.813	502.491	501.138	511.086
Garantizado renta fija	538.799	570.963	790.081	617.901	690.600	762.369	790.081	847.655
Garantizado renta variable <sup>8</sup>	1.402.948	1.188.304	1.065.426	1.153.385	1.142.072	1.115.180	1.065.426	1.053.235
Fondos globales	444.300	88.337	105.720	94.630	99.163	110.538	105.720	108.756
De gestión pasiva <sup>9</sup>	–	85.403	90.343	92.352	97.949	93.049	90.343	89.026
Retorno absoluto <sup>9</sup>	–	270.766	277.445	287.822	279.069	275.871	277.445	278.172
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>								
Total fondos de inversión	175.865,2	170.547,7	143.918,2	167.524,3	155.295,5	152.646,5	143.918,2	143.388,9
Renta fija <sup>3</sup>	92.813,1	84.657,2	56.614,6	79.655,6	69.654,5	64.102,1	56.614,6	53.941,3
Renta fija mixta <sup>4</sup>	5.803,0	8.695,5	7.319,0	8.867,1	8.264,2	8.109,9	7.319,0	7.118,8
Renta variable mixta <sup>5</sup>	3.958,8	3.879,6	3.470,5	3.930,7	3.441,5	3.520,2	3.470,5	3.544,3
Renta variable euro <sup>6</sup>	5.936,9	6.321,6	5.356,8	6.017,6	5.181,2	5.504,4	5.356,8	5.542,9
Renta variable internacional <sup>7</sup>	4.256,6	5.902,4	8.037,3	6.869,4	6.682,5	7.203,6	8.037,3	8.161,8
Garantizado renta fija	21.281,6	21.033,4	26.180,2	22.047,8	23.520,3	25.795,6	26.180,2	27.806,4
Garantizado renta variable <sup>8</sup>	30.742,4	25.665,8	22.046,5	24.814,2	23.981,7	23.600,0	22.046,5	21.858,1
Fondos globales	11.072,8	3.872,5	4.440,3	4.130,3	3.991,1	4.093,9	4.440,3	4.887,5
De gestión pasiva <sup>9</sup>	–	3.216,6	2.104,8	2.971,9	2.350,2	2.323,6	2.104,8	2.203,7
Retorno absoluto <sup>9</sup>	–	7.303,0	8.348,1	8.219,9	8.228,4	8.393,2	8.348,1	8.324,2

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

2 Datos disponibles: enero de 2011.

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

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

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

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

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

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

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

**Fondos de inversión de carácter financiero: Distribución de los partícipes y del patrimonio según la naturaleza de los partícipes<sup>1</sup>**

CUADRO 3.7

	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
<b>PARTÍCIPES</b>	5.923.352	5.475.403	5.160.889	5.489.598	5.423.206	5.348.536	5.160.889	5.158.280
Personas físicas	5.754.049	5.322.214	5.019.902	5.334.304	5.272.045	5.201.334	5.019.902	5.018.135
Residentes	5.677.123	5.252.126	4.954.891	5.264.655	5.203.616	5.134.719	4.954.891	4.953.572
No residentes	76.926	70.088	65.011	69.649	68.429	66.615	65.011	64.563
Personas jurídicas	169.303	153.189	140.987	155.294	151.161	147.202	140.987	140.145
Entidades de crédito	1.713	674	524	631	582	568	524	513
Otros agentes residentes	166.041	151.479	139.550	153.637	149.581	145.690	139.550	138.698
Entidades no residentes	1.549	1.036	913	1.026	998	944	913	934
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>	175.865,5	170.547,7	143.918,1	167.524,3	155.295,5	152.646,5	143.918,1	143.388,9
Personas físicas	135.756,2	132.860,5	113.660,6	130.952,8	121.762,4	119.808,3	113.660,6	113.819,7
Residentes	133.878,1	130.954,4	111.900,1	129.010,4	119.898,1	117.961,2	111.900,1	112.160,4
No residentes	1.878,1	1.906,0	1.760,5	1.942,4	1.864,3	1.847,1	1.760,5	1.659,4
Personas jurídicas	40.109,3	37.687,2	30.257,5	36.571,4	33.533,9	32.838,1	30.257,5	29.569,2
Entidades de crédito	4.193,0	2.572,0	1.926,1	2.437,5	2.145,0	2.152,9	1.926,1	1.934,1
Otros agentes residentes	34.738,0	34.065,1	27.644,6	33.287,2	30.614,8	29.926,8	27.644,6	26.921,5
Entidades no residentes	1.178,4	1.050,1	686,9	846,7	774,1	758,5	686,9	713,6

- 1 No incluye datos de inversión libre.  
2 Datos disponibles: enero de 2011.

**Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo<sup>1</sup>**

CUADRO 3.8

Millones de euros	2008	2009 <sup>2</sup>	2010	2009	2010	II	III	IV
				IV	I			
<b>SUSCRIPCIONES</b>								
Total fondos de inversión	135.461,7	109.915,2	78.805,2	33.164,3	25.226,0	24.172,2	13.395,6	16.011,4
Renta fija	101.909,7	73.718,8	41.656,1	20.150,3	15.240,8	13.605,3	6.206,7	6.603,3
Renta fija mixta	1.914,5	5.267,6	3.538,8	3.309,0	1.243,5	1.082,2	571,7	641,4
Renta variable mixta	1.350,2	1.135,4	1.221,7	366,6	292,1	556,5	118,5	254,6
Renta variable euro	2.858,0	2.183,8	1.673,0	743,2	582,5	464,0	291,1	335,4
Renta variable internacional	3.309,6	2.929,5	4.455,2	1.165,3	1.259,1	1.190,3	778,5	1.227,3
Garantizado renta fija	11.937,0	11.755,4	11.513,4	2.246,8	2.359,6	3.244,1	3.403,9	2.505,8
Garantizado renta variable	6.544,7	5.589,1	5.120,1	1.899,6	1.607,4	1.539,4	726,8	1.246,5
Fondos globales	5.638,0	2.754,4	3.018,1	792,9	545,0	440,6	265,4	1.767,1
De gestión pasiva	–	535,5	683,8	269,0	242,6	271,1	73,7	96,4
Retorno absoluto	–	4.045,7	5.924,8	2.221,5	1.853,3	1.778,8	959,1	1.333,6
<b>REEMBOLSOS</b>								
Total fondos de inversión	202.864,1	122.617,5	104.385,6	32.945,1	28.324,7	33.041,1	18.442,3	24.577,5
Renta fija	124.242,9	81.197,6	68.806,1	21.710,4	19.940,5	22.951,2	12.006,3	13.908,1
Renta fija mixta	8.136,6	2.724,4	4.955,7	792,3	1.106,0	1.653,8	812,4	1.383,5
Renta variable mixta	4.675,6	1.596,5	1.311,8	264,9	225,7	601,2	168,0	316,9
Renta variable euro	8.617,2	2.457,8	2.369,9	734,9	709,6	673,9	452,4	534,0
Renta variable internacional	8.657,3	2.165,3	3.303,3	609,5	704,9	991,1	625,5	981,8
Garantizado renta fija	9.499,1	15.004,5	6.797,4	4.070,5	2.135,7	1.529,0	1.414,2	1.718,5
Garantizado renta variable	18.216,4	10.990,8	7.620,2	2.574,1	1.818,0	1.852,4	1.399,8	2.550,0
Fondos globales	20.819,0	2.548,6	2.694,4	280,5	269,3	461,1	382,9	1.581,1
De gestión pasiva	–	708,0	1.474,1	235,9	396,2	682,1	141,6	254,2
Retorno absoluto	–	3.224,0	5.053,0	1.672,1	1.018,9	1.645,3	1.039,3	1.349,5

- 1 Datos estimados.  
2 El dato para los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto corresponde a los tres últimos trimestres del año.

**Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo:  
Suscripciones/reembolsos netos y rendimientos netos<sup>1</sup>**

