



BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre II
2011



BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre II
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.

© 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

Maqueta: Composiciones Rali, S.A.

Imprime: Artegraf, S.A.

Índice

I	Informe de coyuntura de mercados	9
II	Informes y análisis	45
	La negociación de alta frecuencia y sus efectos sobre los mercados secundarios	47
	Javier González Pueyo	
	La inversión de los hogares españoles: una comparación con Estados Unidos e Italia	67
	Anna Ispuerto Maté y M ^a Victoria Villanueva Fresán	
	Evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en 2010	85
	Marta Ortega Arranz y Alejandro Romera	
III	Novedades regulatorias	105
	Las obligaciones de información a la clientela: normativa y desarrollos recientes	107
	Gloria Caballero Núñez	
	Nueva normativa para las IIC sobre el cómputo del riesgo de mercado asociado a operaciones en derivados	123
	Guillermo García Linazasoro	
IV	Anexo legislativo	141
V	Anexo estadístico	149

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 Informe de coyuntura de mercados (*)

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

1 Panorámica general

La información correspondiente a los primeros meses de 2011 confirmó la recuperación de la actividad a escala internacional, que continuó liderada por la fortaleza del crecimiento de las principales economías emergentes. El encarecimiento de las materias primas energéticas y no energéticas siguió presionando al alza las tasas de inflación de la mayoría de las áreas geográficas de referencia, lo que propició aumentos en los tipos de interés oficiales en varias economías emergentes y avanzadas. Entre estas últimas, destaca el incremento de los tipos de interés en la zona del euro en abril, tras cerca de dos años sin movimientos. En EE.UU., el reciente empeoramiento de las perspectivas de crecimiento ha aplazado una eventual subida de los tipos de interés.

Los mercados financieros internacionales, que en línea con las buenas perspectivas económicas de principios de año mostraban revalorizaciones bursátiles de cierta cuantía y caídas en las primas de riesgo, afrontaron a partir de abril un nuevo periodo de turbulencias, tras la petición de ayuda financiera a la UE por parte de Portugal y, sobre todo, a raíz del aumento de la incertidumbre sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas griegas.

En los mercados internacionales de renta variable, las caídas en los precios de las acciones en el segundo trimestre del año estuvieron parcialmente determinadas por la inestabilidad de los mercados de deuda europea, pero también fueron relevantes para algunos índices otros factores domésticos relacionados con los cambios en las expectativas de crecimiento. Por su parte, la volatilidad de los mercados permaneció en niveles reducidos.

En los mercados de deuda, el último periodo de turbulencias ha dado lugar a un nuevo episodio de «huida hacia la calidad» por parte de los inversores, que se ha traducido en descensos de las rentabilidades de las deudas estadounidense, alemana y británica, instrumentos que habitualmente suelen ser percibidos como «activos refugio». Las primas de riesgo soberano, que habían descendido de forma notable en los primeros meses del año, repuntaron posteriormente, con especial intensidad en Grecia, Portugal e Irlanda. El efecto de contagio del riesgo soberano desde estas economías periféricas hacia otros países de la zona del euro fue relevante. En este contexto, cabe resaltar el comportamiento diferencial de la prima de riesgo de crédito española, cuya evolución desde finales de febrero fue similar a la de países con una posición fiscal menos delicada, como Italia, alejándose así de los movimientos que se observaron en Grecia, Portugal e Irlanda.

En los mercados de cambios, el elemento más destacable estuvo relacionado con el prolongado periodo de apreciación del euro respecto al dólar que comenzó a mediados de 2010 y que sólo fue interrumpido temporalmente en noviembre de 2010,

coincidiendo con el periodo de turbulencias de la deuda irlandesa, y en mayo de 2011, tras el rebrote de la incertidumbre en torno a la deuda pública griega. En las semanas centrales del año, el empeoramiento de las perspectivas económicas en EE.UU. y las dudas sobre la posibilidad de un acuerdo cercano respecto a un nuevo paquete de ayuda financiera a Grecia tuvieron efectos contrapuestos sobre el tipo de cambio. Desde principios de 2011 hasta mediados de junio, el tipo de cambio ha pasado de 1,3 dólares por euro a cerca de 1,43 dólares por euro¹.

En España, los datos de la CNTR correspondientes al primer trimestre de 2011 confirmaron la consolidación de la recuperación de la economía doméstica, apoyada, fundamentalmente, en la contribución del sector exterior. El crecimiento interanual del PIB se situó en dicho trimestre en el 0,8%, dos décimas superior al registrado en el trimestre previo, aunque permaneció en tasas inferiores a las de las principales economías europeas. El incremento de la inflación a lo largo de los últimos meses fue sustancial, hasta alcanzar el 3,5% en mayo, impulsada por el alza en el precio de las materias primas y de los alimentos no elaborados. La evolución de las finanzas públicas domésticas fue, en líneas generales, satisfactoria en términos del nivel de cumplimiento del plan de ejecución presupuestaria, aunque con un grado de cumplimiento desigual entre las distintas administraciones. Por su parte, el mercado de trabajo continuó sin mostrar signos apreciables de reactivación.

El mercado nacional de renta fija sufrió las consecuencias del aumento de la incertidumbre propiciado por el nuevo episodio de crisis soberana europea, aunque los efectos negativos sobre el mismo fueron algo más moderados que en los episodios de 2010. El diferencial de los tipos de interés entre la deuda pública española y la alemana a largo plazo, que había descendido hasta los primeros días de abril, volvió a ascender a partir de entonces hasta situarse a mediados de junio en niveles similares a los registrados a finales de 2010 (superiores a los 250 p.b.). Las emisiones brutas de deuda privada aumentaron un 15,9% con respecto al mismo periodo del año pasado, como consecuencia del incremento de la actividad emisora de las entidades financieras. Asimismo, continuó aumentando el recurso de las empresas españolas a los mercados financieros internacionales al mismo tiempo que disminuyó la utilización de los avales del Estado. El sector público, tal y como viene sucediendo desde el inicio de la crisis, fue el principal emisor en el mercado de renta fija español.

La evolución de los mercados de renta variable domésticos también estuvo condicionada por las turbulencias en los mercados de deuda europeos. El Ibex 35, que había repuntado un 7,3% en el primer trimestre, se contrajo un 6,1% en el segundo. De este modo, la variación acumulada en el año por el Ibex 35 al cierre de este informe se limitó al 0,8%, una cifra reducida que, no obstante, contrasta con la fuerte caída registrada durante el mismo periodo de 2010 (-18,4%). La volatilidad implícita del mercado continuó en niveles históricamente reducidos y sólo aumentó puntualmente en marzo a raíz del terremoto y el accidente nuclear en Japón. Por su parte, tanto la actividad emisora como la de contratación en los mercados de renta variable se mostraron más débiles desde comienzos de año, tras los fuertes repuntes experimentados en 2010. Finalmente, la liquidez del mercado continuó siendo elevada, de acuerdo al promedio histórico, pese al leve deterioro de las últimas semanas.

1 La fecha de cierre de este informe es el 15 de junio de 2011.

	III-10	IV-10	I-11	II-11*
Tipos de interés a corto plazo (%)¹				
Tipo de interés oficial	1,00	1,00	1,00	1,25
Euríbor 3 meses	0,88	1,02	1,18	1,45
Euríbor 12 meses	1,42	1,53	1,92	2,14
Tipos de cambio²				
Dólar / euro	1,36	1,34	1,42	1,43
Yen / euro	113,7	108,6	117,6	115,5
Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo³				
Zona del euro				
3 años	0,77	1,16	1,82	1,77
5 años	1,36	1,91	2,53	2,25
10 años	2,33	2,90	3,24	3,02
EE.UU.				
3 años	0,73	0,98	1,15	0,72
5 años	1,40	1,92	2,10	1,60
10 años	2,64	3,29	3,41	3,00
Primas de riesgo de la deuda privada: diferencial respecto a la deuda pública a 10 años (p.b.)³				
Zona del euro				
<i>High yield</i>	510	462	388	397
BBB	176	170	151	149
AAA	18	14	23	8
EE.UU.				
<i>High yield</i>	563	461	400	445
BBB	181	145	122	131
AAA	49	37	46	48
Mercados de renta variable				
Rentabilidad de los principales índices bursátiles internacionales (%) ⁴				
Euro Stoxx 50	6,8	1,6	4,2	-6,2
Dow Jones	10,4	7,3	6,4	-3,4
Nikkei	-0,1	9,2	-4,6	-1,9
Rentabilidad de otros índices (%)				
Merval (Argentina)	21	33,3	-3,8	-4,2
Bovespa (Brasil)	13,9	-0,1	-1	-10,2
Shangai Comp. (China)	10,7	5,7	4,3	-7,6
BSE (India)	12,5	0,4	-5,4	-5,6
Mercado bursátil español				
Rentabilidad del Ibex 35 (%)	13,5	-6,2	7,3	-6,1
PER del Ibex 35 ⁵	10	9,7	10,4	9,9
Volatilidad del Ibex 35 (%) ⁶	29,6	26,9	26,8	21
Contratación en el SIBE ⁷	3.260	4.596	3.859	3.830

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

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

1 Promedio mensual de datos diarios. El tipo de interés oficial corresponde al tipo marginal de la subasta semanal en el último día del periodo. Los datos del segundo trimestre corresponden al promedio entre el 1 y el 15 de junio.

2 Datos a final de periodo. Los datos del segundo trimestre de 2011 corresponden al 15 de junio.

3 Promedio mensual de datos diarios. Los datos del segundo trimestre de 2011 abarcan del 1 al 15 de junio.

4 Se ofrecen las rentabilidades trimestrales acumuladas en cada periodo.

5 Ratio precio – beneficios (*price/earnings ratio*).

6 Volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento a final del periodo.

7 Promedio diario, en millones de euros.

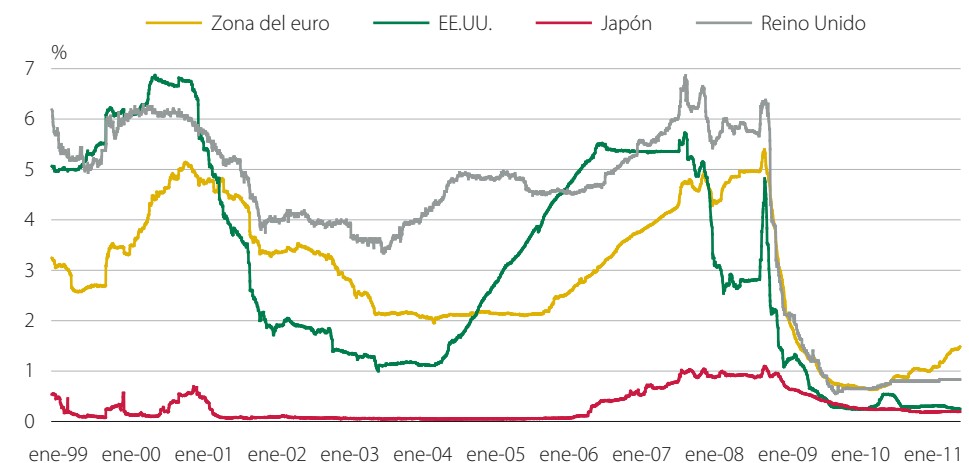
2 Entorno financiero exterior

2.1 Tipos de interés a corto plazo

Los tipos de interés del mercado interbancario de las principales economías han mostrado un comportamiento relativamente estable desde principios de 2011, salvo en la zona del euro (véase gráfico 1). En esta última, el incremento de los tipos de interés, que comenzó a mediados de 2010, anticipaba el cambio en el tono de la política monetaria de la zona, que finalmente tuvo lugar a principios de abril de 2011, cuando el BCE aumentó el tipo de interés oficial en 25 puntos básicos (p.b.) hasta el 1,25%, tras casi dos años sin movimientos. Concretamente, en el primer semestre del año, los tipos de interés del mercado interbancario en la zona del euro se incrementaron algo más de 40 p.b. en el plazo de tres meses, 48 p.b. en el plazo de seis meses y 61 p.b. en el plazo de doce meses hasta los niveles de 1,4%, 1,7% y 2,1% respectivamente (véase cuadro 2). En el Reino Unido, los tipos de interés aumentaron cerca de 10 p.b. en los diferentes plazos, mientras que en EE.UU. y en Japón apenas mostraron variaciones.

Tipos de interés a tres meses¹

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 15 de junio.

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 2

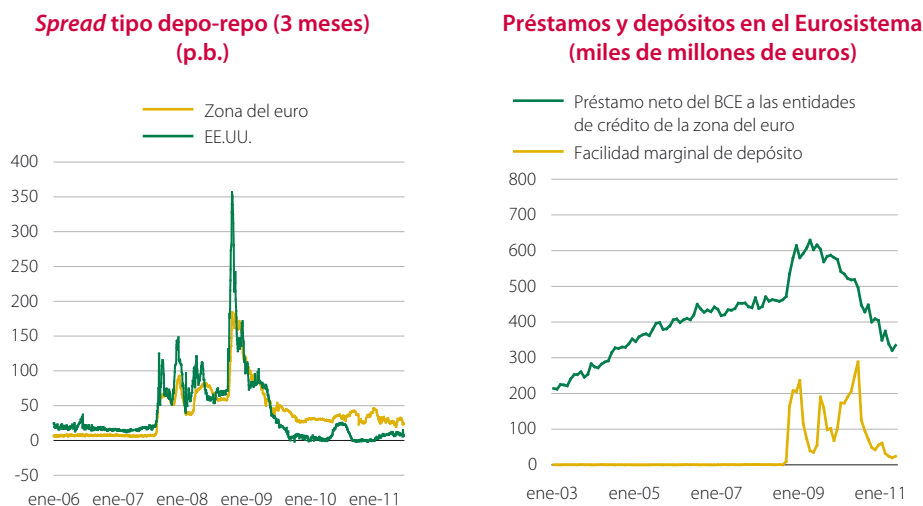
%	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	sep-10	dic-10	mar-11	jun-11 ²
Zona del euro								
Oficial ³	4,00	2,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25
3 meses	4,84	3,27	0,71	1,02	0,88	1,02	1,18	1,45
6 meses	4,81	3,34	1,00	1,25	1,14	1,25	1,48	1,73
12 meses	4,79	3,43	1,24	1,53	1,42	1,53	1,92	2,14
EE.UU.								
Oficial ⁴	4,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3 meses	4,97	1,80	0,25	0,30	0,29	0,30	0,31	0,25
6 meses	4,82	2,15	0,45	0,46	0,48	0,46	0,46	0,40
12 meses	4,42	2,36	1,00	0,78	0,80	0,78	0,78	0,72
Reino Unido								
Oficial	5,00	2,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
3 meses	5,26	2,99	0,65	0,80	0,80	0,80	0,83	0,83
6 meses	5,34	3,12	0,95	1,05	1,06	1,05	1,15	1,14
12 meses	5,47	3,25	1,45	1,50	1,50	1,50	1,62	1,61
Japón								
Oficial ⁵	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
3 meses	0,98	0,91	0,28	0,18	0,22	0,18	0,20	0,20
6 meses	1,03	1,01	0,48	0,35	0,43	0,35	0,35	0,34
12 meses	1,10	1,12	0,70	0,57	0,66	0,57	0,57	0,56

Fuente: Thomson Datastream.

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

Por su parte, los diferenciales de tipos de interés entre las operaciones depo y repo del mercado interbancario no mostraron cambios relevantes respecto a los últimos meses. En EE.UU. y para el plazo de tres meses, este diferencial osciló en torno a 10 p.b. mientras que en la zona del euro fue algo mayor, cercano a los 20 p.b., probablemente, como consecuencia de los episodios de inestabilidad asociados a los mercados de deuda soberana.

La financiación que obtienen las entidades financieras de la zona del euro por parte del Eurosistema siguió descendiendo en los primeros meses de 2011, tras los máximos alcanzados a mediados de 2009, hasta situarse en niveles similares a los existentes en el año 2004, ligeramente superiores a los 300 mil millones de euros (véase gráfico 2). El recurso a la facilidad marginal de depósito también cayó sustancialmente, desde los máximos registrados en los momentos de mayor intensidad del primer episodio de crisis de deuda griega, en mayo de 2010.



Fuente: Thomson Datastream. Datos de *spreads* hasta el 15 de junio. Datos del Eurosistema hasta mayo.

Las expectativas sobre los tipos de interés oficiales a corto plazo apuntan a una posible subida de 25 p.b. en los tipos de interés de la zona del euro en el tercer trimestre del año, mientras que, de acuerdo a estas expectativas, los tipos de interés de EE.UU. se mantendrían estables. Para el plazo de un año, los tipos de interés *forward* anticipan subidas cercanas a los 25 p.b. en EE.UU. y a los 50 p.b. en la zona del euro (véase cuadro 3).

Tipos de interés *forward* (FRA) a tres meses¹

CUADRO 3

%	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	sep-10	dic-10	mar-11	jun-11 ²
Zona del euro								
Contado	4,68	2,89	0,70	1,01	0,89	1,01	1,24	1,49
FRA 3x6	4,52	2,17	0,82	1,04	1,08	1,04	1,58	1,70
FRA 6x9	4,42	1,97	1,21	1,13	1,26	1,13	1,88	1,80
FRA 9x12	4,33	2,13	1,61	1,23	1,28	1,23	2,12	1,87
FRA 12x15	4,30	2,22	1,90	1,34	1,33	1,34	2,35	1,93
EE.UU.								
Contado	4,70	1,43	0,25	0,30	0,29	0,30	0,30	0,25
FRA 3x6	4,15	1,07	0,42	0,39	0,37	0,39	0,38	0,36
FRA 6x9	3,69	1,16	0,77	0,47	0,43	0,47	0,48	0,43
FRA 9x12	3,45	1,29	1,23	0,61	0,50	0,61	0,65	0,49
FRA 12x15	3,36	1,45	1,59	0,78	0,60	0,78	0,90	0,62

Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos a final de periodo.

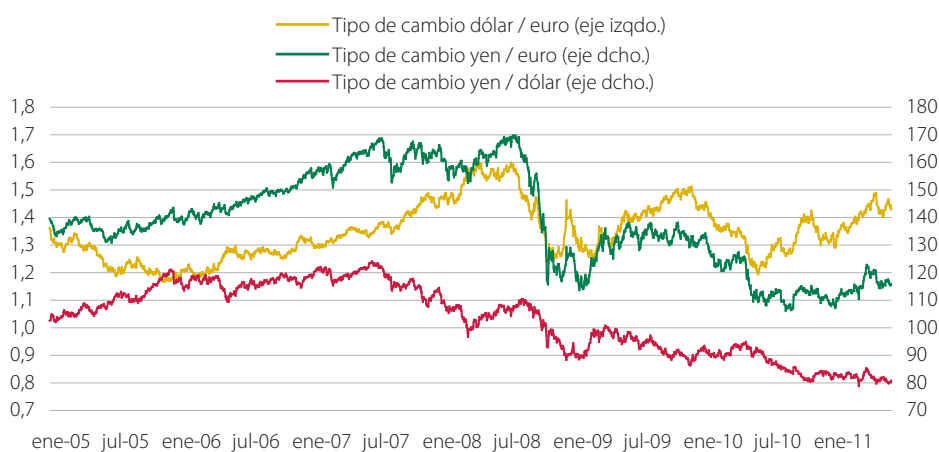
2 Datos a 15 de junio.

2.2 Tipos de cambio

En los mercados de cambios, el elemento más destacable está relacionado con el prolongado periodo de apreciación del euro respecto al dólar, que comenzó a mediados de 2010 y sólo fue interrumpido temporalmente en noviembre de 2010 y en mayo de 2011, coincidiendo con la crisis de deuda pública irlandesa y el comienzo del nuevo episodio de inestabilidad en Grecia, respectivamente. Con posterioridad, el empeoramiento de las perspectivas económicas en EE.UU. y las dudas sobre la posibilidad de un acuerdo cercano respecto a un nuevo paquete de ayuda financiera a Grecia han tenido efectos contrapuestos sobre el tipo de cambio. Así, desde principios de 2011 hasta mediados de junio, el tipo de cambio ha pasado de 1,3 dólares por euro a cerca de 1,43 dólares por euro y, frente al yen, de 112 yenes por euro a 116 yenes por euro (véase gráfico 3).

Tipo de cambio dólar/euro y yen/euro

GRÁFICO 3



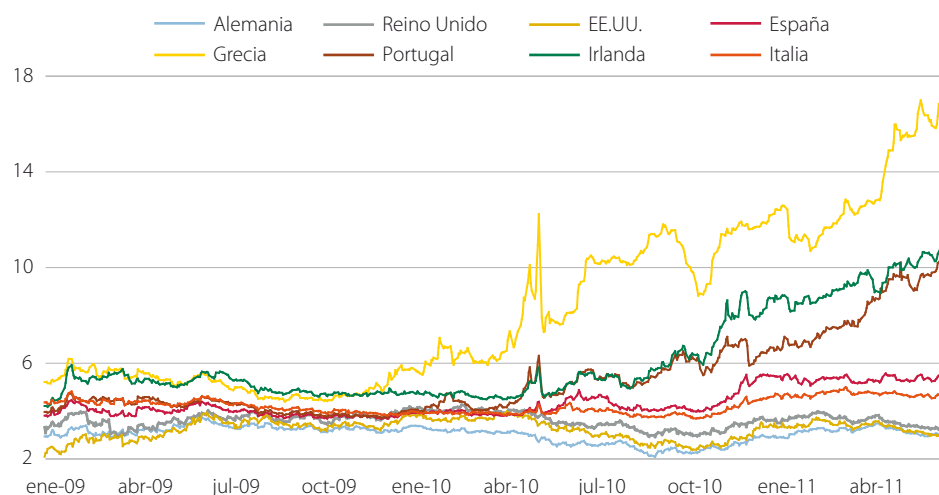
Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de junio.

2.3 Tipos de interés a largo plazo

Las perspectivas moderadamente positivas en torno a la recuperación de la economía mundial, avaladas por los resultados empresariales y otros indicadores de actividad publicados en el primer trimestre de 2011, dieron lugar a incrementos de cierta cuantía en los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública de las principales economías avanzadas. Sin embargo, a partir de mediados de abril, volvió a intensificarse el papel de «activo refugio» de las deudas alemana, estadounidense y británica, que se tradujo en descensos de las rentabilidades de la deuda de estos países e incrementos de las rentabilidades de la deuda de los países que mostraban mayores elementos de fragilidad. En este marco, cabe señalar el comportamiento relativamente estable de la rentabilidad de la deuda española, en claro contraste con lo observado en otros episodios de turbulencias, que se mantuvo entre el 5,2% y el 5,5% en el primer semestre del año (véase gráfico 4).

Rentabilidad de la deuda pública a largo plazo (diez años)

GRÁFICO 4



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

Como se observa en el cuadro 4, a pesar de que la deuda pública de las principales economías avanzadas compartió la percepción de activo refugio en los momentos de mayor incertidumbre en los mercados, se apreciaron algunas diferencias en el comportamiento de los tipos de interés de este instrumento financiero en función de su plazo. Así, en la zona del euro y en el Reino Unido, el incremento de los tipos de la deuda en los plazos más cortos (tres y cinco años) que se produjo en el primer trimestre de 2011 fue superior al descenso acaecido en el tipo de interés a más largo plazo en el segundo trimestre del año, dando lugar, en ambos casos, a un aplanamiento de la pendiente de la curva de tipos diez años–tres años. Por el contrario, en EE.UU. y en Japón, los movimientos de los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública fueron relativamente parecidos en ambos trimestres, por lo que la pendiente de esta curva apenas registró variaciones.

A mediados de junio de 2011, el tipo de interés de la deuda pública a diez años de la zona del euro, Reino Unido, EE.UU. y Japón se situaba en el 3,0%, 3,3%, 3,0% y 1,1% respectivamente.

Los mercados de deuda de los países periféricos de la zona del euro, que en las primeras semanas del año parecían recuperarse de los diferentes episodios de turbulencias acaecidos en 2010, se fueron tensionando gradualmente desde finales de febrero. Las dificultades de la economía portuguesa, que finalmente solicitó ayuda financiera a la Unión Europea en abril, y las dudas renovadas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas griegas acentuaron este episodio de inestabilidad, que impulsó las primas de riesgo soberano de la deuda griega, irlandesa y portuguesa hasta máximos históricos. La prima de riesgo soberano de la deuda española, evaluada a través de la información de los CDS, también mostró una tendencia al alza, si bien su incremento fue mucho más leve que el experimentado por las economías anteriores, mostrando un comportamiento en línea con el de la prima de riesgo soberano de Italia (véase gráfico 5).

Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo¹

CUADRO 4

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	sep-10	dic-10	mar-11	jun-11 ²
Zona del euro								
3 años	3,96	2,07	1,55	1,16	0,77	1,16	1,82	1,77
5 años	4,04	2,50	2,27	1,91	1,36	1,91	2,53	2,25
10 años	4,27	3,04	3,22	2,90	2,33	2,90	3,24	3,02
EE.UU.								
3 años	3,12	1,07	1,37	0,98	0,73	0,98	1,15	0,72
5 años	3,49	1,51	2,33	1,92	1,40	1,92	2,10	1,60
10 años	4,10	2,40	3,59	3,29	2,64	3,29	3,41	3,00
Reino Unido								
3 años	4,48	2,60	1,67	1,14	0,93	1,14	1,76	1,24
5 años	4,61	2,80	2,69	2,07	1,71	2,07	2,56	2,05
10 años	4,63	3,33	3,94	3,61	3,12	3,61	3,63	3,27
Japón								
3 años	0,78	0,60	0,21	0,25	0,15	0,25	0,28	0,21
5 años	1,04	0,80	0,47	0,46	0,30	0,46	0,50	0,42
10 años	1,53	1,31	1,26	1,18	1,05	1,18	1,24	1,13

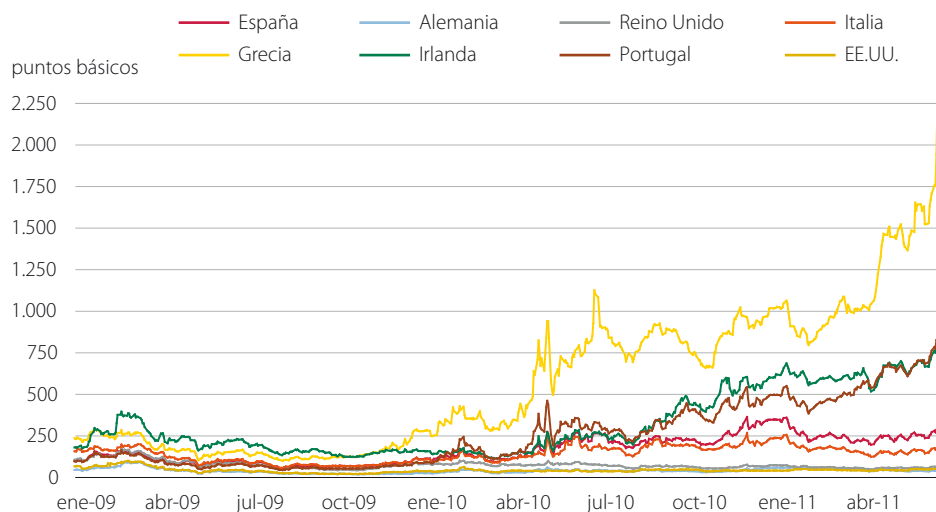
Fuente: Thomson Datastream.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos hasta el 15 de junio.

Primas de riesgo de crédito de la deuda pública (CDS a cinco años)

GRÁFICO 5



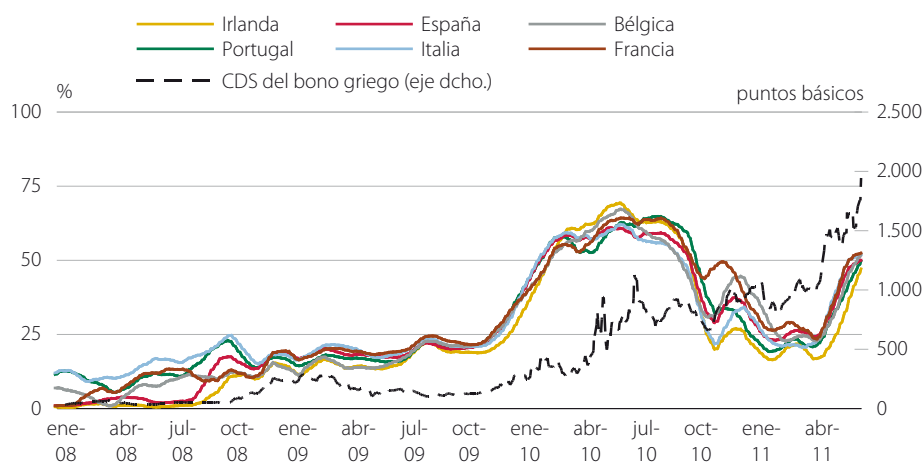
Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de junio.

Como en episodios precedentes de turbulencias en los mercados de deuda soberana europea, el efecto de contagio del riesgo soberano desde las economías originadoras de la incertidumbre hacia otras economías de la zona fue considerable durante la primera mitad de 2011. Como se observa en el gráfico 6, los indicadores de contagio alcanzaron máximos en mayo, cuando cerca del 50% de la variabilidad de las primas de riesgo soberano de varias economías europeas imputables al flujo de nueva infor-

mación podría haberse debido a *shocks* contemporáneos en el riesgo de crédito de Grecia². Los niveles máximos de contagio en el episodio actual serían, en términos relativos, ligeramente inferiores a los del primer episodio de tensión en los mercados de deuda en mayo de 2010.

El contagio de la crisis griega sobre las economías europeas¹

GRÁFICO 6



Fuente: CNMV.

1 Los indicadores de contagio muestran el porcentaje de la variación de las primas de CDS referentes a varios países europeos que no es debido a la información histórica sino a los *shocks* contemporáneos en el riesgo de crédito de Grecia. Este indicador toma valores más elevados conforme aumenta la intensidad del efecto que producen los *shocks* específicos del riesgo soberano griego. El valor de contagio un día dado se estima a partir de la información disponible a lo largo de los 100 días anteriores a la fecha actual y, además, la serie se filtra por medio de medias móviles a 30 días.

El fenómeno de contagio del riesgo soberano desde las economías europeas más frágiles ha sido un factor determinante no sólo del comportamiento de las primas de riesgo soberano de algunas economías europeas, sino también del de las entidades financieras de la zona. Como se observa en el gráfico 7, las primas de riesgo de crédito del sector bancario europeo han repuntado sustancialmente desde el comienzo de la crisis de deuda soberana europea a principios de 2010. En términos netos, los indicadores de contagio muestran que, si bien durante las primeras fases de la crisis financiera el contagio se transmitía desde el sector financiero hacia la deuda soberana, desde el año 2010 la fuente predominante de contagio neto pasó a ser el sector público (véase gráfico 8).

Por otra parte, los episodios de tensiones en los mercados de deuda europea no se han traducido en incrementos sustanciales de las primas de riesgo de los emisores privados europeos y estadounidenses (véase cuadro 5), aunque sí se ha reducido de

2 La estimación de los efectos contagio que se presentan a continuación se ha construido a partir de un modelo de vectores autorregresivos que permite estimar los efectos cruzados o *spillovers* de un activo financiero sobre otro, siguiendo la especificación usada por F. X. Diebold y K. Yilmaz (2009), «Measuring Financial Asset Return and Volatility Spillovers, with Application to Global Equity Markets», en *The Economic Journal*, 119, pp. 158-171. Para ello, se han utilizado datos diarios de los spreads de los CDS de los bonos soberanos europeos objeto de análisis, con información desde enero de 2007 hasta junio de 2011. Es preciso tener en cuenta que la estimación del efecto contagio puede estar expuesta a errores en la especificación del modelo y, por tanto, es necesario interpretar con cautela los resultados que se presentan.

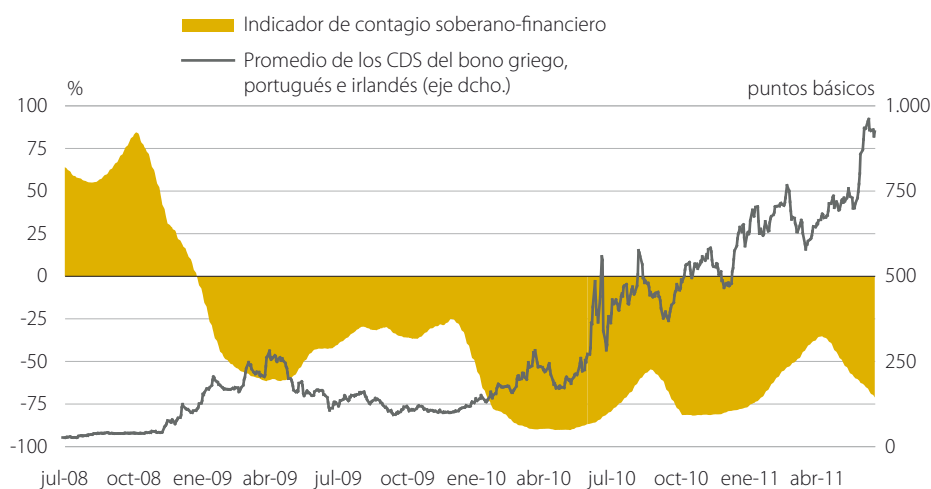
forma palpable su volumen de emisiones. Así, las emisiones internacionales netas han mostrado una tendencia descendente desde comienzos de 2011, que está relacionada con el retroceso de las emisiones soberanas y con la atonía de las titulizaciones. Las emisiones corporativas han mostrado un leve crecimiento (véase gráfico 9). Atendiendo a la región emisora, se observa que las emisiones netas se han reducido de forma mucho más intensa en EE.UU. Por tipo de emisor, destaca la incipiente mejoría de las emisiones netas del sector privado financiero y no financiero.

Primas de riesgo de crédito del sector bancario, CMA (CDS a cinco años) GRÁFICO 7



Fuente: Thomson Datastream, índices elaborados por CMA. Datos hasta el 15 de junio.

Indicador de contagio soberano-financiero¹ GRÁFICO 8

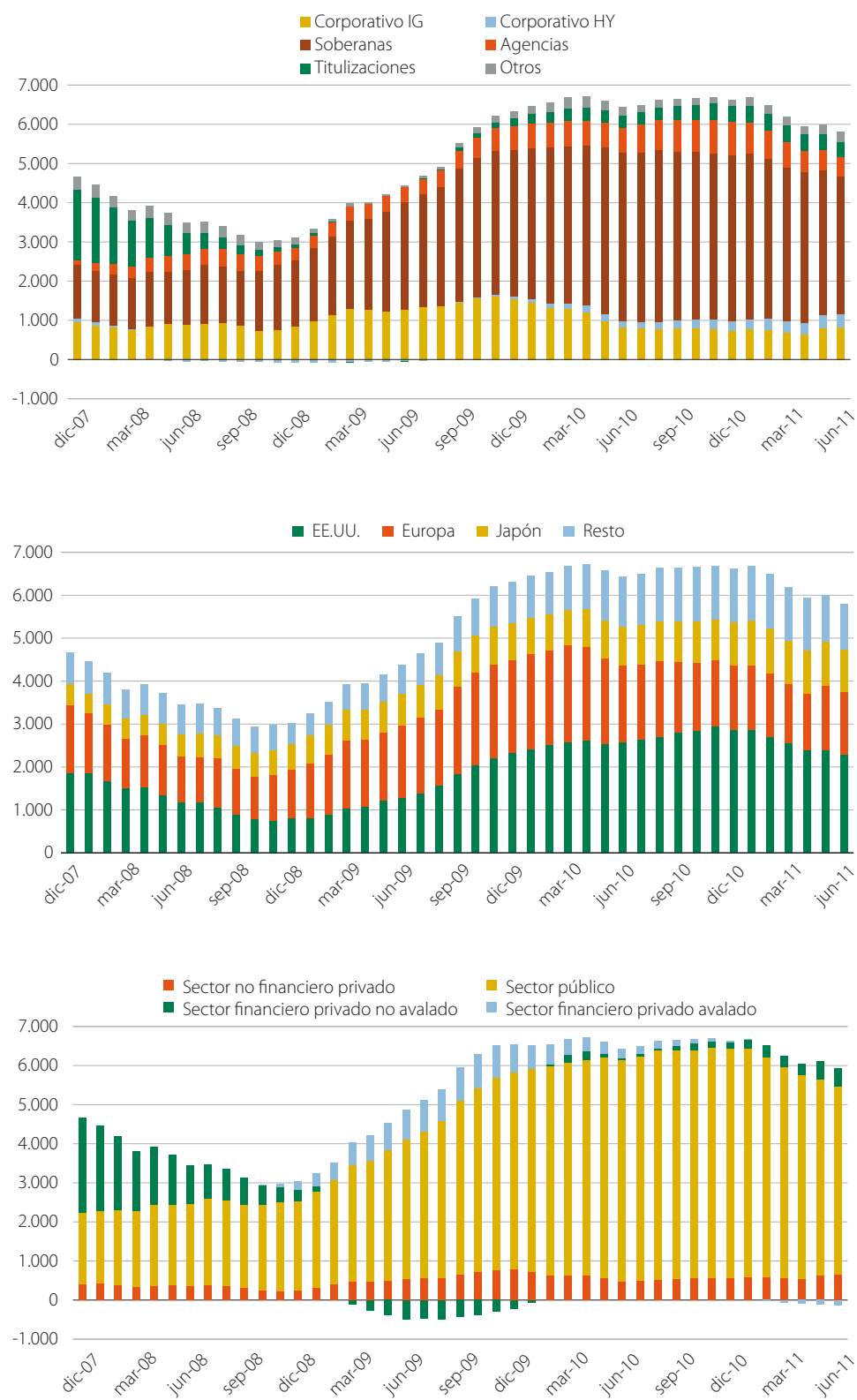


1 El indicador de contagio muestra el porcentaje de la variación del promedio de los CDS de las entidades financieras europeas y del promedio de los CDS del bono soberano griego, portugués e irlandés que no es debida a la información histórica de estos índices, sino a los *shocks* contemporáneos en los rendimientos de ambos. El indicador de contagio construido de esta manera toma valores más reducidos conforme aumenta la intensidad relativa del efecto que producen los *shocks* específicos de riesgo soberano sobre los CDS del sector financiero. Así, valores positivos del indicador señalarían la presencia de contagio neto desde el sector financiero europeo al soberano de estos tres países, mientras que valores negativos indicarían que el contagio procede del riesgo soberano presente en estos tres países. El valor de contagio un día dado se estima a partir de la información disponible a lo largo de los 60 días anteriores a la fecha actual y, además, la serie se filtra por medio de medias móviles a 30 días.

Emisiones internacionales netas de renta fija (miles de millones de dólares)

GRÁFICO 9

Por tipo de instrumento financiero, región y tipo de emisor; cifras acumuladas de doce meses



Fuente: Dealogic. Datos hasta el 15 de junio.

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

	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	sep-10	dic-10	mar-11	jun-11 ²
Zona del euro								
<i>High yield</i>	462	2.181	714	462	510	462	388	397
BBB	163	621	242	170	176	170	151	149
AAA	82	160	28	14	18	14	23	8
EE.UU.								
<i>High yield</i>	541	1.923	582	461	563	461	400	445
BBB	222	737	189	145	181	145	122	131
AAA	105	315	51	37	49	37	46	48

Fuente: Thomson Datastream.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos hasta el 15 de junio.

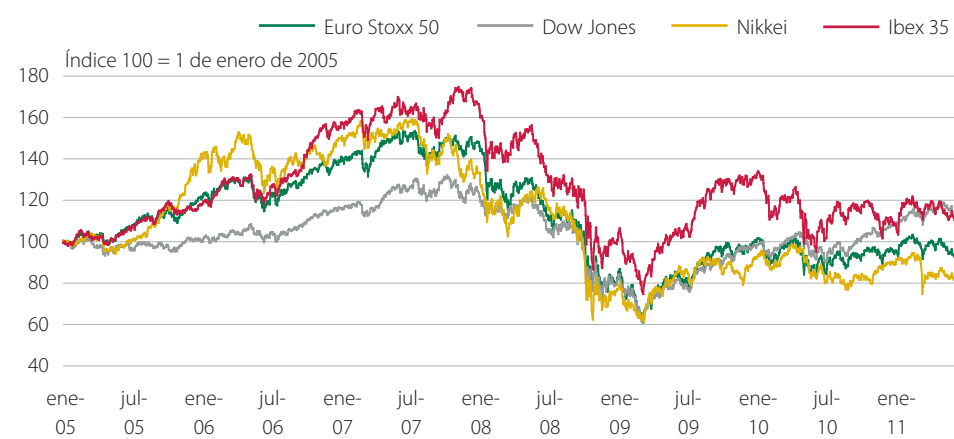
2.4 Las bolsas internacionales

Los principales índices de renta variable, con la excepción de los selectivos japoneses, mostraron revalorizaciones de cierta cuantía (entre el 2% y el 7%) a lo largo del primer trimestre de 2011. En el segundo trimestre del año, el rescate de Portugal, el nuevo episodio de crisis de deuda soberana griega y un cierto debilitamiento de las perspectivas económicas en EE.UU. invirtieron el comportamiento de la mayoría de los índices, que retrocedieron con cierta intensidad. En Europa, tal y como había sucedido en episodios precedentes de turbulencias en los mercados de deuda, se observó un comportamiento dispar entre el índice alemán, que se revalorizó un 1%, y el resto de los índices, que mostraron caídas de entre el 4,4% y el 6,8% (el Ibex 35 cedió un 6,1%). En este trimestre, los índices estadounidenses cayeron con algo menos de intensidad que los europeos (entre un 3,4% y un 5,4%) como consecuencia del empeoramiento de las perspectivas de crecimiento de la economía, mientras que los japoneses perdieron entre el 1,9% y el 5,1% de su valor (véase gráfico 10 y cuadro 6).

Desde principios del año hasta mediados de junio, la mayoría de los principales índices de referencia presentaba variaciones reducidas, que, en el conjunto de las bolsas europeas, oscilaban entre el -2,7% del FTSE británico y el 2,9% del Dax alemán y en las estadounidenses, entre el -0,8% del Nasdaq y el 2,8% del Dow Jones. En el otro extremo, destacan los retrocesos acumulados en el año de los índices japoneses, que oscilaron entre el 6,4% y el 8,2%.

Evolución de los principales índices bursátiles¹

GRÁFICO 10



Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 15 de junio.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 6

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

Fuente: Datastream.

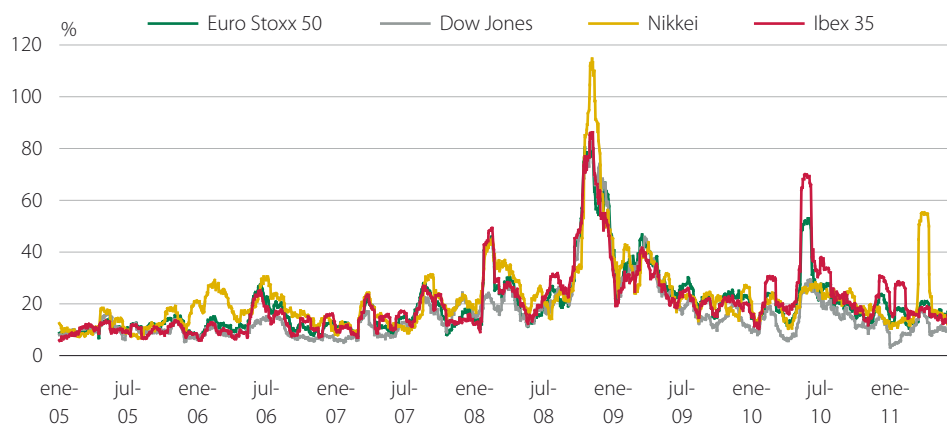
1 En moneda local.

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

En este contexto, las volatilidades de los índices bursátiles se mantuvieron en niveles inferiores al 20%, que son valores similares a los observados en periodos de normalidad. Únicamente los índices japoneses mostraron repuntes en sus volatilidades históricas, que alcanzaron tasas ligeramente superiores al 50% tras el terremoto de marzo, si bien descendieron significativamente con posterioridad.

Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles¹

GRÁFICO 11



Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 15 de junio.

En el primer semestre de 2011, las rentabilidades por dividendo de los principales índices internacionales de renta variable alcanzaron, por lo general, niveles superiores a los registrados en los últimos meses de 2010. Por regiones, se mantuvieron las diferencias observadas en trimestres anteriores entre las bolsas europeas, por un lado, y las estadounidenses y las japonesas, por otro. En particular, la rentabilidad por dividendo de estas últimas se situó en el entorno del 2,3% a mediados de junio, frente a un rango que oscilaba entre el 3,3% del Dax 30 y el 7% del Ibex 35 en el conjunto de las bolsas europeas (véase cuadro 7).

Rentabilidad por dividendo de los principales índices bursátiles

CUADRO 7

%	2006	2007	2008	2009	2010	sep-10	dic-10	mar-11	jun-11 ¹
S&P 500	1,9	2,2	3,5	2,3	2,2	2,4	2,2	2,2	2,4
Topix	1,1	1,5	2,7	1,8	1,9	2,0	1,9	2,1	2,2
Euro Stoxx 50	3,5	3,7	7,5	4,2	4,8	4,8	4,8	5,3	5,9
Euronext 100	3,3	3,8	7,9	4,2	4,3	4,4	4,3	4,9	5,3
FTSE 100	3,8	3,9	5,8	3,7	3,8	4,0	3,8	3,4	3,5
Dax 30	2,3	2,5	5,4	3,5	2,9	3,1	2,9	3,3	3,3
Cac 40	3,8	4,3	8,1	5,0	5,2	5,3	5,2	5,7	6,3
Mib 30	3,7	3,8	8,6	3,4	3,8	3,8	3,8	3,8	4,1
Ibex 35	3,0	3,1	6,2	3,9	5,9	5,6	5,9	7,6	7,0

Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos a 15 de junio.