CUADRO 3.9

Millones de euros	2008	2009 <sup>2</sup>	2010	2009		2010		
				IV	I	II	III	IV
<b>SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS<sup>3</sup></b>								
Total fondos de inversión	-67.402,4	-12.702,3	-25.580,6	219,1	-3.098,8	-8.868,9	-5.046,8	-8.566,10
Renta fija	-22.333,2	-7.478,8	-27.149,9	-1.560,1	-4.699,7	-9.345,8	-5.799,6	-7.304,80
Renta fija mixta	-6.222,1	2.543,2	-1.417,0	2.516,7	137,5	-571,7	-240,7	-742,1
Renta variable mixta	-3.325,4	-461,1	-90,0	101,7	66,5	-44,7	-49,4	-62,4
Renta variable euro	-5.759,2	-274,0	-696,9	8,3	-127,1	-210,0	-161,2	-198,6
Renta variable internacional	-5.347,7	764,2	1.152,1	555,9	554,2	199,2	153,1	245,6
Garantizado renta fija	2.437,9	-3.249,1	4.716,0	-1.823,7	223,8	1.715,1	1.989,8	787,3
Garantizado renta variable	-11.671,7	-5.401,7	-2.500,1	-674,5	-210,6	-313,0	-673,0	-1.303,50
Fondos globales	-15.181,0	205,8	323,6	512,3	275,7	-20,5	-117,5	185,9
De gestión pasiva	-	-172,5	-790,3	33,1	-153,6	-411,1	-67,9	-157,7
Retorno absoluto	-	821,7	871,7	549,4	834,4	133,5	-80,3	-15,9
<b>RENDIMIENTOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	-11.988,0	8.389,8	135,7	1.364,5	930,1	-3.097,2	2.418,3	-115,5
Renta fija	1.927,7	1.535,3	64,5	192,4	359,6	-486,4	409,7	-218,4
Renta fija mixta	-716,8	507,9	-56,4	160,6	34,1	-194,3	148	-44,2
Renta variable mixta	-1.589,0	529,9	-53,4	76,6	-10,0	-227,6	158,1	26,1
Renta variable euro	-5.172,6	1.477,1	-254,1	195,0	-184,3	-638,6	509,2	59,6
Renta variable internacional	-4.092,4	1.309,0	877,4	354,6	346,4	-390,0	342,8	578,2
Garantizado renta fija	597,6	830,5	-170,4	87,5	213,6	-286,3	229,7	-327,4
Garantizado renta variable	-1.310,4	1.024,0	-392,8	43,0	94,7	-438,4	266,4	-315,5
Fondos globales	-1.632,1	272,2	123,1	67,3	55,6	-121,9	109,4	80,0
De gestión pasiva	-	657,8	-109,7	134,5	-52,8	-205,1	144,7	3,5
Retorno absoluto	-	246,4	107,7	53,2	73,3	-108,4	100,2	42,6

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

2 El dato para los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto corresponde a los tres últimos trimestres del año.

3 Datos estimados.

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

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2008	2009 <sup>1</sup>	2010	2009	2010	II	III	IV
				IV	I			
<b>RENDIMIENTOS DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	-4,09	6,13	1,09	1,09	0,80	-1,67	1,82	0,17
Renta fija	2,53	2,69	0,78	0,44	0,62	-0,47	0,81	-0,18
Renta fija mixta	-5,75	9,34	0,61	2,46	0,71	-1,94	2,13	-0,25
Renta variable mixta	-23,30	16,44	0,11	2,45	0,24	-5,96	4,95	1,19
Renta variable euro	-47,02	31,02	-3,05	3,73	-2,57	-10,85	9,84	1,62
Renta variable internacional	-49,55	33,16	14,8	7,23	6,06	-5,08	5,48	8,11
Garantizado renta fija	3,39	4,10	-0,11	0,57	1,15	-1,10	1,05	-1,18
Garantizado renta variable	-1,88	5,08	-0,46	0,49	0,70	-1,50	1,44	-1,07
Fondos globales	-7,36	10,82	4,15	2,16	1,71	-2,67	2,97	2,17
De gestión pasiva	-	-	-2,5	4,60	-1,54	-7,34	6,43	0,41
Retorno absoluto	-	-	2,49	1,11	1,25	-1,04	1,48	0,8
<b>GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	0,87	0,87	0,91	0,23	0,22	0,22	0,23	0,24
Renta fija	0,58	0,63	0,65	0,17	0,16	0,16	0,16	0,16
Renta fija mixta	1,14	1,14	1,20	0,31	0,29	0,29	0,30	0,30
Renta variable mixta	1,54	1,58	1,65	0,40	0,38	0,39	0,41	0,41
Renta variable euro	1,60	1,75	1,78	0,45	0,43	0,43	0,45	0,45
Renta variable internacional	1,69	1,79	1,84	0,47	0,46	0,42	0,45	0,50
Garantizado renta fija	0,49	0,65	0,62	0,16	0,14	0,15	0,16	0,17
Garantizado renta variable	1,29	1,26	1,24	0,31	0,29	0,30	0,30	0,31
Fondos globales	1,04	1,08	1,06	0,27	0,27	0,22	0,27	0,30
De gestión pasiva	-	-	0,72	0,17	0,16	0,16	0,18	0,19
Retorno absoluto	-	-	1,06	0,29	0,28	0,25	0,26	0,28
<b>GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO</b>								
Total fondos de inversión	0,08	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,09	0,09	0,10	0,02	0,02	0,02	0,03	0,03
Renta variable mixta	0,11	0,10	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable euro	0,10	0,10	0,11	0,03	0,02	0,03	0,03	0,03
Renta variable internacional	0,12	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,07	0,08	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,11	0,11	0,10	0,03	0,02	0,02	0,02	0,03
Fondos globales	0,09	0,08	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	-	-	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Retorno absoluto	-	-	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

<sup>1</sup> No se incluye la rentabilidad anual de los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto ya que esa vocación entró en vigor con la Circular 1/2009, a partir del segundo trimestre de 2009.

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

CUADRO 3.11

En %	2008	2009 <sup>1</sup>	2010	2009	2010	II	III	IV
				IV	I			
Total fondos de inversión	-4,21	5,73	0,35	0,73	0,61	-1,83	1,64	-0,04
Renta fija	2,06	1,91	0,11	0,24	0,46	-0,62	0,63	-0,35
Renta fija mixta	-7,14	6,85	-0,54	0,63	0,42	-2,18	1,82	-0,56
Renta variable mixta	-22,21	16,47	-0,98	1,99	-0,14	-6,00	4,67	0,78
Renta variable euro	-39,78	32,41	-2,94	3,06	-2,57	-10,66	10,11	1,27
Renta variable internacional	-41,71	37,28	14,22	6,30	5,63	-4,97	5,35	8,01
Garantizado renta fija	3,29	3,81	-0,67	0,37	0,98	-1,24	0,89	-1,28
Garantizado renta variable	-2,61	3,56	-1,79	0,16	0,39	-1,91	1,20	-1,45
Fondos globales	-8,64	10,90	3,22	1,87	1,43	-2,82	2,80	1,87
De gestión pasiva	-	-	-2,36	4,61	-1,26	-7,28	6,32	0,31
Retorno absoluto	-	-	1,53	0,70	0,98	-1,19	1,17	0,58

<sup>1</sup> No se incluye la rentabilidad anual de los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto ya que esa vocación entró en vigor con la Circular 1/2009, a partir del segundo trimestre de 2009.

## IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2007	2008	2009	2009	2010			
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>IIC de inversión libre</b>								
Partícipes	1.127	1.589	1.917	1.917	2.137	2.061	1.925	1.873
Patrimonio (millones de euros)	445,8	539,4	652,0	652,0	722,4	674,1	639,3	617,1
Suscripciones (millones de euros)	378,2	390,4	248,7	73,4	108,0	59,0	20,4	11,8
Reembolsos (millones de euros)	2,6	258,3	198,3	32,5	53,2	82,2	72,3	34,1
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	164,7	132,7	50,4	40,9	54,8	-23,2	-52,2	-22,3
Rendimientos netos (millones euros)	0,2	-39,1	62,2	7,9	15,6	-25,1	17,4	0,2
Rentabilidad (en %)	0,84	-4,82	14,94	1,45	2,23	-3,17	2,97	0,11
Rendimientos de gestión (%) <sup>2</sup>	0,57	-2,51	13,76	1,80	2,90	-3,24	3,24	0,38
Gastos comisión de gestión (%) <sup>2</sup>	1,39	2,50	2,55	0,48	0,59	0,35	0,47	0,31
Gastos de financiación (%) <sup>2</sup>	0,33	0,16	0,11	0,03	0,01	0,02	0,02	0,02
<b>IIC de IIC de inversión libre</b>								
Partícipes	3.950	8.516	5.321	5.321	5.311	5.109	4.901	4.605
Patrimonio (millones de euros)	1.000,6	1.021,3	810,2	810,2	793,9	738,0	726,8	709,2
Suscripciones (millones de euros)	1.071,2	967,3	302,4	87,6	21,4	2,2	13,9	-
Reembolsos (millones de euros)	65,9	700,9	585,4	135,9	51,1	52,8	23,7	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	1.005,5	266,4	-283,0	-48,3	-29,7	-50,6	-9,8	-
Rendimientos netos (millones euros)	-9,6	-245,7	71,9	11,6	13,4	-5,3	-1,3	-
Rentabilidad (en %)	-0,43	-17,80	7,85	0,83	1,72	-0,61	-0,10	1,59
Rendimientos de gestión (%) <sup>3</sup>	-1,36	-17,84	11,54	1,77	2,08	-0,34	0,14	-
Gastos comisión de gestión (%) <sup>3</sup>	1,15	1,63	1,34	0,29	0,31	-0,30	0,31	-
Gastos comisión de depósito (%) <sup>3</sup>	0,06	0,11	0,11	0,02	0,02	-0,02	0,02	-