Las ratios del precio sobre beneficio (PER) de los principales índices bursátiles mostraron un comportamiento algo irregular a lo largo del primer semestre del año, como consecuencia tanto de las variaciones de los precios de las acciones como de las revisiones de los beneficios esperados. Así, los niveles del PER de los principales índices tendieron a estabilizarse o incluso reducirse (salvo el Ibex 35) a pesar del crecimiento más o menos generalizado de las cotizaciones bursátiles, como consecuencia de la revisión al alza de la previsión de beneficios empresariales. En el segundo trimestre del año, los retrocesos de las cotizaciones dieron lugar a ligeras caídas adicionales en dichas ratios, salvo en los índices japoneses, en los que la revisión a la baja de los beneficios incrementó el cociente del precio sobre el beneficio cerca de una unidad. Por regiones, los niveles del PER de las bolsas estadounidenses y japonesas, superiores a 12, continúan siendo notablemente superiores a los de las bolsas europeas, que oscilan en torno a 10 (véase cuadro 8). Desde una perspectiva histórica amplia, los niveles de PER de todos los índices continúan siendo relativamente reducidos (véase gráfico 12).

PER¹ de los principales índices bursátiles

CUADRO 8

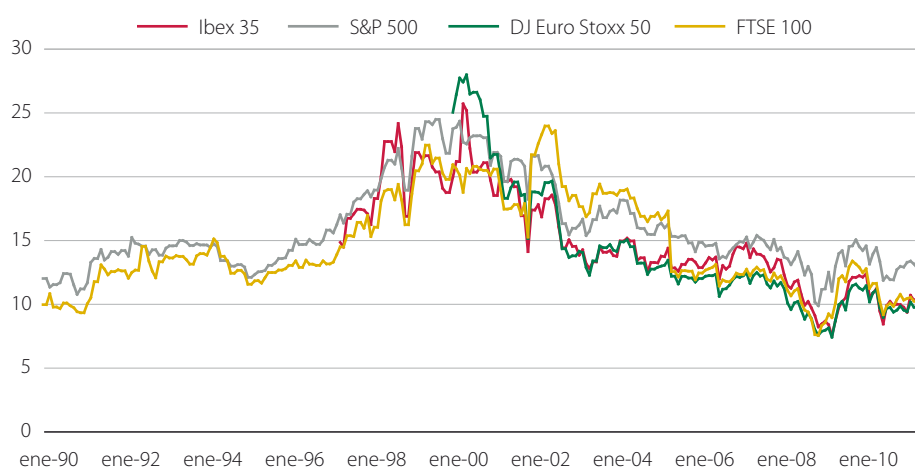
	2006	2007	2008	2009	2010	sep-10	dic-10	mar-11	jun-11 ²
S&P 500	15,1	14,7	11,3	14,6	13,1	12,4	13,1	13,1	12,1
Topix	17,8	15,1	15,6	19,3	13,6	13,4	13,6	12,0	12,7
Euro Stoxx 50	12,2	11,6	7,8	11,5	9,5	9,5	9,5	9,6	9,1
Euronext 100	12,9	12,3	8,3	12,7	10,6	10,7	10,6	10,6	10,2
FTSE 100	12,4	12,1	8,3	12,5	10,5	10,2	10,5	10,1	9,8
Dax 30	12,8	12,3	8,8	12,7	10,8	10,3	10,8	10,3	9,9
Cac 40	12,7	11,8	8,0	12,1	10,0	10,0	10,0	10,0	9,5
Mib 30	13,1	11,5	7,6	12,4	10,0	10,1	10,0	10,1	9,8
Ibex 35	14,3	13,0	8,7	12,3	9,7	10,0	9,7	10,4	9,9

Fuente: Thomson Datastream.

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

PER¹ de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 12



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

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

Por su parte, las bolsas de las economías emergentes, que en 2010 registraron revalorizaciones notables, mostraron un comportamiento heterogéneo en el primer semestre de 2011. Las revalorizaciones más intensas se concentraron en los índices de las economías de Europa del Este, mientras que los mayores retrocesos estuvieron protagonizados por los índices de las bolsas latinoamericanas, que descendieron entre el 5,2% del índice chileno y el 13,9% del índice peruano. Únicamente la bolsa de Venezuela mostró una variación positiva. Los mercados asiáticos tuvieron un comportamiento mixto en la primera mitad de 2011: los índices más importantes sufrieron pérdidas, que en el caso del índice indio fueron cercanas al 11%, mientras que el resto de las referencias mostró variaciones menos acusadas (véase cuadro 9). En conjunto, los índices agregados de renta variable y de renta fija correspondientes a los principales mercados emergentes se han estabilizado en niveles similares a los registrados antes del inicio de la crisis (véase gráfico 13).

Valoración del riesgo en las economías emergentes

GRÁFICO 13



Fuente: Thomson Datastream y Bloomberg. Datos hasta el 15 de junio.

Según los datos de la Federación Internacional de Bolsas de Valores (WFE, en sus siglas en inglés), la contratación en los mercados bursátiles entre enero y mayo de 2011 descendió un 1,1% en términos interanuales, hasta los 26,9 billones de dólares (aumentó un 1,8% en el conjunto de 2010), si bien se observaron diferencias palpables entre las diferentes áreas geográficas. Así, las principales bolsas asiáticas mostraron incrementos en la contratación de cierta cuantía (salvo en la India), mientras que en EE.UU. y en Europa la contratación en las bolsas más relevantes descendió, en algunos casos, con caídas interanuales superiores al 10% (véase cuadro 10).

Rentabilidad de otros índices bursátiles internacionales

CUADRO 9

Índice	2007	2008	2009	2010	IV-10	I-11	II-11 (hasta 15 de junio)			
							% trim.	% s/ dic.	% anual	
Latinoamérica										
Argentina	Merval	2,9	-49,8	115,0	51,8	33,3	-3,8	-4,2	-7,9	39,5
Brasil	Bovespa	43,7	-41,2	82,7	1,0	-0,2	-1,0	-10,2	-11,1	-4,4
Chile	IGPA	13,8	-19,6	46,9	38,2	2,8	-4,8	-0,4	-5,2	16,4
México	IPC	11,7	-24,2	43,5	20,0	15,7	-2,9	-5,7	-8,4	8,1
Perú	IGRA	36,0	-59,8	99,2	66,4	30,8	-6,1	-8,2	-13,8	39,7
Venezuela	IBC	-27,4	-7,4	57,0	18,6	0,1	7,6	15,1	23,9	24,7
Asia										
China	Shangai Comp.	96,7	-65,4	80,0	-14,3	5,7	4,3	-7,6	-3,7	5,3
India	BSE	59,7	-55,3	85,0	15,7	0,4	-5,4	-5,6	-10,7	2,8
Corea del Sur	Korea Cmp. Ex	32,3	-40,7	49,7	21,9	9,5	2,7	-1,0	1,7	23,5
Filipinas	Manila Comp.	21,4	-48,3	63,0	37,6	2,5	-3,5	3,6	0,0	28,0
Hong Kong	Hang Seng	39,3	-48,3	52,0	5,3	3,0	2,1	-5,0	-3,0	11,4
Indonesia	Yakarta Comp.	52,1	-50,6	87,0	46,1	5,8	-0,7	3,1	2,5	34,1
Malasia	Kuala Lumpur Comp.	31,8	-39,3	45,2	19,3	3,8	1,7	0,7	2,5	19,9
Singapur	SES All-S'Pore	18,7	-49,2	64,5	10,1	3,0	-2,6	-1,6	-4,2	8,4
Tailandia	Bangkok SET	26,2	-47,6	63,2	40,6	5,9	1,4	-1,6	-0,2	32,0
Taiwán	Taiwan Weighted Pr.	8,7	-46,0	78,3	9,6	8,9	-3,2	1,7	-1,6	18,5
Europa del Este										
Rusia	Russian RTS Index	19,2	-72,4	128,6	22,5	17,4	15,5	-6,1	8,4	37,4
Polonia	Warsaw G. Index	10,4	-51,1	46,9	18,8	5,0	2,6	1,1	3,7	19,9
Rumanía	Romania BET	22,1	-70,5	61,7	12,3	-1,3	12,5	-5,6	6,2	12,7
Bulgaria	Sofix	44,4	-79,7	19,1	-15,2	-6,4	22,9	-7,3	13,9	10,1
Hungría	BUX	5,6	-53,3	73,4	0,5	-8,2	8,1	-1,0	7,0	6,4
Croacia	CROBEX	63,2	-67,1	16,4	5,3	10,2	8,5	-1,7	6,7	15,4

Fuente: Thomson Datastream.

Contratación de las principales bolsas internacionales

CUADRO 10

Importes en miles de millones de euros

Bolsa	2007	2008	2009	2010	III-10	IV-10	I-11	II-11 ⁴
EE.UU. ¹	32.758	48.488	22.451	23.188	5.415	5.020	5.283	3.227
Nueva York	21.177	23.042	12.627	13.553	3.218	3.038	3.207	1.861
Tokio	4.713	3.816	2.656	2.872	657	723	894	433
Londres ²	7.545	4.374	1.270	2.084	475	461	571	331
Euronext	4.102	3.028	1.383	1.533	348	343	429	243
Deutsche Börse	3.144	3.211	1.084	1.237	280	257	324	211
BME ³	1.666	1.243	886	1.037	215	294	247	191

Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores y CNMV.

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

2 Desde 2010 integra Borsa Italiana.

3 Bolsas y Mercados Españoles. No incluye Latibex.

4 Datos correspondientes a abril y mayo, salvo para BME, que incluye hasta el 15 de junio.

3 Evolución reciente de los mercados financieros nacionales

3.1 Mercados de renta fija

Los mercados de renta fija domésticos siguieron influenciados por los acontecimientos relacionados con la deuda soberana europea a lo largo del primer semestre del año. La percepción del riesgo vinculado a la deuda española por parte de los mercados mejoró durante el primer trimestre, pero empeoró con posterioridad, hasta niveles similares a los de finales de 2010.

Tras alcanzar niveles máximos en diciembre de 2010, los tipos de interés de la deuda española a corto plazo se redujeron entre 64 p.b. y 131 p.b. durante el primer trimestre de 2011, dependiendo del plazo (véase cuadro 11). Sin embargo, la crisis de la deuda portuguesa en abril y la incertidumbre que todavía pesa sobre las finanzas griegas volvieron a elevar el rendimiento de la deuda española en el segundo trimestre del año, principalmente en el plazo a doce meses, dejando los tipos de interés de las Letras a tres, seis y doce meses en el 1,37%, 1,90% y 2,59% respectivamente.

La deuda privada a corto plazo tuvo un comportamiento semejante al de la deuda pública, con descensos de las rentabilidades durante el primer trimestre y una tendencia al alza en el segundo, aunque, en ambos periodos, los movimientos fueron mucho más atenuados que los observados en las letras del Tesoro (véase cuadro 11).

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 11

%

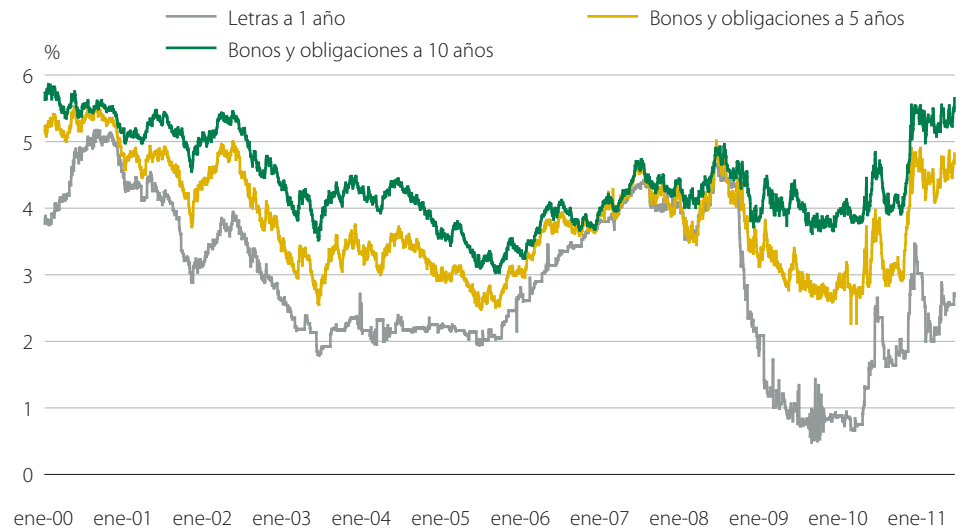
	dic-08	dic-09	dic-10	sep-10	dic-10	mar-11	jun-11
Letras del Tesoro							
3 meses	2,00	0,42	1,60	0,65	1,60	0,96	1,37
6 meses	2,09	0,65	2,71	1,14	2,71	1,40	1,90
12 meses	2,10	0,88	3,09	1,72	3,09	2,10	2,59
Pagarés de empresa²							
3 meses	3,09	0,76	1,37	1,21	1,37	1,29	1,54
6 meses	3,63	1,25	2,52	2,21	2,52	2,03	2,10
12 meses	3,74	1,63	3,04	2,68	3,04	2,66	2,50

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

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

2 Tipo de interés de emisión. Promedio mensual. Los datos de junio corresponden al promedio entre el 1 y el 15.

La deuda pública a tres, cinco y diez años siguió una tendencia similar a la de la deuda a corto plazo, es decir, mostró descensos en el primer trimestre del año (entre los 13 p.b. y los 47 p.b., dependiendo del plazo) e incrementos en el segundo (entre 15 p.b. y 61 p.b.; véase gráfico 14), aunque, en todo caso, menos pronunciados que los experimentados a finales del año 2010. A mediados de junio, los tipos de los bonos y obligaciones del Estado a tres, cinco y diez años se situaban en el 4,0%, 4,6% y 5,4% respectivamente.



Fuente: Thomson Datastream.

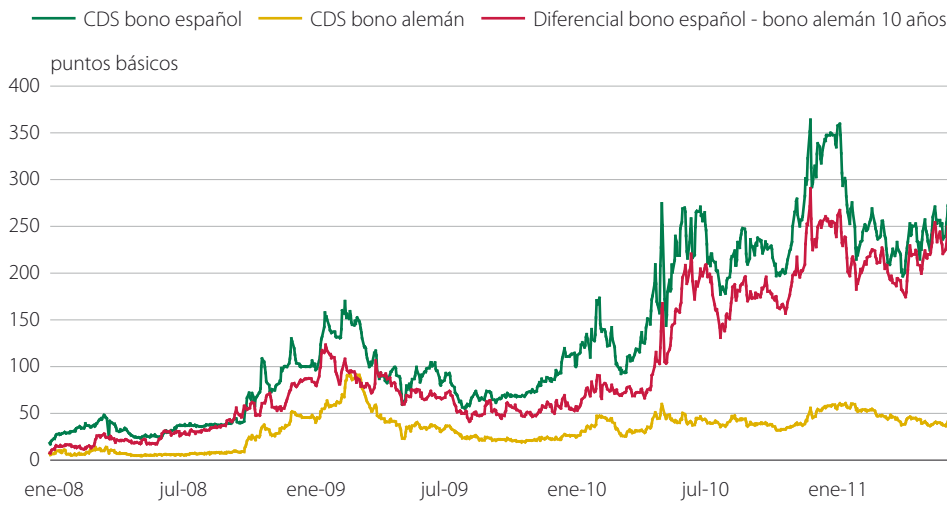
1 Datos hasta el 15 de junio.

La prima de riesgo española descendió, con ciertos altibajos, desde principios de año hasta los días cercanos a la petición de ayuda financiera por parte de Portugal, en abril. Como se observa en el gráfico 15, el diferencial de los tipos de interés con la deuda alemana pasó desde los 255 p.b. a finales de 2010 hasta los 175 p.b. a mediados de abril. Por su parte, el CDS a cinco años del bono español descendió desde los 348 p.b. hasta los 197 p.b. en el mismo periodo de tiempo. Con posterioridad, el rebrote de la incertidumbre en los mercados de deuda soberana europea impulsó de nuevo la percepción de riesgo soberano doméstico hasta valores similares a los de finales de 2010 en el caso del diferencial de tipos de interés y hasta valores ligeramente inferiores a los de finales de 2010 en el caso del CDS.

Los indicadores de contagio desde las economías europeas sometidas a mayores tensiones en sus mercados de deuda pública hacia España ponen de relieve que, a lo largo del primer trimestre del año, el contagio procedente del riesgo soberano portugués e irlandés descendió de forma sustancial, mientras que en el segundo trimestre la nueva crisis griega impulsó de nuevo el contagio procedente de esta economía. Como se observa en el gráfico 16, en este último episodio de contagio, el porcentaje de la variabilidad de la prima de riesgo del bono soberano español procedente de *shocks* contemporáneos en el riesgo de crédito de Grecia alcanzó máximos del 50% a principios de mayo, unos niveles ligeramente inferiores a los observados en los momentos de mayor tensión del primer periodo de crisis griega (en mayo de 2010).

Prima de riesgo de la deuda pública española¹

GRÁFICO 15

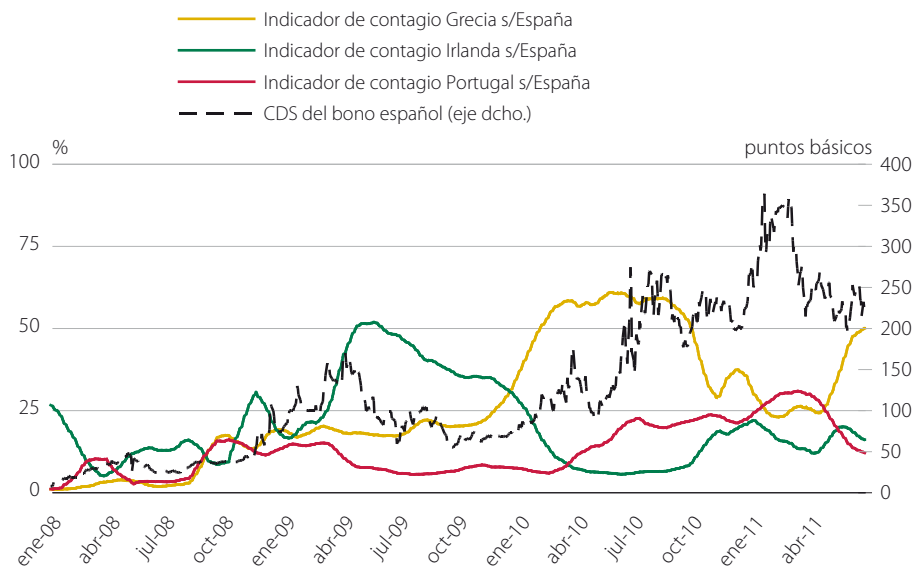


Fuente: Thomson Datastream.

¹ Datos hasta el 15 de junio.

Indicador de contagio de las economías periféricas sobre España¹

GRÁFICO 16



Fuente: CNMV.

¹ Este gráfico muestra el porcentaje de la variación de la prima del CDS del bono español que no es debida a información histórica, sino a los *shocks* contemporáneos en el riesgo de crédito de estas economías europeas. Estos indicadores toman valores más elevados conforme aumenta la intensidad del efecto que producen los *shocks* específicos del riesgo soberano de las economías europeas contempladas. El valor de contagio un día dado se estima a partir de la información disponible a lo largo de los 100 días anteriores a la fecha actual y, además, la serie se filtra por medio de medias móviles a 30 días.

Por su parte, los tipos de interés de la renta fija privada a largo plazo han mostrado variaciones similares a las de los tipos de la deuda pública a lo largo del año, con descensos durante el primer trimestre y crecimientos en el segundo, situándose, en algunos plazos, por encima de los niveles registrados en diciembre del año pasado (véase cuadro 12).

Rentabilidad de la renta fija privada a medio y largo plazo¹

CUADRO 12

%	dic-08	dic-09	dic-10	sep-10	dic-10	mar-11	jun-11
Renta fija privada							
3 años	5,45	3,14	4,31	3,53	4,31	3,79	4,52
5 años	5,99	4,30	5,44	4,15	5,44	4,75	5,11
10 años	6,08	4,88	6,42	5,42	6,42	5,98	6,51

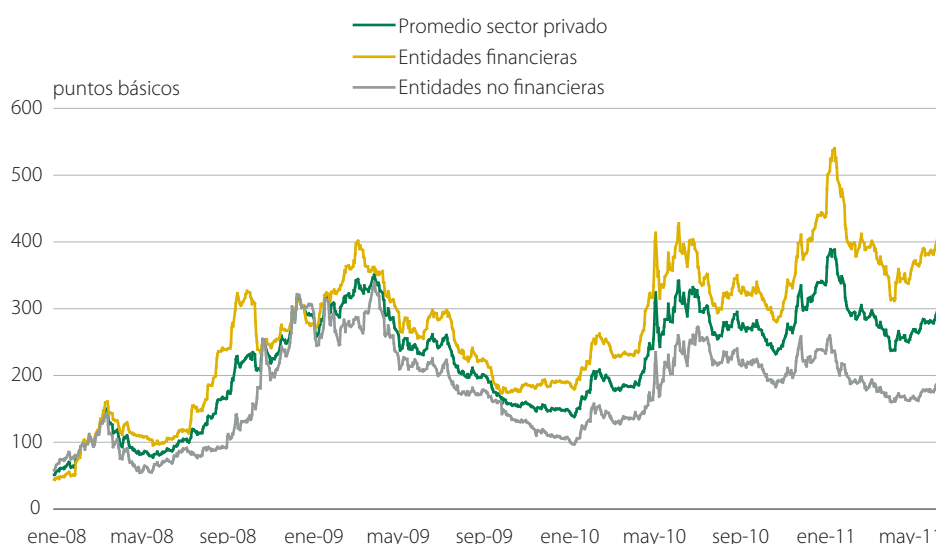
Fuente: Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

La prima de riesgo de crédito de los emisores españoles del sector privado, financiero y no financiero, al igual que la prima de riesgo soberano descendió a lo largo del primer trimestre del año y repuntó en el segundo. Para las entidades financieras, la percepción del riesgo por parte de los mercados siguió siendo muy superior en comparación con la de las compañías no financieras. En concreto, la prima de riesgo de las entidades financieras españolas, en promedio, quedó en tono a los 400 p.b. a mediados de junio, frente a los 193 p.b. de las no financieras (véase gráfico 17).

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

GRÁFICO 17



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

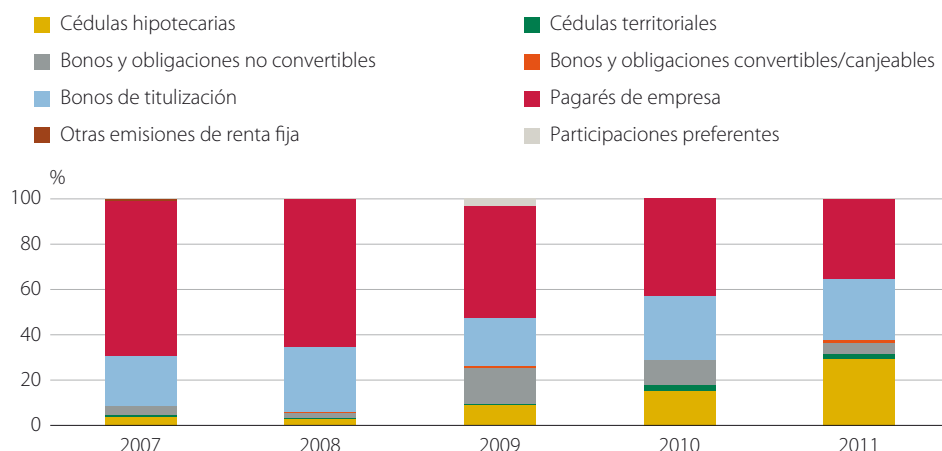
1 Media simple.

En relación a la oferta de títulos, las emisiones de valores de renta fija registradas en la CNMV en el primer semestre de 2011 crecieron un 15,9% con respecto al mismo periodo del año anterior. En conjunto, se pusieron en circulación valores por 126.458 millones de euros, frente a los 109.077 millones de euros del 2010, en este mismo periodo (véase cuadro 13). La participación de las sociedades no financieras en el mercado de renta fija durante 2011 ha pasado a ser residual, con el 0,26% del total emitido (el 1,6% en el año 2010). El crecimiento del mercado se ha debido, fundamentalmente, al aumento de las emisiones de cédulas hipotecarias y de bonos de titulización que ha compensado el retroceso de las emisiones de pagarés y de bonos y obligaciones no convertibles. Los pagarés siguieron siendo la partida más cuantiosa en el conjunto de las emisiones de renta fija con 44.805 millones de euros, pero

continúan perdiendo importancia relativa, ya que pasaron de representar el 43% del total emitido en 2010 al 35% en el primer semestre de 2011 (véase gráfico 18).

Distribución de las emisiones renta fija privada

GRÁFICO 18



Fuente: CNMV. Elaboración propia. Datos hasta el 15 de junio de 2011.

Las entidades financieras han estado especialmente activas en la emisión de cédulas hipotecarias. De hecho, las emisiones de estos instrumentos hasta el 15 de junio superaban el importe total puesto en circulación durante todo el año anterior, al alcanzar los 36.759 millones de euros.

Por otro lado, las emisiones de bonos y obligaciones no convertibles disminuyeron un 63,3% con respecto al año anterior, con 5.699 millones de euros emitidos. A pesar de la ampliación del programa de avales del Estado hasta el 30 de junio de 2011, la utilización del mismo por parte de las entidades financieras fue muy escasa. En total se emitieron 3.863 millones de euros con aval del Estado, lo cual contrasta con los 6.900 millones de euros emitidos en el primer semestre del año pasado.

La entrada en vigor de las nuevas medidas para el reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito recogidas en el Real Decreto-Ley 2/2011 ha reactivado las emisiones de valores que mejoran los ratios de capital principal de las entidades financieras. Así, en el primer semestre de 2011 se emitieron participaciones preferentes por un importe de 200 millones de euros (en el año 2010 no se realizó ninguna emisión) y obligaciones subordinadas necesariamente convertibles en acciones por 2.182 millones de euros, frente a los 968 millones de euros emitidos en 2010.

En la primera mitad del 2011, la titulización mostró signos de mayor actividad en comparación con el mismo periodo del año anterior. El volumen emitido de bonos de titulización ascendió a 33.578 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 80,8% en comparación con el primer semestre del 2010 y más de la mitad de todo lo emitido durante el pasado año (63.261 millones de euros). En este sentido, cabe destacar la colocación en el mercado de los bonos emitidos por el Fondo de Titulización del Déficit del Sistema Eléctrico, que cuenta con un volumen de siete mil millones de euros. La mayor parte de los valores emitidos en operaciones de titulización fue retenida por los originadores.

Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 13

registradas¹ en la CNMV

	2008	2009	2010	2010				2011	
				I	II	III	IV	I	II ²
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	476.276	387.476	226.449	51.667	57.410	61.635	55.737	77.161	49.297
Cédulas hipotecarias	14.300	35.574	34.378	4.650	10.892	10.317	8.519	19.254	17.505
Cédulas territoriales	1.820	500	5.900	400	4.700	300	500	2.935	300
Bonos y obligaciones no convertibles	10.490	62.249	24.356	8.733	6.811	1.287	7.525	2.578	3.121
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1.429	3.200	968	0	0	0	968	682	1.500
Bonos de titulización	135.253	81.651	63.261	2.875	15.699	28.190	16.497	26.585	6.993
Tramo nacional	132.730	77.289	62.743	2.875	15.205	28.190	16.473	23.706	6.584
Tramo internacional	2.522	4.362	518	0	494	0	24	2.879	410
Pagarés de empresa ³	311.738	191.342	97.586	35.010	19.307	21.541	21.728	24.928	19.878
De titulización	2.843	4.758	5.057	995	930	1.723	1.409	546	563
Resto de pagarés	308.895	186.583	92.529	34.015	18.377	19.818	20.319	24.382	19.315
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	1.246	12.960	0	0	0	0	0	200	0
Pro memoria:									
Emisiones subordinadas	12.950	20.989	9.154	3.284	1.984	1.839	2.048	5.408	2.472
Emisiones aseguradas	9.170	4.794	299	299	0	0	0	10	0

en el exterior por emisores españoles

Importes en millones de euros	2008	2009	2010	2010				2011	
				I	II	III	IV	I	II ⁴
A largo plazo	39.894	47.230	51.107	15.673	9.309	16.072	10.053	21.311	7.873
Participaciones preferentes	0	3.765	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones subordinadas	70	2.061	0	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones	39.360	41.404	50.807	15.673	9.009	16.072	10.053	21.311	7.873
Bonos de titulización	464	0	300	0	300	0	0	0	0
A corto plazo	72.472	102.456	76.624	21.121	14.879	21.991	18.633	26.542	6.681
Pagarés de empresa	72.472	102.456	76.624	21.121	14.879	21.991	18.633	26.542	6.681
de titulización de activos	425	108	248	95	67	37	49	97	40
Total	112.366	149.686	127.731	36.794	24.188	38.063	28.686	47.853	14.554

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

2 Datos disponibles: 15 de junio de 2011.

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

4 Datos disponibles: 30 de abril de 2011.

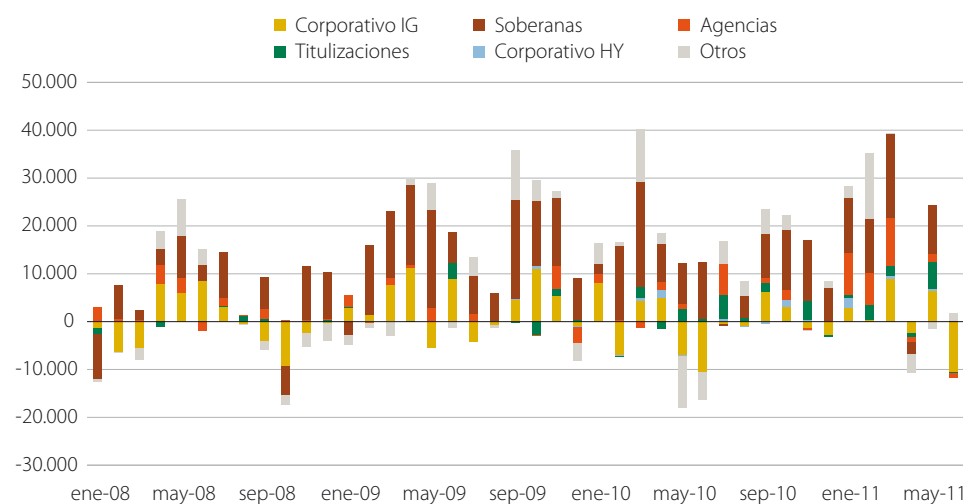
Por otro lado, se mantiene la tendencia observada en los últimos ejercicios relativa al descenso de las emisiones de renta fija en España en favor de una mayor actividad emisora en el exterior (véase cuadro 13). En particular, hasta el 30 de abril de este año, la emisión bruta de renta fija a largo plazo en el exterior efectuada por emisores españoles (mayoritariamente bonos y obligaciones) ascendió a 29.384 millones de euros. Con respecto a las emisiones a corto plazo, principalmente pagarés de empresa, se emitieron 33.218 millones de euros.

Los gráficos 19 y 20 muestran la evolución de las emisiones netas (descontados los vencimientos) de deuda de entidades españolas por tipo de instrumento y de emisor desde 2008. La deuda soberana siguió teniendo una posición especialmente relevante en el volumen total de las emisiones en el primer semestre de 2011. La participación del sector privado, principalmente financiero, creció durante el primer trimestre, sobre todo en los segmentos de cédulas hipotecarias y deuda corporativa de alta calidad crediticia (*investment grade*), aunque volvió a retroceder al final del semestre, debido al mayor volumen relativo de amortizaciones. La participación del sector privado no financiero en los mercados de renta fija continúa siendo muy escasa.

Emisiones netas de renta fija a largo plazo por emisores españoles¹

GRÁFICO 19

(miles de millones de dólares) Por tipo de instrumento



Fuente: Dealogic y CNMV. Datos hasta el 15 de junio de 2011.

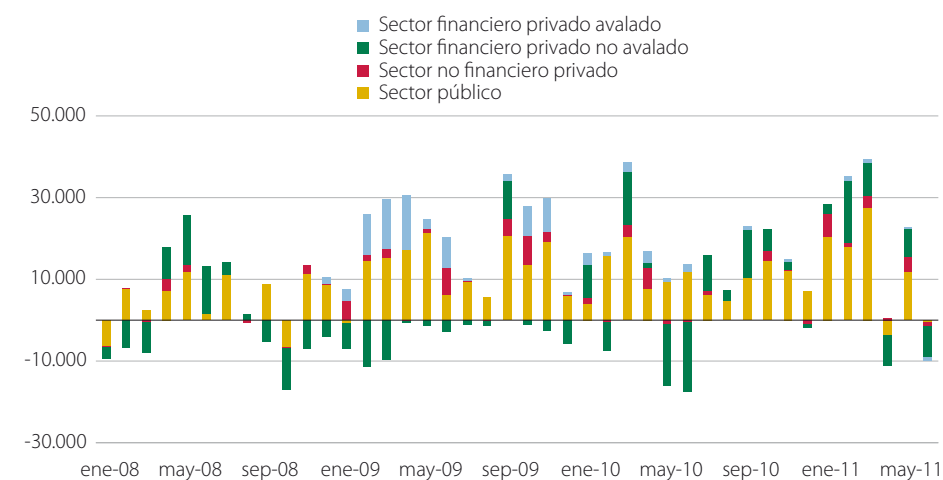
1 La categoría «Otros» contiene cédulas hipotecarias, participaciones preferentes y otros instrumentos de renta fija a largo plazo.

IG: *Investment Grade*, HY: *High Yield*.

Emisiones netas de renta fija a largo plazo por emisores españoles

GRÁFICO 20

(miles de millones de dólares) Por tipo de emisor



Fuente: Dealogic y CNMV. Datos hasta el 15 de junio de 2011.

3.2 Mercados de renta variable

3.2.1 Precios

En el primer semestre de 2011, el comportamiento del Ibex 35 estuvo condicionado, tal y como ocurrió a lo largo del pasado año, por los acontecimientos desarrollados en el mercado de deuda soberana europea. Así, tras la aprobación del rescate irlandés a finales del pasado año, el Ibex 35 repuntó un 7,3% en el primer trimestre de 2011, frente a la fuerte caída experimentada en el conjunto de 2010, del 17,4% (véase cuadro 14). Este periodo de revalorización de las cotizaciones se vio truncado por un nuevo episodio de turbulencias en abril, con el rescate de Portugal, que se acentuó, posteriormente, como consecuencia de las dudas suscitadas en torno a una posible reestructuración de la deuda pública griega. Estos acontecimientos favorecieron un descenso del Ibex 35 a lo largo del segundo trimestre (del 6,1%), algo más acusado que los mostrados por otras referencias europeas. La evolución negativa de este índice a raíz de la nueva crisis griega mitigó el repunte experimentado en el primer trimestre del año, por lo que, en el conjunto del primer semestre, apenas se revalorizó un 0,8% (véase cuadro 14).

Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español

CUADRO 14

%	2007	2008	2009	2010	III-10 ¹	IV-10 ¹	I-11 ¹	II-11 (hasta el 15 de junio)		
								% s/trim. ant.	% s/dic	% inter- anual
Ibex 35	7,3	-39,4	29,8	-17,4	13,5	-6,2	7,3	-6,1	0,8	2,0
Madrid	5,6	-40,6	27,2	-19,2	12,9	-7,5	7,5	-6,5	0,5	0,2
Ibex Medium Cap	-10,4	-46,5	13,8	-5,6	13,7	-0,5	6,3	-6,6	-0,7	6,9
Ibex Small Cap	-5,4	-57,3	17,6	-18,3	3,6	-4,3	17,4	-8,9	7,0	5,1
FTSE Latibex All-Share	57,8	-51,8	97,2	9,0	1,5	8,3	-3,2	-11,0	-13,9	-8,3
FTSE Latibex Top	33,7	-44,7	79,3	9,7	-2,2	7,3	-3,9	-9,0	-12,5	-8,8

Fuente: Thomson Datastream.

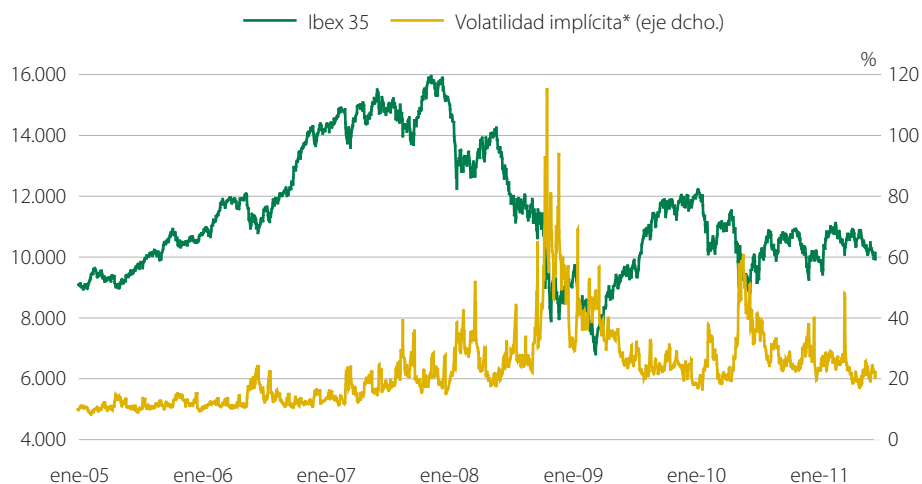
¹ Variación sobre el trimestre anterior.

Los índices de renta variable nacional de mediana y pequeña capitalización mostraron un patrón similar al del Ibex 35 a lo largo del primer semestre de 2011, con repuntes en el primer trimestre y descensos en el segundo, si bien las variaciones del índice de las sociedades de pequeña capitalización fueron más acentuadas, especialmente en el primer trimestre. Así, el índice de las sociedades de mediana capitalización avanzó un 6,3% en el primer trimestre y retrocedió un 6,6% en el segundo, descendiendo ligeramente en el conjunto del primer semestre del año (un 0,7%). Por su parte, el índice de las empresas de pequeña capitalización repuntó fuertemente en el primer trimestre (un 17,4%) y descendió un 8,9% en el segundo, avanzando un 7% desde comienzos de 2011. Por el contrario, los índices FTSE Latibex mostraron caídas superiores al 12% durante este periodo, en línea con el comportamiento de las bolsas latinoamericanas, distanciándose así del resto de los índices de renta variable nacional. Esta divergencia entre índices también fue palpable en 2010 (véase cuadro 14).

La volatilidad implícita del Ibex 35 ha mostrado una tendencia a la baja desde finales de 2010, que sólo fue interrumpida por el terremoto de marzo en Japón y el posterior accidente nuclear, cuando alcanzó de forma puntual valores cercanos al 50% (véase gráfico 21). Desde entonces, la volatilidad ha retrocedido hasta niveles ligeramente superiores al 20% e inferiores a su promedio histórico desde 1999 del 24,3%.

Evolución del Ibex 35 y de la volatilidad implícita

GRÁFICO 21



Fuente: Thomson Datastream y MEFF.

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

En el primer trimestre de 2011, todos los sectores del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) experimentaron avances notables, la mayoría de ellos superiores al 10%, en un contexto de estabilización en los mercados de deuda soberana europea. No obstante, el agravamiento de la situación de las finanzas públicas de Portugal y Grecia en el segundo trimestre del año dio lugar a retrocesos en todos ellos, a excepción del sector de bienes de consumo (véase cuadro 15). Destacaron la caídas de las cotizaciones de las entidades asociadas al sector inmobiliario (-20,6%) y, en menor medida, las registradas en el sector de la banca (-11,4%), en el de tecnología y telecomunicaciones (-9,2%) y en el de materiales básicos, industria y construcción (-9%). De este modo, en los seis primeros meses del año, dos sectores del IGBM presentaban pérdidas, el de tecnología y telecomunicaciones (-5,3%) y el de banca (-3%), frente a los avances de sectores más procíclicos como el de bienes y servicios de consumo o el sector energético, con ganancias entre el 4% y el 7%.

% anual, salvo otra indicación

	Ponderación ²	2010	III-10	IV-10	I-11	jun-2011 ³		
						% trim.	% s/dic. 10	% inter-anual
Servicios financieros e inmobiliarios	38,51	-31,7	12,0	-15,9	10,6	-10,8	-1,4	-11,7
Inmobiliarias y otros	0,15	-53,3	-11,9	-29,8	29,5	-20,6	2,8	-37,3
Banca	35,54	-33,1	12,3	-16,8	9,4	-11,4	-3,0	-14,0
BBVA	10,88	-38,2	18,6	-20,5	16,7	-13,5	0,9	-9,1
Santander	21,17	-30,5	10,3	-13,8	7,5	-9,2	-2,4	-12,2
Petróleo y energía	18,88	-8,6	14,0	4,8	12,1	-3,8	7,8	17,4
Iberdrola	8,11	-7,7	21,0	5,0	7,1	-3,3	3,5	16,8
Repsol YPF	5,71	11,3	13,5	10,3	16,0	-8,9	5,7	25,7
Mat. básicos, industria y construcción	7,87	-15,2	10,8	0,3	12,4	-9,0	2,2	7,5
Construcción	4,35	17,7	15,8	-1,3	15,8	-8,9	5,5	13,8
Tecnología y telecomunicaciones	24,19	-12,8	19,2	-5,8	4,4	-9,2	-5,3	-0,8
Telefónica	22,34	-13,1	20,2	-6,6	5,0	-10,1	-5,6	-1,2
Bienes de consumo	6,85	17,0	18,5	-2,2	4,1	2,9	7,1	22,3
Inditex	4,48	29,1	23,5	-3,8	1,9	6,4	8,4	27,5
Servicios de consumo	3,70	-0,1	16,8	2,6	11,3	-6,5	4,1	17,2

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

- 1 Valores cuyo peso en el IGBM supera el 3% en términos de capitalización.
- 2 Peso relativo (%) en el IGBM a enero de 2011.
- 3 Datos hasta el 15 de junio.

En el segundo trimestre del año, el descenso de la cotización de la mayor empresa de telecomunicaciones y de los dos grandes bancos explicó más del 75% de la caída del IGBM. En el acumulado de los seis primeros meses del año, el ligero incremento del IGBM (0,5%) respondió al mejor comportamiento relativo de las empresas no financieras del índice, entre las que destacó la contribución de dos empresas ligadas al sector del petróleo y la energía y de una empresa de bienes de consumo, que compensó el fuerte retroceso de una empresa de telecomunicaciones y de un gran banco (véase cuadro 16).

Desde una perspectiva temporal amplia, únicamente la cotización de un sector del IGBM, el de bienes de consumo, se situaba en la fecha de cierre del informe por encima del nivel que mostrara al inicio de la crisis *subprime* en el verano de 2007 (véase gráfico 22). Por su parte, la cotización del sector de tecnología y telecomunicaciones se mantenía en valores algo inferiores a los de entonces, mientras que los precios del resto de los sectores permanecían aún muy por debajo de los niveles precrisis. Los sectores que registran las mayores caídas desde el inicio de la crisis son el de empresas de materiales básicos, industria y construcción (-54%) y el de empresas de servicios financieros e inmobiliarios (-51%). Este último ha acusado más la inestabilidad en los mercados de deuda soberana europea desde principios de 2010. El gráfico 23 ilustra el incremento del efecto de contagio originado desde el sector público hacia el sector financiero desde principios de 2010, que únicamente invirtió su signo temporalmente en los primeros meses de 2011, lo cual pudo haber sido el reflejo de la incertidumbre existente acerca de las necesidades presupuestarias para culminar el proceso en marcha de saneamiento del sistema financiero doméstico.