1 Datos disponibles: noviembre de 2010. Rentabilidad calculada para el periodo septiembre-noviembre.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado<sup>1</sup>

CUADRO 3.13

	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE CARTERAS</b>								
Fondos de inversión	2.943	2.593	2.429	2.534	2.464	2.443	2.429	2.422
Sociedades de inversión	3.240	3.135	3.068	3.111	3.110	3.096	3.068	3.079
IIC de IIC de inversión libre	40	38	32	37	34	33	32	32
IIC de inversión libre	24	28	31	30	30	32	32	33
Fondos de inversión inmobiliaria	9	8	8	8	8	8	8	8
Sociedades de inversión inmobiliaria	9	8	8	8	8	8	8	8
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)</b>								
Fondos de inversión	175.865,5	170.547,7	143.918,2	167.524,3	155.295,5	152.646,5	143.918,2	143.388,9
Sociedades de inversión	23.656,1	24.952,8	25.361,3	25.416,6	24.758,4	25.307,7	25.361,3	25.643,7
IIC de IIC de inversión libre <sup>3</sup>	1.021,3	810,2	709,2	793,9	738,0	726,8	709,2	-
IIC de inversión libre <sup>3</sup>	539,4	652,0	614,5	716,5	669,8	635,5	614,5	-
Fondos de inversión inmobiliaria	7.406,9	6.465,1	6.115,6	6.363,7	6.279,6	6.201,5	6.115,6	6.096,5
Sociedades de inversión inmobiliaria	371,9	308,5	321,9	304,6	327,0	322,7	321,9	322,0

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

2 Datos disponibles: enero de 2011.

3 Datos disponibles para el cuarto trimestre de 2010: noviembre de 2010.



## IIC extranjeras comercializadas en España<sup>1</sup>

CUADRO 3.14

	2008	2009	2010 <sup>2</sup>	2009	2010	II	III	IV <sup>2</sup>
				IV	I			
<b>VOLUMEN DE INVERSIÓN<sup>3</sup></b> (millones de euros)	18.254,8	25.207,2	35.457,87	25.207,2	30.864,9	32.362,8	32.826,7	35.457,9
Fondos	3.352,0	5.215,1	8.109,26	5.215,1	6.519,3	7.477,2	7.650,1	8.109,3
Sociedades	14.902,8	19.992,0	27.348,61	19.992,0	24.345,6	24.885,7	25.176,6	27.348,6
<b>Nº DE INVERSORES</b>	593.488	685.094	838.680	685.094	748.749	791.381	811.553	838.680
Fondos	102.922	139.102	193.486	139.102	157.027	181.039	186.804	193.486
Sociedades	490.566	545.992	645.194	545.992	591.722	610.342	624.749	645.194
<b>Nº DE INSTITUCIONES</b>	563	582	660	582	615	636	652	660
Fondos	312	324	379	324	353	365	376	379
Sociedades	251	258	281	258	262	271	276	281
<b>ESTADO DE ORIGEN</b>								
Luxemburgo	274	275	290	275	278	288	287	290
Francia	161	178	225	178	201	210	222	225
Irlanda	63	64	75	64	67	69	74	75
Alemania	16	17	20	17	19	20	20	20
Reino Unido	14	14	16	14	15	15	15	16
Holanda	1	1	1	1	1	1	1	1
Austria	28	27	27	27	28	27	27	27
Bélgica	5	5	5	5	5	5	5	5
Malta	1	1	1	1	1	1	1	1

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

2 Datos provisionales.

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

## Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 3.15

	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>FONDOS</b>								
Número	9	8	8	8	8	8	8	8
Participes	97.390	83.583	75.280	81.647	76.772	76.182	75.280	75.369
Patrimonio (millones de euros)	7.406,9	6.465,1	6.115,6	6.363,7	6.279,6	6.201,5	6.115,6	6.096,5
Rentabilidad (%)	0,69	-8,31	-4,74	-1,63	-0,99	-1,31	-0,9	-0,32
<b>SOCIEDADES</b>								
Número	9	8	8	8	8	8	8	8
Accionistas	937	928	943	927	942	934	943	943
Patrimonio (millones de euros)	371,9	308,6	321,9	304,6	327,0	322,7	321,9	322,0

1 Datos disponibles: enero de 2011. En este caso, la rentabilidad es mensual.