Valores con mayor impacto en la variación del IGBM¹

CUADRO 16

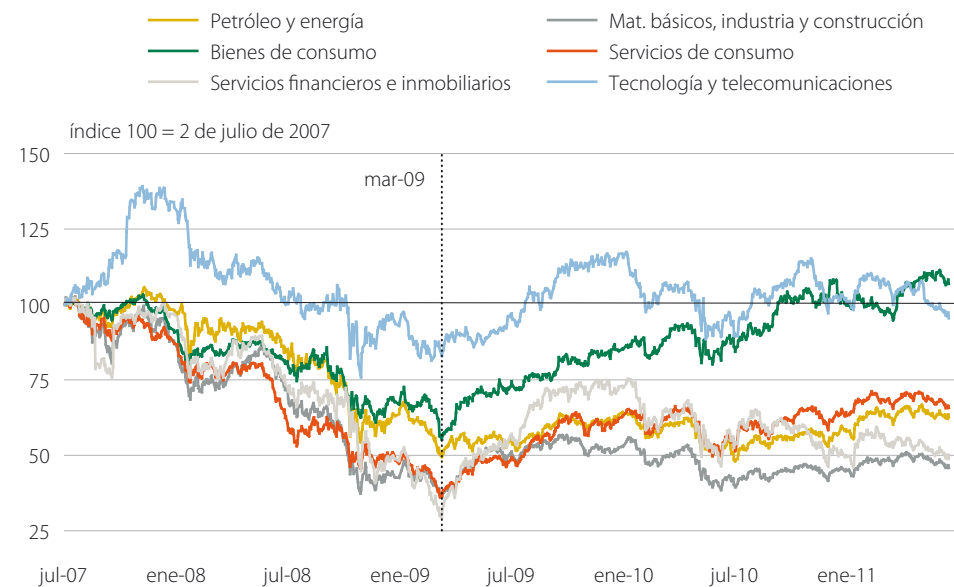
Valor	Sector	Jun-2011 ²			
		Variación (p.p.)		Contribución a la variación (%)	
		s/trim. anterior	s/dic-10	s/trim. anterior	s/dic-10
Con impacto negativo					
Telefónica	Tecnología y telecomunicaciones	-2,08	-1,24	33	-121
Banco Santander	Servicios financieros e inmobiliarios	-1,48	-0,51	24	-50
BBVA	Servicios financieros e inmobiliarios	-1,19	0,10	19	9
Repsol YPF	Petróleo y energía	-0,50	0,33	8	32
Iberdrola	Petróleo y energía	-0,22	0,29	3	28
Con impacto positivo					
Inditex	Bienes de consumo	0,33	0,38	-5	37

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

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

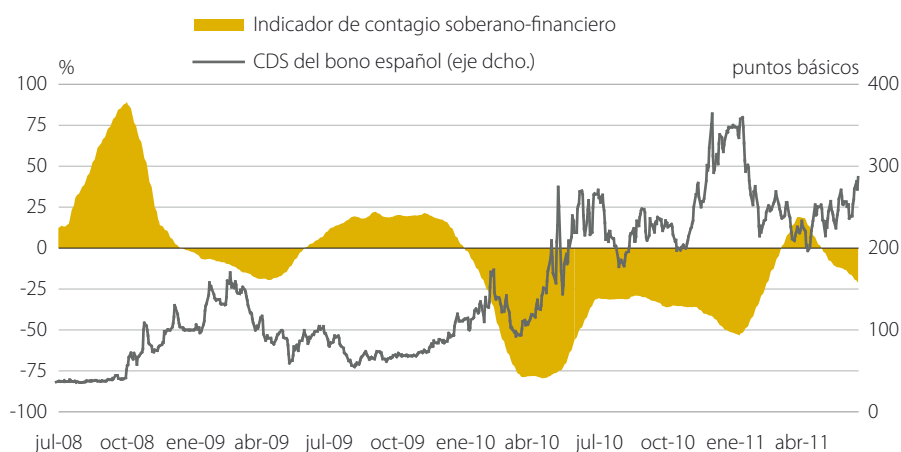
Evolución de los índices de los sectores del IGBM¹

GRÁFICO 22



Fuente: Bolsa de Madrid.

- 1 Datos hasta el 15 de junio.



Fuente: CNMV.

1 Este gráfico muestra el porcentaje de la variación del promedio de los CDS de las entidades financieras nacionales y del CDS del bono español que no es debida a la información histórica de estos índices, sino a los *shocks* contemporáneos en los rendimientos de ambos. El indicador de contagio construido de esta manera toma valores más reducidos conforme aumenta la intensidad del efecto que producen los *shocks* específicos de riesgo soberano sobre los CDS del sector financiero. En concreto, valores negativos del indicador denotan un efecto contagio neto del riesgo soberano al sector financiero. El valor de contagio un día dado se estima a partir de la información disponible a lo largo de los 60 días anteriores a la fecha actual y, además, la serie se filtra por medio de medias móviles a 30 días.

La distribución de empresas del IGBM en función del grado de variación de sus cotizaciones durante el segundo trimestre de 2011 varió sustancialmente respecto a la del primer trimestre, aproximándose más a la registrada en el último trimestre de 2010, esto es, con un sesgo hacia rentabilidades negativas. Así, el porcentaje de entidades que registraron descensos en su cotización respecto al trimestre anterior aumentó desde el 19% del total en el primer trimestre del año hasta el 77% en el segundo trimestre (61% en el último trimestre de 2010). A su vez, se observó una proporción mucho menor de compañías con un avance superior al 10%, un 3% del total de compañías frente al 54% en el primer trimestre, no contabilizándose ninguna empresa con una variación en su cotización superior al 25% por primera vez desde el último trimestre de 2009, frente al 20% registrado en el primer trimestre del año (véase cuadro 17).

Distribución de las empresas del IGBM según su rentabilidad trimestral

CUADRO 17

% s/ total empresas del IGBM

	II-10	III-10	IV-10	I-11	II-11 ¹
≥ 25%	1,7	6,7	1,7	19,7	0,0
Del 10% hasta el 25%	1,7	32,8	12,6	34,2	2,5
Del 0% hasta el 10%	6,7	26,1	25,2	27,4	20,3
≤ 0%	89,9	34,5	60,5	18,8	77,1
Pro memoria: nº total de empresas					
	119	119	119	117	118

Fuente: Thomson Datastream.

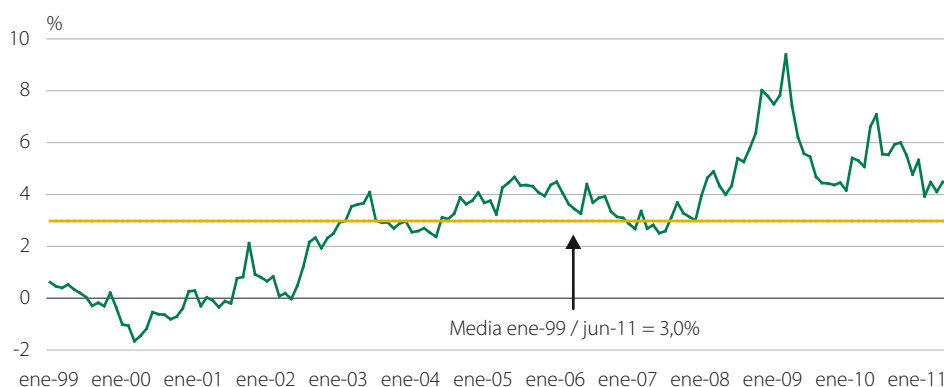
1 Datos hasta el 15 de junio.

Durante el primer semestre del año, la ratio PER del Ibex 35 se mantuvo relativamente estable, con un leve aumento durante el primer trimestre que fue compensado parcialmente por un ligero descenso durante el segundo, hasta situarse en valores cercanos a 10. Esta evolución contrasta con la observada en el resto de las ratios de las principales bolsas internacionales, que descendieron moderadamente en el primer semestre. De este modo, el PER de la bolsa española, que a finales de 2010 se situaba en el rango inferior entre las ratios de los principales índices bursátiles europeos, ha ascendido al rango superior de este conjunto (véase cuadro 8).

El *earning yield gap*, que trata de aproximar el diferencial entre la prima de riesgo de la deuda pública a largo plazo y la de los activos de renta variable, descendió levemente durante el primer trimestre del año y permaneció relativamente estable a lo largo del segundo trimestre. La descomposición de este indicador revela que su evolución en ambos trimestres fue el resultado, principalmente, del comportamiento del PER y, en menor medida, de los movimientos más moderados en los tipos de la deuda pública a largo plazo que, en el último mes, habrían cobrado mayor importancia. Así, el *earning yield gap* se situaba en el 4,5% a mediados de junio, por encima del 4,3% registrado a finales de marzo e inferior al 4,9% de finales de 2010 (véase gráfico 24). Con todo, este diferencial permanece por encima de la media histórica registrada desde enero de 1999 (3%).

Earning yield gap¹ del Ibex 35

GRÁFICO 24



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

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

3.2.2 Actividad: contratación, emisiones y liquidez

La contratación en el mercado bursátil español en el primer semestre de 2011 (con datos hasta el 15 de junio) se contrajo un 10% en términos interanuales, después de experimentar un fuerte repunte en el conjunto de 2010, del 17% (véase cuadro 18). Según los datos de contratación media diaria, el volumen de contratación del segundo trimestre de 2011 permaneció en los mismos niveles que el trimestre precedente, ascendiendo a 3.830 millones de euros, sensiblemente por debajo del importe registrado en el último trimestre de 2010 (4.596 millones³).

3 La contratación media diaria en los años 2007, 2008, 2009 y 2010 fue de 6.590, 4.895, 3.489 y 4.052 millones de euros, respectivamente.

Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 18

Importes en millones de euros

	2008	2009	2010	I-10	II-10	III-10	IV-10	I-11	II-11 ¹
Total bolsas	1.243.387	886.135	1.037.282	229.120	298.811	215.183	294.168	246.992	191.439
Mercado continuo	1.235.330	880.544	1.032.447	227.866	297.495	214.267	292.819	245.990	190.465
Corros	207	73	165	17	13	54	82	20	9
de los que SICAV ²	25	20	8	3	4	1	0	2	3
MAB ³	7.060	5.080	4.145	1.089	1.141	768	1.147	880	889
Segundo mercado	32	3	3	0	1	1	1	1	0
Latibex	758	435	521	147	162	93	119	102	76
Pro memoria: contratación de no residentes (% s/ total bolsas)									
	66,0	64,6	75,3	64,8	85,2	67,3	78,1	n.d.	n.d.

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados desde el 1 de abril hasta el 15 de junio.

2 Sociedades de inversión de carácter financiero.

3 Mercado Alternativo Bursátil. Datos desde el inicio de su actividad el 29 de mayo de 2006.

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

Las emisiones de renta variable en los mercados domésticos experimentaron un recorte del 21% en términos interanuales durante el primer semestre de 2011, tras el intenso repunte en 2010 (del 41%). La actividad emisora del primer trimestre fue más intensa que la del segundo, en contraste con el año anterior (véase cuadro 19). Las emisiones efectuadas desde comienzos de año han sido debidas exclusivamente a operaciones de ampliación de capital.

Emisiones de renta variable¹

CUADRO 19

	2008	2009	2010	2010				2011	
				I	II	III	IV	I	II ²
IMPORTES EFECTIVOS³ (millones de euros)	16.349	11.391	16.013	241	5.115	2.323	8.333	3.237	1.002
Ampliaciones de capital	16.340	11.389	15.407	241	4.581	2.323	8.262	3.237	1.002
De ellas, mediante OPS	292	17	959	15	924	6	14	0	5
Tramo nacional	292	15	62	15	27	6	14	0	5
Tramo internacional	0	2	897	0	897	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	10	2	606	0	534	0	71	0	0
Tramo nacional	10	2	79	0	8	0	71	0	0
Tramo internacional	0	0	527	0	527	0	0	0	0
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴	54	53	69	10	18	12	29	17	18
Ampliaciones de capital	53	53	67	10	17	12	28	17	17
De ellas, mediante OPS	2	2	12	2	4	2	4	0	1
De ellas, liberadas	18	11	15	1	4	3	7	2	4
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	1	3	0	2	0	1	0	1
NÚMERO DE EMISORES⁴	39	34	46	10	13	10	23	13	13
Ampliaciones de capital	38	34	45	10	13	10	22	13	12
De ellas, mediante OPS	2	2	12	2	4	2	4	0	1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	1	2	0	1	0	1	0	1

Fuente: CNMV.

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

2 Datos acumulados desde el 1 de abril hasta el 15 de junio.

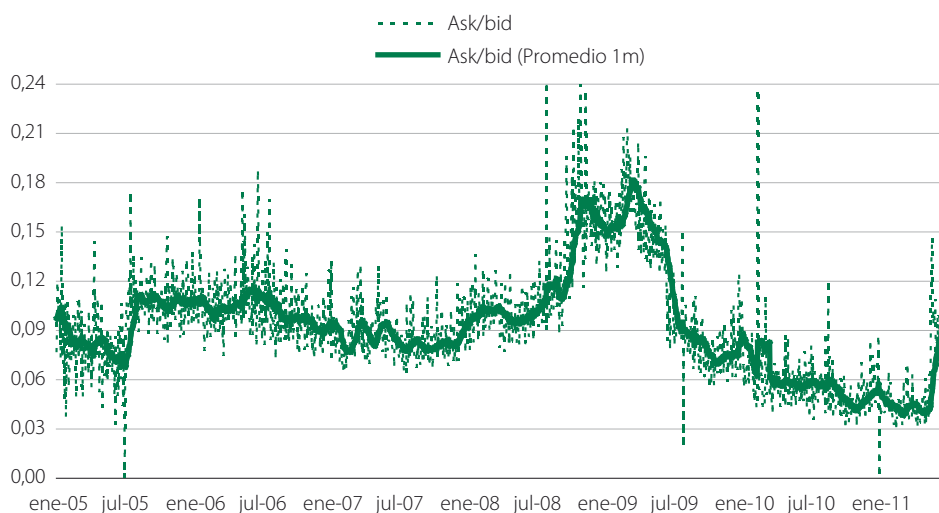
3 No se incluyen los importes registrados de las operaciones que no llegaron a realizarse.

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

Por último, las condiciones de liquidez del mercado de renta variable español, que mejoraron levemente hasta la primera mitad de mayo de 2011, se deterioraron en las semanas centrales del año hasta niveles similares a los registrados en el primer trimestre de 2010. Así, el promedio del *spread bid-ask* del Ibex 35, que había descendido desde valores algo inferiores al 0,06% a finales de 2010 hasta niveles ligeramente cercanos al 0,04% a mediados de mayo, se incrementó desde entonces hasta valores cercanos al 0,09% a mediados de junio (véase gráfico 25). Estos niveles igualan la media de los últimos seis años (0,09%), por lo que se puede afirmar que las condiciones de liquidez en los mercados nacionales de renta variable continúan siendo satisfactorias.

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

GRÁFICO 25



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

¹ Datos hasta el 15 de junio.

II Informes y análisis

La negociación de alta frecuencia y sus efectos sobre los mercados secundarios

Javier González Pueyo (*)

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

1 Introducción

Durante los últimos años los mercados secundarios de acciones han experimentado los mayores cambios en su entorno competitivo desde su creación a principios del siglo XVII. Esta transformación es fruto de la conjunción de modificaciones normativas, movimientos estratégicos de los mercados, con un significativo proceso de concentración empresarial, y avances en los sistemas de negociación y en las telecomunicaciones que han propiciado una evolución sustancial en las estrategias de negociación.

Estos cambios han venido impulsados en muchos casos por la confluencia de la iniciativa privada y la pública, con el objetivo de ampliar la competencia en los mercados de valores y su base de actuación y hacerlos accesibles a un mayor número de inversores. El resultado son unos mercados regulados globales operados por grupos empresariales cada vez mayores, la aparición de sistemas multilaterales de negociación que compiten con los mercados regulados y unas inversiones crecientes en tecnología para desarrollar sistemas de negociación que permitan operar con la mayor rapidez. Desde el punto de vista de la demanda, las nuevas facilidades ofrecidas por los sistemas electrónicos y las comunicaciones permiten adaptar las tradicionales estrategias de negociación a la práctica inmediatez en la transmisión y ejecución de órdenes.

En este contexto, las estrategias de negociación han evolucionado y se han adaptado al nuevo entorno. La capacidad para acceder rápidamente al mercado y para reaccionar con prontitud ante los movimientos de precios se ha convertido en una fuente de ventajas competitivas y generación de beneficios. Para aprovechar las nuevas posibilidades aparecieron, a inicios de este siglo, los operadores de alta frecuencia, cuyos principales elementos diferenciales respecto a otros operadores son la rapidez para introducir órdenes y ejecutarlas o cancelarlas y la utilización de algoritmos que determinan de manera automatizada las condiciones y el momento de entrada y salida del mercado.

En este artículo se describen las principales características de la negociación de alta frecuencia y se presentan los elementos esenciales del debate actual en torno a su impacto sobre los mercados secundarios de acciones. El artículo se organiza como sigue: en la sección 2 se describen los rasgos esenciales de la negociación de alta frecuencia; en la sección 3 se presentan sus principales variedades; la sección 4 analiza en qué medida esta actividad ha favorecido el auge de los denominados *dark pools*; en la sección 5 se hace un repaso de la reciente literatura académica que analiza los efectos de la negociación de alta frecuencia sobre los mercados; la sección 6 incluye las principales iniciativas reguladoras en este ámbito en Europa y EE.UU. y, por último, se presentan las conclusiones en la sección 7.

2 Aspectos básicos de la negociación de alta frecuencia

La negociación de alta frecuencia (en adelante HFT, por sus siglas en inglés – *high frequency trading*) puede considerarse una subcategoría de la negociación automatizada. La Comisión Europea (CE)¹ define negociación automatizada como aquella que comporta la utilización de algoritmos informáticos para determinar alguno o todos los aspectos de su ejecución, tales como el momento en el cual se gestiona la entrada o salida del mercado, el precio y el volumen de la operación². No obstante, no toda la negociación algorítmica puede calificarse como de alta frecuencia ya que, en ocasiones, también se utilizan algoritmos para llevar a cabo negociación de baja frecuencia con unos periodos de permanencia de las inversiones relativamente prolongados. Gombert y Gsell (2006)³ introducen una definición de negociación automatizada basada en las habilidades de un operador humano, según la cual esta negociación es la tecnología que permite emular las habilidades de un operador de bolsa para dividir una orden de compraventa de gran tamaño en varias de menor volumen y elegir el mejor momento para ejecutarlas, de manera que se minimice el impacto sobre la formación de precios.

Los estudios académicos suelen utilizar como variable aproximativa para identificar la negociación automatizada la ratio entre el número de mensajes (nuevas órdenes remitidas al mercado, modificaciones y cancelaciones) y el volumen negociado⁴. En el gráfico 1, referido al mercado continuo español, puede observarse cómo desde 2007 se ha incrementado significativamente el número de órdenes remitidas, mientras que las operaciones ejecutadas se han mantenido invariables e incluso, en 2009 y 2010, se han reducido. En el mismo gráfico puede observarse otro de los efectos del incremento de la negociación automatizada: la reducción en el volumen medio de las operaciones, circunstancia que, según muchos analistas y participantes en el mercado, ha propiciado el desplazamiento de una parte de la inversión institucional hacia plataformas alternativas, como los denominados *dark pools*, que se analizan posteriormente, en la sección 4.

1 Comisión Europea (2010), *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

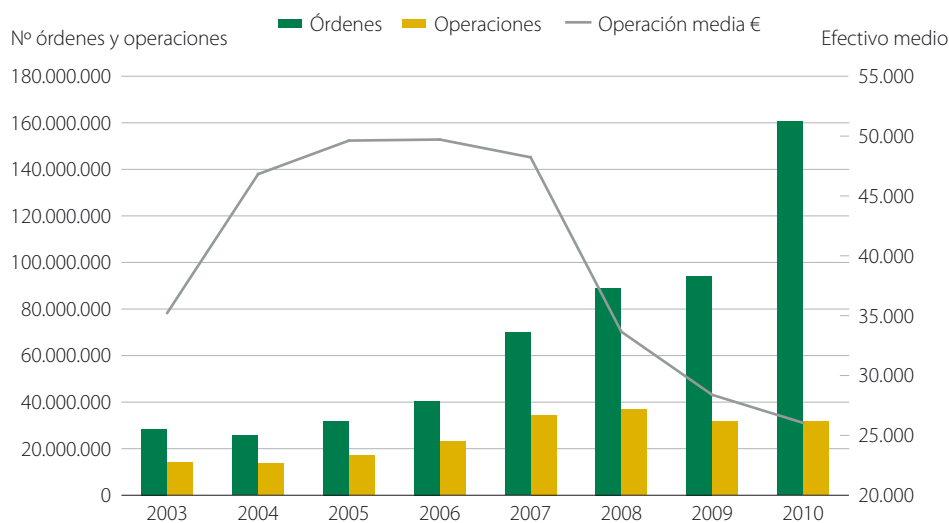
2 Los algoritmos incorporan y analizan información, histórica y en tiempo real, sobre precios y volúmenes, para detectar posibilidades de compraventa. La definición se recoge en el documento público correspondiente a la consulta pública sobre la revisión de la directiva MiFID difundido con fecha 8 de diciembre de 2010 por la Dirección General de Mercado Interior y Servicios de la CE. Disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf

3 P. Gomber y M. Gsell (2009), *Algorithmic trading engines versus human traders - Do they behave different in securities markets?*, Frankfurt, Center for Financial Studies.

4 Propuesta, por ejemplo, por T. Herdershott, C.M. Jones y A.J. Melkved (2010), «Does algorithmic trading improve liquidity?», en *Journal of Finance*, vol. 66, pp. 1-33.

Número de órdenes y operaciones y efectivo medio por operación en el sistema de interconexión bursátil

GRÁFICO 1



Fuente: Sociedad de Bolsas.

Asimismo, la HFT presenta una característica singular con respecto a otros tipos de negociación automatizada: el muy breve plazo de mantenimiento de las posiciones, que en muchas ocasiones es de menos de un segundo, y su cierre antes de la finalización de la sesión. Esta característica condiciona cómo se analiza, posteriormente, el carácter cíclico en la provisión de liquidez que algunos autores han encontrado en la actividad de HFT.

El hecho de que no exista una única noción o definición de HFT constituye una de las primeras dificultades a la hora de analizar esta actividad y, en su caso, la adopción de posibles medidas reguladoras. No obstante, la mayoría de los expertos coinciden en señalar varios rasgos comunes característicos. Entre ellos, se encuentran la mayor velocidad tanto en la propia decisión de entrar o salir del mercado como en la transmisión y ejecución de la orden en la plataforma de negociación. La Securities and Exchange Commission (SEC) estadounidense, en una consulta pública de enero de 2010⁵, recoge además otras características de la operativa, como la utilización de la denominada *co-location*⁶ para minimizar la latencia de la orden (esto es, el periodo de tiempo que transcurre entre la transmisión y la confirmación de la orden por el mercado), la existencia de periodos de tiempo muy cortos para establecer y liquidar las posiciones, la transmisión al mercado de un elevado número de órdenes que son canceladas casi inmediatamente y el cierre de posiciones antes del fin de la sesión para eliminar el riesgo de mercado intradía.

También se suele coincidir en señalar que la HFT no es en sí misma una estrategia de negociación, sino un nuevo método de contratación posibilitado por los avances en los

5 SEC, *Concept release on equity market structure*, enero de 2010. Disponible en <http://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-61358.pdf>

6 La *co-location* es un servicio ofrecido por los mercados por el que se garantiza el acceso a su libro de órdenes en igualdad de condiciones temporales a todos los miembros que sitúen sus servidores en instalaciones habilitadas al efecto.

sistemas de negociación electrónicos y la fragmentación de la liquidez entre las diferentes plataformas de contratación. Así, muchos participantes ven en las estrategias utilizadas en la negociación de alta frecuencia una evolución de las que se han venido empleando tradicionalmente en los mercados de valores, pero adaptadas a las nuevas posibilidades de contratación ofrecidas por las infraestructuras de los mercados.

Con respecto a los participantes en este tipo de negociación, se trata mayoritariamente de operadores por cuenta propia, entre los que destacan empresas de inversión (entidades de crédito y sociedades y agencias de valores), entidades independientes (*proprietary trading firms*), registradas o no, y *hedge funds* de tipo cuantitativo. Dentro de estos grupos, suele ser habitual que las empresas de inversión operen en varias categorías de HFT, tal y como se describe en la sección 3, y que las entidades independientes y *hedge funds* se centren en una única categoría.

En ocasiones, las propias necesidades técnicas que impone este tipo de negociación están propiciando procesos de concentración entre las entidades que realizan la actividad por cuenta propia. Así, por ejemplo, a finales de mayo de 2011, dos de las principales firmas estadounidenses dedicadas a la negociación por cuenta propia comunicaron un plan para su fusión basado en la necesidad de operar globalmente y conseguir un tamaño óptimo. Con la búsqueda de una mayor dimensión, las firmas dedicadas a la operativa por cuenta propia en HFT tratarían de alcanzar la escala necesaria para amortizar las importantes inversiones en sistemas informáticos que su actividad requiere.

En cuanto a los valores sobre los que se realiza la negociación de alta frecuencia, en un principio, la actividad se centraba en las acciones más líquidas para, posteriormente, extenderse a otros activos como los bonos del Tesoro y las divisas, siempre que reunieran una adecuada liquidez que permitiese la aplicación de esta operativa. Por otro lado, la negociación de alta frecuencia no se encuentra limitada a los mercados regulados sino que, a menudo, se desarrolla simultáneamente en varias plataformas de contratación para intentar aprovechar oportunidades de arbitraje.

De acuerdo con diferentes estimaciones, la negociación de alta frecuencia supone entre el 30 y el 40% del volumen de los mercados europeos de renta variable, mientras que en Estados Unidos la cuota de la HFT superaría el 50%, según cálculos de la propia SEC presentados en su consulta pública de enero de 2010. Estas cuotas tan significativas evidencian la capacidad de la negociación de alta frecuencia para modificar la estructura de los mercados en los que se desarrolla, al convertirse en una importante fuente de negocio para mercados regulados, sistemas multilaterales y, también, *dark pools*.

La propia naturaleza de la actividad y su reciente aparición dificultan una estimación más precisa del volumen que representa esta práctica en cada mercado. No obstante, la evidencia disponible sugiere que recientemente se estaría observando un descenso del peso de la HTF en la negociación de los mercados más desarrollados. Así, por ejemplo, un reciente informe hecho público en junio de 2011 por la consultora TABB Group⁷ señala que el porcentaje de la negociación de alta frecuencia en los mercados estadounidenses habría descendido en 2011 al 54%, tras haber alcan-

7 TABB Group, *Quantitative Research: The World after High-Speed Saturation*.

zado un 61% en 2009. Esta tendencia, que sugiere una cierta saturación de la actividad debida al rápido crecimiento del número de participantes, se ha traducido en mayores dificultades para la obtención de beneficios a partir de la misma. No obstante, parte de esta actividad puede estar desplazándose a los mercados emergentes, lo que pone de manifiesto que los operadores buscan nuevos nichos en los que sea posible explotar sus algoritmos con menor competencia de la que afrontan en los mercados más desarrollados.

El cuadro 1 presenta la cuota de mercado estimada de la HFT en diferentes plataformas de negociación en el segundo semestre de 2010 y, en el caso de EE.UU., en mayo de 2011⁸.

Cuota de mercado de la HFT estimada en % sobre el total

CUADRO 1

Borsa Italiana	20
Bolsas y Mercados Españoles	25-30
Turquoise (SMN)	21
London Stock Exchange	33
Chi-X (SMN)	40
Deutsche Börse	35-40
EE.UU. (NYSE y NASDAQ)	54

Fuente: AMF, BME y TABB Group.

3 Principales categorías

La mayoría de los expertos coinciden con la clasificación de las actividades de HFT utilizada por la SEC en su consulta pública de enero de 2010, que diferencia cuatro grandes categorías: la creación de mercado, el aprovechamiento de las oportunidades de arbitraje, la aplicación de estrategias direccionales y las actividades basadas en la explotación de vulnerabilidades estructurales.

En el caso de los creadores de mercado que operan con HFT, su principal objetivo es capturar el diferencial entre los precios de compra y venta (*bid-ask spreads*) de los distintos activos cotizados. A diferencia de los creadores de mercado tradicionales, estos participantes no están obligados a cotizar continuamente precios de compra y venta, por lo que su aportación de liquidez al mercado no está garantizada. Esta importante diferencia ha podido ser constatada en situaciones concretas, como el *flash crash* del 6 de mayo de 2010 en los mercados estadounidenses, cuando los operadores de HFT, que habitualmente generaban una parte significativa de las ofertas de compraventa, interrumpieron de forma abrupta su actividad⁹.

8 En el caso de Bolsas y Mercados Españoles (BME), la cifra estimada es la aportada por la propia BME a la consulta de la CE para la revisión de la Directiva MiFID. El resto de cuotas son estimaciones de diferentes fuentes tanto de los propios mercados como de consultoras independientes.

9 Véase A. Kirilenko, A.S. Kyle, M. Samadi y T. Tuzun (2010), *The flash crash: the impact of high frequency trading on an electronic market*.

Una de las consecuencias del desarrollo de la actividad de HFT es la sustitución o el desplazamiento de las tradicionales fuentes de liquidez ofrecidas por los especialistas y creadores de mercado por la proveniente de la actividad de alta frecuencia. Sin embargo, tal y como destacan Kirilenko et al (2010)¹⁰, al contrario que los negociadores de alta frecuencia, los creadores de mercado tradicionales sí mantienen sus posiciones durante periodos mas largos de tiempo, lo que tiene implicaciones significativas de cara a evaluar si su actuación reduce o exacerba la volatilidad de los mercados. Una de las conclusiones del trabajo de Kirilenko et al (2010) sobre el *flash crash* es que, en situaciones de elevada volatilidad de los mercados, la HFT no sólo no aporta liquidez sino que compite por ella, como consecuencia de la necesidad de cerrar sus posiciones antes del cierre de sesión para eliminar el riesgo intradía de mercado, aunque, en relación con este punto, la literatura existente muestra argumentos y evidencias dispares, tal y como se describe en la sección 5 de este artículo.

En cuanto a las actividades de arbitraje, su objetivo es aprovechar oportunidades derivadas de desalineamientos temporales en los precios de un mismo activo en diferentes plataformas de negociación (arbitraje entre mercados fragmentados) o de diferentes tipos de activos que, en principio, deberían mantener una cierta relación entre sí, como, por ejemplo, los que pueden darse entre los mercados de contado, de derivados y de fondos de inversión cotizados (ETF).

Las estrategias direccionales, por su parte, consisten en la toma de posiciones compradoras o vendedoras a corto plazo sobre valores que, a juicio del inversor, se encuentran temporalmente alejados de su precio de equilibrio. A diferencia del arbitraje, este tipo de operativa supone la toma de posiciones compradoras o vendedoras no cubiertas, de manera que se asume riesgo de mercado.

Por lo que respecta a la explotación de vulnerabilidades estructurales de los mercados, se trata de aprovechar una mayor rapidez en el acceso a la información y en la transmisión de órdenes al mercado que la disponible para el resto de los participantes, en ocasiones, a través de servicios de *co-location*. Este tipo de actividad es, a priori, la que mayores recelos genera entre los reguladores, especialmente en aquellos supuestos en que la misma esté asociada a un acceso a los mercados no equitativo, compatible con la presencia de ventajas de unos participantes sobre otros.

El ejercicio de las cuatro actividades descritas por medio de la negociación de alta frecuencia exige unos requisitos de capital permanente reducidos, dada la elevada rotación de las posiciones, a menudo con una duración de milisegundos, con la excepción de la categoría direccional, donde las posiciones pueden mantenerse durante un periodo de tiempo más prolongado. Otra característica común es que todas estas actividades se enmarcan en una estrategia de negocio que trata de explotar beneficios potenciales muy reducidos por cada operación, lo que obliga a ejecutar un elevado número de transacciones para lograr unos resultados finales significativos.

10 *Op. cit.*

4 La negociación de alta frecuencia y el auge de los *dark pools*

Una de las consecuencias del incremento de la actividad de alta frecuencia más destacadas tanto por los analistas como por los participantes en los mercados es el desplazamiento de las operaciones de compraventa de los inversores institucionales tradicionales (estrategias de tipo *long-only*) desde los mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación (SMN) con requisitos de transparencia anterior y posterior a la negociación (pre y postransparencia, respectivamente) a plataformas de negociación opacas, reservadas a un reducido número de clientes, denominadas *dark pools*. Estas plataformas son sistemas de negociación electrónicos sin pretransparencia ni de precios ni de volúmenes y pueden estar operadas por empresas de inversión que cruzan internamente las órdenes de clientes (*crossing systems*), por mercados regulados o por SMN que utilizan las exenciones (*waivers*) a la pretransparencia establecidas en la MiFID.

Este traspaso de la operativa hacia los *dark pools* obedece a la dificultad de ejecutar grandes operaciones en mercados regulados y SMN, por un doble motivo. En primer lugar, por la reducción en el volumen de las operaciones como consecuencia, entre otras razones, de la fragmentación de la liquidez en varias plataformas y, en segundo lugar, por la irrupción de la HFT, con algoritmos capaces de detectar la posibilidad de ejecución de una gran orden y posicionarse en su contra para adelantarse y encarecer la operación. En este sentido, no puede descartarse que una parte del incremento de la liquidez ofrecido por operadores de HFT en los mercados con pretransparencia (*lit trade*) no sea accesible para el resto de los participantes, al ser capturada por los propios operadores de HFT en operaciones cuya velocidad de ejecución resulta imposible de conseguir para los demás agentes. Esto último podría favorecer el desplazamiento de algunos inversores institucionales tradicionales hacia *dark pools*, en parte, como consecuencia del incremento de la actividad de HFT, lo que sería consistente con la incipiente tendencia negativa en la evolución de la cuota del volumen de negociación llevada a cabo mediante HFT en algunos de los principales mercados internacionales, tal y como se ha señalado anteriormente.

En este contexto, IOSCO¹¹, inició a finales de 2010 una consulta pública sobre los *dark pools* en la que se analizaban las razones por las que los inversores utilizan plataformas sin transparencia. Algunas de las razones que se identificaron en esta consulta tienen una relación con la práctica de la HFT, incluyendo las siguientes: (i) evitar la fuga de información sobre operaciones en relación a los precios y volúmenes pendientes de ejecutar; (ii) minimizar los costes del impacto en el mercado, por el movimiento de precios ante la ejecución de grandes órdenes en mercados que han ido perdiendo profundidad y en los que el tamaño de las operaciones medias se ha reducido, lo que puede acabar por dificultar la completa ejecución de la operación; (iii) asegurar un mejor control de la orden y; (iv) evitar la presencia de operadores que utilizan algoritmos o programas que buscan identificar órdenes ocultas (*dark orders*) en mercados transparentes.

Una vez finalizada la consulta, el Comité Técnico de IOSCO identificó varios inconvenientes de la proliferación de los *dark pools* y las órdenes ocultas en mercados

11 IOSCO (2010), *Issues raised by dark liquidity – Consultation Report*, ref. CR05/810, octubre de 2010.

transparentes, entre los que se señalaban el impacto de esta operativa en el proceso de formación de los precios y el posible impacto que la fragmentación puede tener en la búsqueda de información y en la oferta de liquidez. Así, las posibles relaciones entre la proliferación de la negociación de alta frecuencia y el desplazamiento de la actividad negociadora de los grandes inversores tradicionales hacia mercados opacos señaladas antes sugieren que los costes agregados del desplazamiento de la negociación hacia los *dark pools* deben ser evaluados y puestos en relación con las potenciales ventajas de la HFT.

5 Posibles efectos de la negociación de alta frecuencia sobre el funcionamiento de los mercados

En general, los posibles efectos de la HFT sobre la estructura de los mercados pueden agruparse en cuatro grandes apartados: impacto sobre la liquidez y la formación de los precios (calidad del mercado), igualdad de acceso y mejor ejecución, riesgo operacional y riesgos para la integridad de los mercados. Pese a lo relativamente reciente de la aparición de la HFT, ya existe una cierta literatura acerca de sus efectos sobre los mercados, aunque con resultados en ocasiones contradictorios. La mayor parte de los trabajos académicos se han centrado en los efectos sobre la liquidez y la formación de los precios, mientras que los reguladores han dedicado más atención a cuestiones como la igualdad de acceso y los riesgos para la integridad de los mercados

Impacto sobre la liquidez y formación de los precios

Una parte importante de la literatura académica coincide en señalar que la negociación automatizada y la de alta frecuencia han contribuido positivamente a mejorar la calidad del mercado y a reducir los costes de negociación para los participantes. Los aspectos sobre los que se han centrado los diferentes autores para determinar los efectos sobre la calidad del mercado han sido la reducción del diferencial de compraventa, el incremento de la liquidez y la reducción de la volatilidad. Por ejemplo, Herdershott et al (2010)¹², realizan uno de los primeros análisis sobre el impacto de la negociación automatizada en la liquidez del mercado. Su estudio se centra en acciones cotizadas en la Bolsa de Nueva York (NYSE) para el periodo comprendido entre los años 2001 y 2006¹³. En ese contexto, los autores encuentran evidencia de que la negociación automatizada ha mejorado la liquidez de este mercado y la información contenida en los precios, especialmente en los valores de mayor capitalización. También habría mejorado la interconexión entre los diferentes segmentos de los mercados (contado y futuros). Otra de las conclusiones del trabajo es que el incremento de la negociación automatizada ha disminuido la profundidad del mercado, lo que incrementa el impacto sobre los precios de la ejecución de una orden

12 *Op. cit.*

13 Los autores señalan que el periodo analizado se corresponde con una tendencia alcista en los precios, por lo que sus resultados pueden no ser directamente extrapolables a mercados bajistas o situaciones de turbulencia.

significativa. Como se ha comentado anteriormente, esta circunstancia puede estar directamente relacionada con el desplazamiento de una parte de la contratación hacia los *dark pools*.

Sin embargo, algunos otros trabajos recientes han cuestionado estos efectos positivos sobre la calidad de funcionamiento del mercado y, en particular, sobre la provisión de liquidez de la HFT, especialmente, en fases de elevada volatilidad y en momentos concretos dentro de la sesión. Por ejemplo, a diferencia de Herdershott et al (2010) Kirilenko et al (2010) analizan el comportamiento de los negociadores de alta frecuencia y su papel en la formación de precios en un contexto de alta volatilidad y abrupta caída de las cotizaciones, en concreto durante el *flash crash* del 6 de mayo de 2010 en los mercados de acciones estadounidenses. Entre las conclusiones del trabajo, los autores destacan que la HFT ejerce funciones de creación de mercado proveyendo liquidez a muy corto plazo pero manteniendo una cartera de activos muy reducida. Esta circunstancia, unida a la limitación que imponen a las pérdidas por riesgo de mercado, implica que las entidades que realizan HFT, con independencia de la coyuntura del mercado, necesitan continuamente ajustar sus carteras para que al final de la sesión no queden activos en su libro. Por ello, en los momentos de fuertes caídas del 6 de mayo de 2010, en lugar de proveer liquidez en el lado comprador del mercado que había quedado muy descompensado, se posicionaron como vendedores, compitiendo así por la liquidez con el resto de participantes y contribuyendo a ampliar las variaciones de precios. Kirilenko et al (2010) destacan el papel estabilizador que en esas situaciones juegan los tradicionales proveedores de liquidez a largo plazo. Sus conclusiones coinciden, en general, con las de la investigación llevada a cabo por la SEC, en la medida en que este supervisor también apunta a la HFT como factor acelerador de las caídas de precios, debido al elevado consumo de liquidez que estas firmas realizaron en los momentos de máxima volatilidad del mercado.

Herdershott y Riordan (2009)¹⁴, en un estudio centrado en las 30 acciones del índice alemán DAX en 13 sesiones de enero de 2008, señalan que la negociación automatizada consume liquidez cuando es barata y la provee cuando es cara. Estos autores concluyen que, en el caso de la bolsa alemana, la negociación automatizada no aporta liquidez en términos netos, ya que la oferta de liquidez automatizada supone el 50% del total mientras que su demanda asciende al 52%. No obstante destacan que la actividad de HFT contribuye a mejorar la eficiencia de los precios. En este último aspecto, Chaboud et al (2009)¹⁵ discrepan en su estudio sobre el mercado de divisas. Para estos autores, la HFT contribuye en menor medida que otros agentes a la eficiencia de los precios, como consecuencia de que sus transacciones suelen estar correlacionadas y presentan menos diversidad que las del resto de participantes.

Relacionado con el patrón de la operativa automatizada, Foucault et al (2009)¹⁶ ponen de manifiesto el carácter cíclico que la provisión de liquidez de este tipo de negociación proporciona a los mercados, con dos periodos claramente diferenciados dentro de la sesión. En particular, estos autores plantean un modelo que permite

14 T. Herdershott y R. Riordan (2009), *Algorithmic trading and information*, Net Institute Working Paper.

15 A. Chaboud, B. Chiquoine, E. Hjalmarsson y C. Vega (2009), *Rise of the machines: Algorithmic trading in the foreign exchange market*, Working Paper, Federal Reserve Board.

16 T. Foucault, O. Kadan y E. Kandel (2009), *Liquidity cycles and make-take fees in electronic markets*.

racionalizar el posible comportamiento de la actividad de alta frecuencia como posible proveedora y consumidora de liquidez en los mercados a lo largo de una misma jornada. En concreto, el modelo propuesto por estos autores diferencia un periodo inicial, donde la HFT es proveedora neta de la liquidez, al enviar órdenes limitadas¹⁷ que «ofecen» liquidez al resto de participantes, y un periodo final en el que la necesidad de cerrar posiciones requiere la utilización de órdenes de mercado¹⁸ que toman liquidez del resto de los participantes. En un análisis relacionado, Brogaard (2010)¹⁹ examina los precios de 120 acciones del NASDAQ en el periodo 2008-2010 y encuentra que las órdenes provenientes de HFT proporcionaron los mejores precios de compraventa durante la mayor parte de la sesión de negociación. Sin embargo, si se considera la profundidad del mercado, los proveedores mayoritarios de liquidez siguen siendo operadores que no realizan actividad de alta frecuencia.

Jovanovic y Menkeveld (2010)²⁰ analizan si la HFT puede aminorar los problemas de selección adversa asociados a la negociación pasiva, esto es, a la introducción de órdenes limitadas. Los inversores que optan por estas órdenes se enfrentan, típicamente, a un problema de esta naturaleza, dado que su orden puede ser atacada por órdenes de compra introducidas posteriormente por inversores con mejor información. Si los operadores de HFT operan también mediante órdenes limitadas y son capaces de actualizar rápidamente su información, cabe la posibilidad de que su participación en el mercado contribuya a reducir los problemas de selección adversa, presionando a la baja sobre los diferenciales de compraventa y favoreciendo un aumento de los volúmenes negociados. En cierto modo, el papel de los operadores de HFT sería similar, de confirmarse esa contribución positiva, al de los especialistas y creadores de mercado tradicionales. El modelo teórico analizado por los autores sugiere que los operadores HFT pueden aminorar los problemas de selección adversa, incrementando el bienestar, pero que también pueden agravarlos, lo que ocurrirá, básicamente, si el resto de los participantes del mercado los ve como agentes informados y no como agentes no informados, al estilo de los creadores de mercado tradicionales. La parte empírica del trabajo, en la que se compara la evolución de la contratación y los precios de dos índices tras la introducción, en uno de ellos, de operadores de HFT, arroja un resultado ambiguo: mientras que se observa una reducción de los diferenciales de compraventa en el índice con presencia de operadores HFT, no se percibe, sin embargo, un comportamiento diferencial significativo en cuanto a los volúmenes. No obstante, según los autores, estos resultados sugieren la conveniencia de que las plataformas de negociación carguen comisiones distintas a los operadores de HFT en función del tipo de orden introducida, premiando con menores tarifas a las órdenes limitadas (negociación pasiva) frente a las de mercado, que consumen liquidez. Con carácter general, los sistemas multilaterales de negociación fueron los primeros en implantar este sistema de comisiones asimétrico, que posteriormente ha sido replicado por mercados regulados como el London Stock Exchange.

17 Las órdenes limitadas se introducen con un precio límite, de manera que una propuesta de compra no se puede realizar por encima del mismo, ni una propuesta de venta por debajo. Se ejecutan de forma inmediata, si se encuentra contrapartida a ese precio o a uno mejor.

18 Las órdenes de mercado se negociarán al mejor precio que ofrezca la contraparte existente en el libro de órdenes, en el momento de su introducción; es decir, son precio aceptantes y buscan su ejecución inmediata.

19 J.A. Brogaard (2010), *High frequency trading and its impact on market quality*.

20 B. Jovanovic y A. Menkveld, (2010), *Middlemen in limit-order markets*.

Uno de los trabajos recientes más críticos acerca de los efectos de la HFT sobre los mercados es el de Zhang²¹ (2010), que aborda su análisis con dos objetivos: i) determinar los efectos de esta actividad sobre la volatilidad y ii) conocer si ésta ayuda o perjudica a la incorporación en los precios de las acciones de noticias sobre aspectos fundamentales de las compañías. Las series utilizadas incluyen precios de tres mil acciones desde el primer trimestre de 1995 hasta el segundo de 2009. Respecto a la primera de las cuestiones anteriores, los resultados obtenidos sugieren que la HFT incrementa la volatilidad de los precios de las acciones. En concreto, la volatilidad está positivamente correlacionada con la HFT después de corregir los efectos de la propia volatilidad causada por los fundamentales de las compañías y por otros factores exógenos. Además, la correlación positiva entre la volatilidad y la intensidad en la actividad de HFT es mayor cuanto mayor es la incertidumbre en los mercados, puesto que en estas circunstancias son más vulnerables a estrategias agresivas de HFT o a la retirada de la liquidez de negociadores de alta frecuencia que realizan actividades asimilables a los creadores de mercado. Asimismo, Zhang (2010) concluye que la negociación de alta frecuencia dificulta la incorporación de la información fundamental de las compañías a los precios de sus acciones. En concreto, cuando la HFT supone un volumen significativo de la negociación de un periodo determinado en el que se difunde una noticia fundamental sobre una compañía, los precios de sus acciones reaccionan de manera más acusada, si bien en el siguiente periodo el movimiento de precios prácticamente se revierte. Así, el resultado final es una cierta sobrerreacción inicial que incrementa la volatilidad del precio de las acciones cotizadas. En este contexto, Zhang llega a proponer la posibilidad de imponer una tasa a las operaciones de HFT si se confirma este tipo de efecto pernicioso sobre los mercados.

Por su parte, Smith (2010)²² efectúa un análisis de la dinámica de precios y volúmenes de siete acciones de las empresas de mayor liquidez de la NYSE y siete del NASDAQ para el periodo comprendido entre enero de 2002 y mayo de 2009. Este estudio encuentra evidencia de un aumento de la correlación en la actividad de negociación en intervalos muy reducidos, de minutos e incluso segundos, y que tradicionalmente requerían periodos más largos, de horas o incluso días, para ser detectados.

Igualdad de acceso

Desde el punto de vista de la supervisión de los mercados, uno de los objetivos primordiales en relación con este tipo de actividad es el de garantizar el acceso a las plataformas de negociación en igualdad de condiciones a todos los potenciales participantes. En este sentido, los servicios de *co-location* ofrecidos por los mercados regulados y SMN, así como las inversiones tecnológicas realizadas por los miembros de los mercados y los propios SMN, pueden crear unos mercados con doble velocidad de acceso en la introducción y gestión de órdenes. Esta velocidad dual dejaría a los inversores minoristas e incluso a los mayoristas cualificados al margen de la posibilidad de interactuar con la misma celeridad con los nuevos negociadores de alta frecuencia. Por este motivo, los supervisores y las propias plataformas de negociación deben asegurar la igualdad de acceso a los servicios de *co-location* para todos

21 X.F. Zhang (2010), *The effect of high frequency trading on stock volatility and price discovery*.

22 R. Smith (2010), *Is high frequency trading inducing changes in markets microstructure and dynamics?*

aquellos participantes que así lo soliciten. En concreto, debe asegurarse que la máxima velocidad de acceso sea una ventaja replicable por todos los participantes en el mercado, es decir, que pueda obtenerse mediante inversiones y tecnología y no sea el fruto de un trato diferencial por parte de los mercados a un número reducido de operadores.

Riesgo operacional

En este punto, la mayoría de los análisis existentes provienen fundamentalmente de organismos supervisores e incluso de los propios miembros liquidadores de los operadores de alta frecuencia. En concreto, la Reserva Federal de Chicago (2010)²³ aborda cuestiones como el incremento de la velocidad de acceso a los mercados, destacando el mayor riesgo operativo potencial de los sistemas electrónicos de negociación con respecto a la negociación por corros, hoy en día reducida a unos pocos mercados de derivados sobre materias primas de EE.UU. El mayor riesgo operativo potencial de los mercados electrónicos radica en la posibilidad de incorporar órdenes erróneas. En el caso de la negociación automatizada, la desaparición de la intervención humana podría, según el citado documento de la Reserva Federal de Chicago, aumentar los potenciales riesgos operativos, especialmente cuando algunos de las entidades tienen acceso directo al mercado sin intervención de un miembro.

Uno de los temas que suscitan mayor preocupación es el denominado acceso directo sin controles (*naked sponsored access*) de los negociadores de alta frecuencia, que puede ocasionar importantes problemas a los miembros a través de los cuales acceden al mercado y que son los responsables últimos de sus operaciones. Una de las situaciones que podrían darse es que se produjese un error del algoritmo que iniciase la compra o venta de un volumen significativo de activos muy por encima de la capacidad de absorción del mercado y que supusiese un importante impacto sobre los precios. En este caso, la entidad que hubiera facilitado el acceso al mercado al negociador de alta frecuencia sería responsable de sus operaciones, pese a no haber llegado a tener control sobre las mismas. En enero de 2010, la SEC hizo pública una propuesta de norma (Proposed Rule 15c3-5)²⁴ por la que prohíbe el acceso directo sin que existan una serie de controles por parte de los miembros que prevengan la introducción de órdenes erróneas y aseguren el cumplimiento normativo en las operaciones remitidas. En el ámbito de la UE, la reforma de la MiFID, que se describe a continuación, también incluye una previsión similar.

El *flash crash* del 6 de mayo de 2010 proporciona un ejemplo reciente de perturbaciones severas en la formación de precios iniciadas por la introducción de órdenes automatizadas, en concreto a través de la ejecución programada de una orden de venta de contratos de futuros E-mini sobre el S&P 500 en dicha sesión. Según las investigaciones realizadas por la SEC, en sesiones anteriores se ejecutaron dos órdenes similares sin que tuviesen efecto significativo en la formación de precios, pero, mientras que en esas ocasiones la orden de venta se completó a lo largo de cinco horas de sesión, el 6 de mayo la orden se ejecutó en su totalidad en sólo 20 minutos.

23 Federal Reserve Bank of Chicago y Financial Markets Group (2010), *Controlling risk in a lightning-speed trading environment*, Policy Discussion Papers Series.

24 <http://www.sec.gov/rules/proposed/2010/34-61379.pdf>

Así, al parecer, ese día los operadores de HFT inicialmente aportaron liquidez en la contraparte compradora, pero su necesidad de cerrar posición les llevó a tomar toda la liquidez presente y precipitar y agravar las caídas de los precios, que se contagiaron al mercado de contado de las acciones del S&P 500.

Por otro lado, el significativo número de operaciones que los operadores de HFT realizan pueden tensar la capacidad de las infraestructuras de liquidación, incluso a pesar de que la mayoría de estas operaciones se cierran antes del final de sesión. Un posible problema relacionado con este asunto sería la quiebra de un negociador de alta frecuencia con elevada actividad intradía antes de haber podido gestionar el cierre de su operativa.

Las cámaras de contrapartida central, como Eurex Clearing, ofrecen desde finales de 2010 un servicio de gestión de riesgos que permite que los miembros controlen sus riesgos de mercado y operativos mediante el preestablecimiento de límites definidos en función de parámetros tales como las garantías exigibles por las posiciones pendientes de liquidar. De esta manera se trata de mitigar uno de los potenciales riesgos que la actividad de HFT puede comportar para los miembros del mercado a través de los cuales estos operadores liquidan sus operaciones, que, como se ha señalado, suelen suponer volúmenes intradiarios importantes.

Riesgos para la integridad de los mercados

La revisión en curso de la actual Directiva 2003/6/CE de Abuso de Mercado recoge la mayoría de las prácticas tradicionalmente empleadas para dar señales engañosas al mercado. Además, en la revisión se incluye también una definición de «intento de manipulación de mercado», de forma que pueda sancionarse la conducta manipuladora con independencia de que se halle evidencia o no de sus efectos sobre los precios, algo que no siempre es posible. En concreto, ESMA podrá determinar qué conductas o prácticas automatizadas pueden considerarse como manipulación o intento de manipulación del mercado.

Las posibles conductas manipuladoras del mercado que se describen a continuación se encuadran dentro de las que envían señales erróneas o engañosas al mercado y no son exclusivas de la HFT, si bien la rapidez de este tipo de negociación claramente puede facilitar su ejecución.

Spoofting: esta práctica consiste en introducir una orden con la intención no de ejecutarla sino de cambiar el *spread* de compraventa.

Layering: consiste en una variante de la anterior en la que un participante incorpora una gran cantidad de órdenes limitadas a diferentes precios en un lado del mercado (compra o venta), con la intención de hacer creer que existe presión en un lado del mercado con el fin de negociar en el lado contrario cancelando inmediatamente las órdenes que previamente se han enviado²⁵.

25 Recientemente, la SEC ha multado a una pequeña compañía de HFT tras reunir evidencias de este tipo de actividad en más de 46 mil ocasiones, con unos beneficios de 575 mil dólares en el periodo comprendido entre noviembre de 2006 y finales de enero de 2007.

Momentum ignition: consiste en remitir órdenes y ejecutar operaciones, simultáneamente a la difusión de rumores, con el ánimo de propiciar un cambio en los precios.

Estrategias de anticipación: el objetivo es la búsqueda de grandes operaciones aún no ejecutadas con la intención de anticiparse a ellas y tomar posiciones para beneficiarse de su impacto sobre los precios.

Además de estas prácticas, de carácter más o menos general y no exclusivamente relacionadas con la HFT, los supervisores están prestando progresivamente más atención a la utilización de los denominados «algoritmos agresivos», que, aprovechando su mayor velocidad en la introducción y cancelación de órdenes, intentan propiciar movimientos en el mercado de los que pueden beneficiarse por su mayor celeridad en la gestión de órdenes.

Uno de los rasgos diferenciales de la nueva microestructura de los mercados de acciones es la fragmentación de la liquidez en varias plataformas de negociación localizadas en diferentes jurisdicciones, tal y como se ha señalado antes. En relación con la supervisión y sanción del abuso de mercado, podría darse el caso de que se produjese un intento de manipulación en un determinado mercado regulado para obtener ventajas en otro mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación sujeto a una jurisdicción diferente. En este caso, es imprescindible la cooperación entre los diferentes supervisores implicados para completar la investigación y las posibles sanciones a los participantes

Por último, cabe plantearse una serie de cuestiones de carácter general sobre la actividad de alta frecuencia en los mercados de valores.

Un primer elemento de reflexión surge de la evidencia de la duración extremadamente breve del periodo de mantenimiento de las inversiones efectuadas utilizando estas técnicas de negociación que, como se ha indicado, en no pocas ocasiones es inferior al segundo²⁶. Así, por un lado, el breve horizonte temporal de los inversores de alta frecuencia puede no ser el adecuado para trasladar a los precios la información fundamental que determina el valor de los activos cotizados. En este sentido, el Banco Central Europeo destacaba en su respuesta a la Comisión Europea²⁷ sobre la consulta pública a la revisión de la Directiva MiFID, que «la existencia de participantes con horizontes temporales muy cortos puede llevar a los precios a estar dirigidos por objetivos a corto plazo y en consecuencia a reflejar los fundamentales de manera menos eficiente».

Por otra parte, y desde un punto de vista conceptual, puede plantearse la propia esencia originaria de los mercados secundarios como proveedores de liquidez a los

26 A nivel agregado, A.G. Haldane (2010, *Patience and Finance*) destaca que el periodo de tenencia de las acciones ha venido disminuyendo de manera significativa desde mediados de los años setenta. En el caso de la Bolsa de Nueva York (NYSE) ha pasado de siete años en 1940, plazo que se mantuvo prácticamente invariable durante las siguientes tres décadas, a dos años en 1985, un año a finales del 2000 y a siete meses en 2007. Estos datos son consistentes con los obtenidos por Zhang (2010) que observa una diferenciación entre la rotación de las carteras de los inversores institucionales, que se mantiene prácticamente inalteradas desde 1985, y la del conjunto de inversores, que se incrementa de manera significativa con la explosión del volumen de operaciones ligadas a la HFT en 2007.

27 <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/ecpublicconsultationreviewmifideurosystemcontribution201102en.pdf>

inversores en valores y si esta función está justificada en operaciones con un periodo de tenencia inapreciable. Una cuestión que no ha sido abordada en los estudios empíricos existentes hasta el momento es la posibilidad de que la liquidez que aporta la negociación de alta frecuencia tenga un «carácter endogámico», es decir, que buena parte del volumen generado se corresponda con operaciones cruzadas entre diferentes entidades que siguen estrategias de HTF sin intervención del resto de los inversores. Si este tipo de operaciones constituyese la mayoría de la operativa de la HFT, los posibles efectos beneficiosos de la actividad sobre el resto de los inversores serían prácticamente inexistentes.

6 Iniciativas reguladoras en la Unión Europea y Estados Unidos

En diciembre de 2010, la CE lanzó una consulta pública sobre la revisión de la Directiva MiFID en la que, entre otras propuestas, se incluían posibles medidas en el ámbito de la negociación automatizada. En concreto, la CE plantea la posibilidad de acometer las siguientes reformas de la Directiva en relación con la HFT:

- La actual redacción del artículo 2.1.d) de la MiFID puede dejar fuera de su ámbito de aplicación a entidades que realizan HFT, siempre que no actúen como creadores de mercado y operen por cuenta propia. Por ello, la CE propone que todos los agentes que realicen HFT y cuya actividad supere unos límites cuantitativos predeterminados deberán estar autorizados como empresas de inversión sujetas a supervisión y al cumplimiento de requisitos organizativos y de capital.
- Las empresas que realicen HFT tendrán que notificar a su autoridad competente el algoritmo que utilizan, explicando su diseño, propósito y funcionamiento.
- Se introduce una serie de requisitos organizativos específicos para la actividad de HFT que incluyen controles de riesgo sistémico. Para los gestores de los mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación se proponen una serie de requisitos en relación con la actividad de HFT, entre los que destacan los siguientes:
 - Se establecen controles para mitigar la posibilidad de que se produzcan errores por parte de los negociadores de alta frecuencia. Expresamente, se incluye la posibilidad de introducir los denominados *circuit breakers*, mediante los que se suspende la negociación durante un periodo determinado cuando se producen variaciones de precios superiores a unos parámetros prefijados.
 - Se exigen garantías al acceso en igualdad de condiciones a los servicios de *co-location*.
 - Se exige que se asegure que las órdenes remitidas a su libro permanezcan en él un tiempo mínimo predeterminado antes de ser canceladas. Asimismo, la ratio de órdenes sobre operaciones ejecutadas de los diferentes participantes no podrá superar un límite preestablecido.

- Se requiere que se asegure que aquellos negociadores de alta frecuencia que habitualmente realicen un número significativo de operaciones en un instrumento financiero continúen proveyendo liquidez bajo unas condiciones similares a las de los creadores de mercado tradicionales.
- Las empresas de inversión que faciliten la introducción directa (*sponsored access*) de órdenes a los negociadores de HTF tendrán implantados mecanismos y filtros que prevengan errores o intentos de malas prácticas.

La obligatoriedad de comunicar al supervisor los detalles y el funcionamiento de los algoritmos utilizados por los participantes obligaría a reforzar las salvaguardas de confidencialidad, ya que se trata de una propiedad intelectual de gran valor para la generación de negocio y la capacidad competitiva de las firmas. Por otra parte, dada la complejidad de los algoritmos, su análisis por parte del supervisor exigirá a éste, probablemente, reforzar sus recursos con personal especializado. Otro aspecto a considerar es el hecho de que los algoritmos utilizados tienen un carácter dinámico y se modifican y calibran de manera continua, para acomodarlos a las condiciones de mercado en cada momento, por lo que los supervisores también deberían estar preparados para revisarlos de manera frecuente.

En enero de 2010, es decir, antes de que aconteciese el *flash crash* del 6 de mayo, la SEC estadounidense ya había puesto en marcha la consulta pública en la que analizaba los recientes cambios en la estructura de los mercados, así como la adecuación de la normativa en vigor para hacer frente a la nueva dinámica de la negociación. En uno de los apartados se refería específicamente a la negociación de alta frecuencia y a sus efectos sobre los inversores con horizonte temporal a largo plazo y sobre la calidad del mercado. La SEC reconoce que puede existir una divergencia de intereses entre los inversores con un horizonte temporal corto, como los de HFT, y los que mantienen sus inversiones a largo plazo. En este sentido, el supervisor opta por apoyar la inversión a largo plazo y se plantea evaluar los algoritmos de los HFT para determinar «si están correctamente diseñados para operar en condiciones de alto estrés en los mercados».

En función de las respuestas, la SEC podrá acometer reformas normativas para hacer frente a la nueva estructura de los mercados de manera que se iguallen las reglas del juego para todos los participantes. Esta reforma se efectuaría con una propuesta previa de regulación que sería sometida a consulta pública de los agentes afectados.

7 Conclusiones

Los mercados secundarios de acciones han experimentado en las dos últimas décadas los cambios más significativos desde su creación hace más de cuatro siglos. El uso creciente de sistemas electrónicos de negociación y las modificaciones normativas emprendidas en Europa y EE.UU. han facilitado, desde el lado de la oferta, la concentración del sector y la aparición de nuevos competidores de las tradicionales bolsas. Los operadores tienen acceso a un mayor número de mercados y plataformas y gracias a los nuevos desarrollos tecnológicos han transformado sus técnicas de contratación, sobre todo tras la aparición de la negociación de alta frecuencia.

Los avances en los sistemas de negociación y en las telecomunicaciones posibilitan la puesta en funcionamiento de algoritmos que gestionan de manera automatizada aspectos hasta ahora reservados a la decisión de los operadores. Con ellos, la forma de negociar acciones ha evolucionado, modificándose incluso las fuentes de provisión de liquidez, que han pasado de los tradicionales creadores de mercado a los negociadores de alta frecuencia.

Desde la aparición de la negociación de alta frecuencia a principios de este siglo, su rápido crecimiento ha llevado a esta práctica a representar un volumen significativo del total de la actividad de los mercados de acciones. Su reciente aparición y la complejidad para obtener información precisa sobre su operativa dificultan cualquier análisis sobre sus efectos en los mercados. Si bien algunas de las contribuciones académicas coinciden en destacar sus efectos positivos, otros estudios más recientes cuestionan el nivel de contribución a la liquidez de mercado por parte de los negociadores de alta frecuencia. Entre los efectos positivos, varios expertos coinciden en destacar el aumento de la liquidez, como consecuencia de que los negociadores de alta frecuencia han remplazado el papel de los clásicos creadores de mercado.

Sin embargo, los análisis centrados en periodos con elevada volatilidad y variaciones significativas de precios han encontrado evidencia en las que los operadores de HFT pasaron de ser proveedores de liquidez a competidores en su captación, acuciados por la necesidad de cerrar posiciones para liquidar las carteras antes del cierre de sesión. De hecho, algunos especialistas se han cuestionado si la liquidez ofrecida por los HFT tiene un carácter esencialmente endogámico, dada la posibilidad de que la mayor parte de las transacciones en las que participan los operadores de HFT se cierren con otros operadores de HFT, con poco acceso a este tipo de liquidez por parte de otros agentes que no utilizan este tipo de tecnología negociadora.

Otro de los posibles efectos del incremento de la negociación de alta frecuencia es el desplazamiento de las grandes órdenes de los inversores institucionales hacia plataformas con bajos o nulos niveles de transparencia, como los *dark pools*. Este fenómeno estaría asociado a la reducción en el tamaño unitario de las órdenes y ejecuciones asociado al crecimiento de la HFT y a las estrategias negociadoras de estos agentes, que pueden detectar la necesidad de ejecución de grandes órdenes y posicionarse en su contra.

En cuanto a la posibilidad de que la HFT pueda ser utilizada para desarrollar conductas de abuso de mercado, cabe destacar en primer lugar que la mayor parte de las posibles prácticas ya están recogidas en la actual Directiva de Abuso de Mercado. Además, la revisión en curso de esta directiva contempla la posibilidad de incluir como conducta sancionable los intentos de manipulación, con independencia de que se produzca o no un impacto sobre los precios, lo que convertiría en punible, por ejemplo, la introducción de órdenes con la única intención de mandar señales engañosas sobre condiciones de la oferta o la demanda.

Una de las cuestiones que suscitan mayor controversia en relación con la HFT es la posibilidad de que existan mercados con dos velocidades de acceso a la negociación: por una parte, los inversores minoristas e inversores institucionales tradicionales con un horizonte temporal más largo y con menor capacidad para operar en entornos de elevada velocidad en la negociación y, por otra, los negociadores de alta fre-

cuencia. Una de las posibles soluciones apuntadas desde el propio sector es la generalización de la actividad de alta frecuencia, adaptada al perfil inversor del operador, entre los tradicionales participantes institucionales o, al menos, la utilización de algoritmos que les permitan ejecutar grandes operaciones sin ser detectados por los negociadores de alta frecuencia.

En definitiva, la aparición de la negociación de alta frecuencia ha modificado sustancialmente la estructura y funcionamiento de los mercados de valores en un periodo en el que además se han producido importantes cambios normativos y una ampliación de la oferta de plataformas de negociación. La novedad y la dificultad de acceso a la información complican el análisis sobre los efectos de la actividad en los mercados y los estudios disponibles hasta la fecha son, en general, poco concluyentes. Los supervisores, conscientes de las profundas implicaciones que esta actividad puede tener sobre el funcionamiento de los mercados, han iniciado consultas públicas para conocer en mayor detalle la operativa y sus implicaciones y están evaluando soluciones normativas que garanticen la igualdad de acceso y eviten cualquier intento de práctica manipuladora de precios.

La inversión de los hogares españoles: una comparación con Estados Unidos e Italia

Anna Isperto Maté y M^a Victoria Villanueva Fresán (*)

(*) Anna Isperto Maté pertenece al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones y M^a Victoria Villanueva Fresán al Departamento de Mercados Secundarios de la CNMV. Este artículo está basado en el Documento de Trabajo nº 45 de la CNMV, elaborado por las mismas autoras y con el mismo título.

1 Introducción

Desde 2002 el Banco de España viene realizando la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), que consta hasta el momento de tres ediciones, correspondientes a los años 2002, 2005 y 2008. Mediante esta encuesta se obtiene información detallada sobre la situación patrimonial y financiera de los hogares, de forma que se pueden relacionar las características sociodemográficas de los miembros de un hogar con, por ejemplo, sus rentas, activos reales y financieros, deudas y gastos¹.

Las mismas autoras, en un trabajo previo (Ispierto y Villanueva, 2010²) utilizaron los datos de las dos primeras olas de la EFF para aproximar el perfil inversor de los hogares españoles en los distintos activos financieros. Entre los principales resultados obtenidos en aquel trabajo se encuentra el hecho de que los inversores en acciones cotizadas, en términos de riqueza, edad y nivel educativo, tienen unas características similares a los inversores en fondos de inversión. En cambio, los hogares españoles que invierten en activos de renta fija tienden a tener un cabeza de familia con una edad media superior que el resto y con un nivel medio de riqueza neta inferior. En términos generales, en aquel trabajo se encontró que la riqueza neta era la variable más determinante a la hora de invertir en activos financieros, que ésta tenía un efecto mucho menor en la inversión en activos reales y que la educación tenía, de igual modo, un efecto positivo en la tenencia de activos financieros, aunque de una intensidad menor.

En este artículo se analiza si los resultados mencionados de aquel trabajo son comparables con los obtenidos para otras economías. Para ello, se utilizan datos de encuestas similares realizadas en Italia y Estados Unidos. Concretamente, para Estados Unidos se toma la Survey of Consumer Finances (SCF) como base de datos de referencia, que se elabora con el patrocinio de la Reserva Federal. Por su parte, la encuesta italiana utilizada es la Indagine sui Bilanci delle Famiglie (IBF), elaborada por el Banco de Italia.

La elección de estas dos economías como referencia de comparación se debe principalmente a la disponibilidad de los datos, pues las encuestas disponibles para estos dos países son similares en sus aspectos básicos a la EFF. Por otro lado, esta elección permite comparar las decisiones de inversión de los hogares españoles con las de las familias de un país, Estados Unidos, cuya cultura y mercados financieros están, en general, más desarrollados que en Europa, y con otro país, Italia, que guarda mayores similitudes con España.

1 Para una mayor descripción de los métodos y contenidos de la EFF, véase C. Bover (2004), *Encuesta Financiera de las Familias Españolas (EFF): descripción y métodos de la encuesta de 2002*, en Banco de España, Documentos Ocasionales, nº 0409.

2 Véase A. Ispierto y M.V. Villanueva (2010), *Perfil inversor de los hogares españoles: análisis de la Encuesta Financiera de las Familias*, en CNMV, Monografía nº 40.

Con la información de las tres encuestas en la sección segunda se describen, en primer lugar, los rasgos y diferencias más significativas entre la inversión en activos reales y financieros por parte de los hogares de cada uno de los países y posteriormente, en la sección tercera, se analiza el efecto que tienen distintas características de los hogares en la proporción de hogares que invierten y en las cantidades invertidas. Las características seleccionadas en este artículo han sido la edad, educación y situación laboral del cabeza de familia, por un lado, y la riqueza neta del hogar, por otro. Finalmente, en la sección cuarta se realiza un análisis más detallado de los inversores en acciones cotizadas, activos de renta fija y fondos de inversión para determinar el perfil de los inversores en estos activos.

2 Decisión inversora de los hogares españoles: características generales

2.1 Composición de los activos de los hogares

En esta sección se describen los patrones generales de la inversión tanto en activos reales como financieros de los hogares de España, Estados Unidos e Italia. Como se puede observar en el cuadro 1, España es el país donde un mayor porcentaje de hogares tiene la vivienda principal bajo régimen de propiedad (más del 80% de los hogares, frente a poco menos del 70% en Estados Unidos e Italia) y es, a su vez, el país donde más hogares poseen otras propiedades inmobiliarias. De igual modo, la mediana del importe invertido en estos dos activos es superior a la del resto de los países (véase cuadro 2). Además, en relación a la distribución de estos importes, en España existe una menor dispersión si se compara con los otros países estudiados (véase la ratio entre el tercer y el primer cuartil). Por su parte, a diferencia de España y Estados Unidos, la encuesta italiana refleja que la mayoría de las familias italianas poseen otros activos reales, tales como obras de arte o joyas, aunque con un importe mediano inferior.

En cuanto al porcentaje de la cartera agregada que representan los activos reales para el total de la población se observa que, de los tres países estudiados, en Estados Unidos es donde se destina una menor proporción a la inversión en activos reales (véase cuadro 3). Dentro de este tipo de activos, cabe destacar que las inversiones asociadas a las actividades por cuenta propia tienen un peso relativo significativamente más alto en Estados Unidos que en los otros dos países.

En relación a los activos financieros, España es el país donde el porcentaje de hogares que posee estos activos es más alto. Sin embargo, esto se debe, principalmente, al elevado número de hogares que posee depósitos de pagos³. No obstante, si comparamos la tenencia de los diferentes activos financieros de forma individualizada entre los tres países se observa que, en términos generales, es Estados Unidos el país donde un mayor número de hogares invierte en las distintas clases de activos financieros, así como donde el importe mediano invertido en el total de activos financieros es más elevado. Sin embargo, estudiando estos activos de forma individual se

3 Los depósitos de pagos corresponden a cuentas, libretas u otros depósitos que pueden utilizarse para realizar pagos mediante tarjetas o cheques.

observa que existen algunos cuyas cantidades invertidas medianas en este país son menores que en el resto, como en los activos de renta fija o los depósitos de pagos y depósitos de no pagos⁴. Por ejemplo, es llamativo el caso de este último activo, ya que más de la mitad de los hogares lo posee en Estados Unidos frente a un porcentaje menor al 20% en España⁵, mientras que las cantidades medianas destinadas a este activo en ese país son sustancialmente inferiores a las de España e Italia. Este último hecho sucede de una forma similar para los depósitos de pagos. Esto hace que el peso de estos dos activos en conjunto dentro de la cartera financiera en Estados Unidos sea de alrededor del 15%, mientras que en Italia⁶ y España es de algo más del 50% y del 40%, respectivamente (véase cuadro 3).

Porcentaje de hogares que invierten en cada tipo de activo

CUADRO 1

	España	EE.UU.	Italia
Activos reales	87,4	73,2	95,8
Vivienda principal	81,3	69,1	68,1
Otras propiedades inmobiliarias	34,5	18,1	22,4
Negocios por trabajo por cuenta propia	11,1	11,5	15,3
Otros activos reales (joyas, obras de arte, etc.)	19,3	7,5	88,7
Activos financieros	96,5	92,6	82,9
Acciones cotizadas	11,4	20,7	6,8
Acciones no cotizadas	2,2	0,1	0,7
Renta fija	1,5	18,8	12,0
Pública	0,5	18,4	7,4
Privada	0,9	0,9	5,7
Fondos de inversión	8,7	25,7	8,1
Renta fija	2,9	13,9	3,2
Renta variable	3,5	13,3	3,2
Mixtos	1,8	2,7	3,7
Garantizados	2,5	n.d.	n.d.
Otros	0,5	7,8	n.d.
Depósitos de pagos ¹	92,5	88,1	85,9
Depósitos de no pagos ¹	18,2	54,3	6,6
Planes de pensiones ²	27,9	49,3	8,1
Seguros	1,7	24,2	
Otros activos financieros	3,6	10,1	4,4

Fuente: Elaboración propia.

1 Los depósitos de pagos en Italia incluyen las cuentas de ahorro, mientras que en España y Estados Unidos, éstas están incluidas en los depósitos de no pagos.

2 La cifra correspondiente a los planes de pensiones y seguros en Italia se refiere al porcentaje de hogares que realizaron aportaciones durante el año 2004, ya que en la IBF no se dispone de la información correspondiente al total de hogares que poseen estos activos.

n.d.: Dato no disponible.

4 Los depósitos de no pagos corresponden a las cuentas o depósitos a plazo, a la vista o de ahorro que no pueden ser utilizados para realizar pagos mediante tarjeta o cheques.

5 El porcentaje de Italia no es comparable al de los otros dos países, ya que, como se menciona en el cuadro 1, no incluye las cuentas de ahorro. Con datos de la IBF de 2008, donde sí que se pueden aislar las cuentas de ahorro, se observa que el porcentaje de tenencia de depósitos de no pagos pasa del 7,2% si éstas no se incluyen hasta el 22% si se incluyen. Así pues, teniendo sólo en cuenta los datos de la IBF italiana de 2008, se puede afirmar que las tenencias de depósitos de no pagos en Italia y en España no son muy distintas.

6 Como se ha indicado, en Italia, el total de activos financieros no contiene el valor de los planes de pensiones y los seguros de inversión, debido a que estas cifras no están disponibles en la IBF. Según datos obtenidos de las Cuentas Financieras de Italia, estos activos representaban en torno al 15% del total de activos financieros a finales de 2004.

Los activos de renta fija también merecen mención especial, ya que la proporción de hogares españoles que posee este activo es aproximadamente diez veces menor que en Italia o Estados Unidos. En cambio, las cantidades medianas invertidas en España son más elevadas que en Italia, y mucho más que en Estados Unidos, donde la mediana es inferior a 900 euros. En cuanto al tipo de activo de renta fija, destaca el hecho de que en Estados Unidos la mayoría de estos hogares invierten en deuda pública, aunque se trata de cantidades, en general, muy reducidas. En cambio, en Italia, la cifra correspondiente al porcentaje de hogares inversores en deuda pública y privada es relativamente similar, y las cantidades invertidas en los dos activos son relativamente elevadas⁷ (en ambos casos la mediana está alrededor de los 15 mil euros). Estos resultados llevan a que el peso de los activos de renta fija en la cartera de activos financieros de los hogares italianos sea muy superior al observado en Estados Unidos y, aún más, en España.

Importe mediano y dispersión* de la inversión de los hogares para cada tipo de activo

CUADRO 2

Importes en euros de finales de 2005¹

	España		EE.UU.		Italia	
	Mediana	p75/p25	Mediana	p75/p25	Mediana	p75/p25
Activos reales	210.354	2,7	153.358	3,7	129.438	9,8
Vivienda principal	180.303	2,1	140.213	3,1	152.880	2,5
Otras propiedades inmobiliarias	105.075	5,8	78.651	11,5	81.536	8,8
Negocios por trabajo por cuenta propia	60.101	10,2	87.633	16,7	50.960	5,0
Otros activos reales (obras de arte, joyas, etc.)	2.592	6,7	13.145	10,0	2.038	5,0
Activos financieros	6.010	16,0	21.558	43,5	9.733	5,8
Acciones cotizadas	6.240	6,9	13.145	17,5	10.192	4,2
Acciones no cotizadas	12.362	15,0	21.908	6,2	10.192	5,0
Renta fija	24.040	7,0	876	24,8	16.298	3,3
Pública	n.d.	n.d.	876	20,0	15.288	3,0
Privada	n.d.	n.d.	26.290	9,7	13.608	3,5
Fondos de inversión	18.000	6,4	31.548	14,8	15.288	3,0
Renta fija	15.225	6,7	14.898	10,4	n.d.	n.d.
Renta variable	14.000	8,3	35.053	11,8	n.d.	n.d.
Mixtos	18.000	4,0	17.527	9,2	n.d.	n.d.
Otros	18.030	4,2	39.435	9,2	n.d.	n.d.
Depósitos de pagos	3.000	9,3	1.753	8,3	6.115	3,8
Depósitos de no pagos	12.020	6,4	4.382	20,0	8.154	4,8
Planes de pensiones	6.010	7,2	30.672	11,3	n.d.	n.d.
Seguros	47.466	7,0	5.258	9,0	n.d.	n.d.
Otros activos financieros	3.700	12,0	3.505	16,0	15.288	8,0

Fuente: Elaboración propia.

* Se ha utilizado como medida de dispersión la ratio entre el tercer y el primer cuartil (p75 y p25, respectivamente).

1 Los datos de Estados Unidos se han transformado aplicando la inflación entre 2004 y 2005 (del 3,37%) y utilizando posteriormente el tipo de cambio del 31 de diciembre de 2005 (0,84776 euros/dólar). Los datos italianos se han transformado aplicando la inflación entre 2004 y 2005 (del 1,92%).

7 En España no se puede distinguir, del total invertido en renta fija, qué cantidad corresponde a renta fija privada y qué cantidad a renta fija pública.

En relación a los fondos de inversión, se puede observar que en Estados Unidos un porcentaje elevado de hogares posee algún fondo de inversión (el 25% de la población frente al 8% en Italia y España). Cabe mencionar que en esta partida se han incluido los fondos de inversión monetarios (concretamente en la categoría de fondos de renta fija), que en Estados Unidos, a diferencia de en España e Italia, en muchos casos tienen unas características más parecidas a las de los depósitos que a las del resto de los fondos de inversión⁸. Parte de las diferencias en las tenencias de fondos de inversión entre los tres países analizados se deben precisamente a los fondos monetarios, que en Estados Unidos están más extendidos (un 10,8% de la población posee este activo). Por su parte, las cantidades invertidas en el conjunto de fondos de inversión en Estados Unidos son también mucho mayores que en España e Italia (el valor mediano es aproximadamente el doble que en estos países). Cabe mencionar, no obstante, que la dispersión de dichas cantidades alrededor de la mediana es, asimismo, mucho mayor en Estados Unidos (la ratio entre el tercer y el primer cuartil es de 14,8) que en España e Italia.

Distribución de la cartera en activos reales y financieros de los hogares

CUADRO 3

% sobre total

	España	EE.UU.	Italia ¹
Activos reales sobre el total	89,0	62,1	89,0
Activos financieros sobre el total	11,0	37,9	11,0
Distribución de los activos reales	100,0	100,0	100,0
Vivienda principal	66,2	53,0	67,6
Otras propiedades inmobiliarias	23,8	18,2	19,1
Negocios por trabajo por cuenta propia	9,4	27,2	10,9
Otros activos reales (joyas, obras de arte, etc.)	0,6	1,6	2,5
Distribución de los activos financieros	100,0	100,0	100,0
Acciones cotizadas	11,1	17,4	7,9
Acciones no cotizadas	9,2	0,1	1,7
Renta fija	1,7	5,8	17,1
Pública	n.d.	4,7	10,4
Privada	n.d.	0,9	6,7
Fondos de inversión	13,2	26,0	11,5
Renta fija	3,9	6,3	n.d.
Renta variable	3,5	9,8	n.d.
Mixtos	2,1	1,1	n.d.
Garantizados	3,1	n.d.	n.d.
Otros	0,5	8,9	n.d.
Depósitos de pagos	26,6	4,8	49,3
Depósitos de no pagos	14,7	9,4	4,5
Planes de pensiones	15,3	31,5	n.d.
Seguros	4,7	2,9	n.d.
Otros activos financieros	3,5	2,0	8,0

Fuente: Elaboración propia.

- 1 Los porcentajes correspondientes a cada uno de los activos financieros en Italia están sobrevalorados debido a la falta del dato relativo a las pensiones y seguros de inversión. Por la misma razón, se infravalora el peso de los activos financieros frente a los reales.

8 Para un mayor detalle, véase M.V. Villanueva (2009), *Las características de los fondos de inversión monetarios en distintas jurisdicciones*, en CNMV, Monografía nº 36.

En cuanto a los planes de pensiones, tanto su difusión entre los inversores como las cantidades invertidas son mucho mayores en Estados Unidos que en los dos países europeos, lo que probablemente refleja las significativas diferencias existentes en la cobertura de los respectivos sistemas públicos de pensiones⁹.

3.2 Diversificación

Como se ha indicado, los hogares de Estados Unidos son los que más invierten en activos financieros: mientras que éstos poseen en mediana tres tipos de activos financieros distintos, en España e Italia sólo poseen un tipo¹⁰ (véase pro memoria del cuadro 4). En concreto, en estos dos últimos países, el 52,7% y el 56,6% del total de hogares, respectivamente, tan sólo poseen un tipo de activo financiero que, prácticamente en todos los casos, corresponde a los depósitos de pagos. Asimismo, tan sólo el 6,2% de los hogares en España y el 4% en Italia invierten en más de tres tipos de activos financieros, mientras que en Estados Unidos esta cifra es del 36%. En cuanto a los hogares que no poseen ningún activo financiero, se puede observar que en España este porcentaje es el más reducido de los tres países, de tan sólo un 1,8%, mientras que en Italia es relativamente elevado (un 13,6%).

9 Conviene recordar, no obstante, que la cifra de los hogares italianos que poseen planes de pensiones es tan sólo un límite inferior, ya que sólo están contabilizados los hogares que aportaron dinero al plan de pensiones durante 2004.

10 Téngase en cuenta que el número máximo de activos financieros posibles es de ocho para España y Estados Unidos, mientras que para Italia es de siete, ya que las inversiones en planes de pensiones y seguros no pueden distinguirse entre sí.

Diversificación: número de inversores en un activo que poseen otros activos

CUADRO 4

% sobre total de inversores

	España			Estados Unidos			Italia		
	Inversores en:			Inversores en:			Inversores en:		
	Acciones cotizadas	Renta fija	Fondos de inversión	Acciones cotizadas	Renta fija	Fondos de inversión	Acciones cotizadas	Renta fija	Fondos de inversión
Acciones cotizadas	100,0	38,7	41,3	100,0	37,9	40,6	100,0	22,7	27,1
Acciones no cotizadas	4,8	12,3	3,4	0,1	0,0	0,1	4,3	4,9	4,2
Renta fija	5,0	100,0	5,8	35,7	100,0	26,9	33,7	100,0	38,7
Fondos de inversión	30,6	33,7	100,0	53,1	37,4	100,0	30,4	29,2	100,0
Renta fija	13,5	4,9	38,9	33,2	21,0	52,9	12,5	11,2	36,2
Renta variable	22,5	20,8	43,0	31,9	21,9	49,7	18,5	15,1	43,8
Mixtos	5,0	7,2	17,2	7,3	5,2	10,1	10,0	10,7	44,0
Depósitos de pagos	99,4	99,5	98,3	98,5	97,7	99,0	100,0	99,1	99,9
Depósitos de no pagos	26,3	34,5	25,2	72,9	75,6	64,3	9,2	10,7	5,8
Planes de pensiones	3,7	9,0	4,2	35,6	35,5	37,2			
Seguros	63,3	59,4	55,9	78,1	73,7	70,3	22,1	17,0	22,9
Nada más (excepto depósitos de pagos)	22,7	17,0	22,7	2,6	3,8	5,2	30,6	48,5	37,1
Ninguno de los otros dos activos principales	65,5	43,4	54,8	29,3	41,7	43,3	48,7	63,7	51,7
Pro memoria: Porcentaje de hogares que poseen un número concreto de activos financieros distintos									
Media	1,7			2,9			1,3		
ninguno	1,8			6,7			13,6		
1	52,7			17,4			56,6		
2	27,3			19,8			19,3		
3	11,9			20,0			6,5		
>3	6,2			36,0			4,0		

Fuente: Elaboración propia.

Por otra parte, los hogares italianos que poseen activos de renta fija son, en comparación con el resto de los países, los que menos diversifican. Así, menos de la mitad de éstos no tienen ningún otro activo financiero (sin incluir depósitos de pagos) y prácticamente dos tercios no posee ni acciones cotizadas ni fondos de inversión. Por el contrario, en Estados Unidos prácticamente todos los inversores en activos de renta fija tienen otro activo financiero, aunque en muchos de los casos son activos distintos a las acciones cotizadas o los fondos de inversión (en la mayoría de los casos se trata de seguros de inversión o depósitos de no pagos).

De los hogares que poseen acciones cotizadas, activos de renta fija o fondos de inversión, en el cuadro 4 se muestran los porcentajes correspondientes a los hogares que poseen también algún otro tipo de activo. Cabe destacar que en Estados Unidos los inversores en acciones cotizadas son los que más diversifican: únicamente un 2,6% de ellos no invierte en ningún otro activo financiero (exceptuando los depósitos de pagos) y un 29,3% no posee ni activos de renta fija ni fondos de inversión, siendo

estos porcentajes muy inferiores a los observados para los otros dos países. Cabe destacar, por ejemplo, que en España el 65,5% de los inversores en acciones cotizadas no tienen ni activos de renta fija ni fondos de inversión (esta cifra es del 29,3% en Estados Unidos y del 48,7% en Italia).

3.3 Inversión total y participación de los hogares según sus características sociodemográficas

El objetivo de esta sección es identificar cómo distintas características del hogar (edad, situación laboral y nivel educativo del cabeza de familia y percentil de riqueza neta del hogar) afectan, por un lado, a la decisión de invertir en activos reales y financieros y, por otro, a la distribución de la totalidad invertida en estos activos. Dado que las conclusiones en relación a las características analizadas pueden estar directamente influenciadas por el nivel de riqueza neta, se ha analizado la distribución del total invertido por los hogares de los tres países teniendo en cuenta este hecho, por lo que se han calculado las tenencias, en porcentaje, de cada uno de los diferentes grupos de edad, educación y situación laboral dentro de cada uno de los distintos niveles de riqueza neta¹¹.

En relación a los activos reales, mientras que en Italia la decisión de invertir en cada una de las diferentes categorías de este activo no guarda relación, aparentemente, con el nivel educativo, se aprecia un ligero sesgo positivo hacia los universitarios en los casos español y estadounidense. Por su parte, en las tres jurisdicciones se observa que el porcentaje de hogares jóvenes que posee propiedades inmobiliarias (tanto vivienda principal como otras propiedades inmobiliarias) es reducido en comparación con el resto de los hogares.

No obstante, la variable más influyente en la toma de la decisión de invertir o no en activos reales es el nivel de riqueza neta, siendo este efecto algo menor en España que en los otros dos países (España es el país donde un mayor porcentaje de hogares pertenecientes al 25% con menor nivel de riqueza neta posee activos reales, con excepción de la categoría «otros activos reales» en el caso de Italia). Estos resultados están en línea con los obtenidos en Bover et al. (2005)¹², donde, de acuerdo con los datos de la ola de la EFF correspondiente a 2002, ya se observaba que en España, para el 20% de los hogares con menores ingresos, el porcentaje de hogares propietarios de la vivienda en la que residían era muy superior al de Estados Unidos, Italia y Reino Unido. Asimismo, Bover et al. (2005) también encuentran un elevado porcentaje relativo de hogares españoles que poseían otras propiedades inmobiliarias distintas de la vivienda principal.

11 Se han dividido los hogares en cinco grupos según los niveles de riqueza neta: los pertenecientes al primer cuartil, los situados entre el primer cuartil y la mediana, los situados entre la mediana y el percentil 75, los situados entre el percentil 75 y el 90 y los que están por encima del percentil 90. Los resultados están disponibles en Isperto y Villanueva (2011), *La inversión de los hogares españoles: una comparación con EE.UU. e Italia*, en CNMV, Documento de Trabajo nº 45.

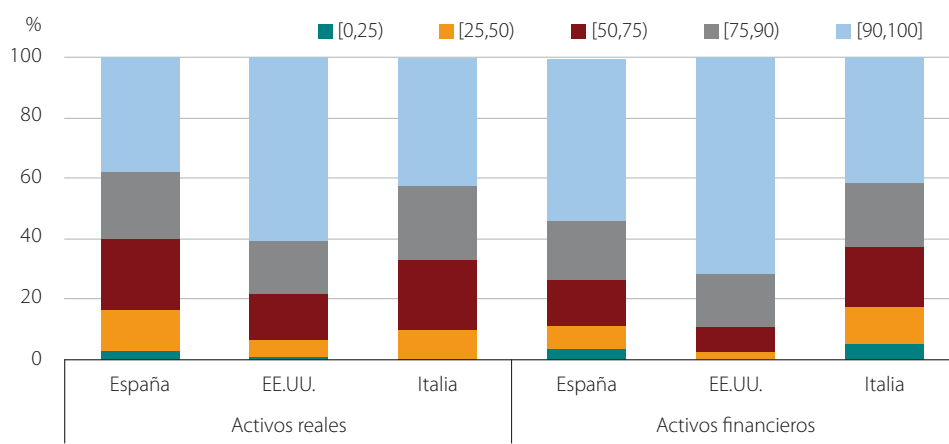
12 Véase O. Bover, C. Martínez-Carrascal y P. Velilla (2005), «La situación patrimonial de las familias españolas: una comparación microeconómica con Estados Unidos, Italia y el Reino Unido», en Banco de España, *Boletín Económico* 4/2005, pp.111-133.

Este efecto riqueza también puede apreciarse cuando se analiza la distribución del total de la inversión en activos reales según características. Así, en el gráfico 1 se puede observar que existe una relación creciente entre el nivel de riqueza neta y la cantidad invertida en activos reales. No obstante, existen diferencias significativas entre las diferentes economías. Por un lado, en España se invierte una mayor cantidad en activos reales por parte de los hogares con menor nivel de riqueza neta si la comparamos con Estados Unidos e Italia. Por otro lado, la concentración de la inversión en este tipo de activos en el último decil de riqueza neta es mucho mayor en Estados Unidos que en España e Italia.

En cuanto al resto de las características, y siempre teniendo en cuenta la proporción de hogares que pertenecen a cada grupo, no existen diferencias significativas, para cada percentil de riqueza neta, entre la inversión en activos reales realizada por unos y por otros.

Distribución de la inversión total de los hogares en activos reales y activos financieros según percentil de riqueza neta

GRÁFICO 1



Fuente: Elaboración propia.

Respecto a los activos financieros, y a diferencia de lo que sucedía con los activos reales, existe una relación positiva entre el nivel educativo del cabeza de familia y la proporción de hogares que poseen estos activos (véase gráfico 2). En general, son los hogares cuyo cabeza de familia tiene estudios universitarios los que, en un mayor porcentaje, deciden invertir en este tipo de activos. En el caso de Italia este efecto es más suave, ya que la mayoría de los inversores en activos financieros está entre los hogares que han realizado tanto estudios secundarios como universitarios.

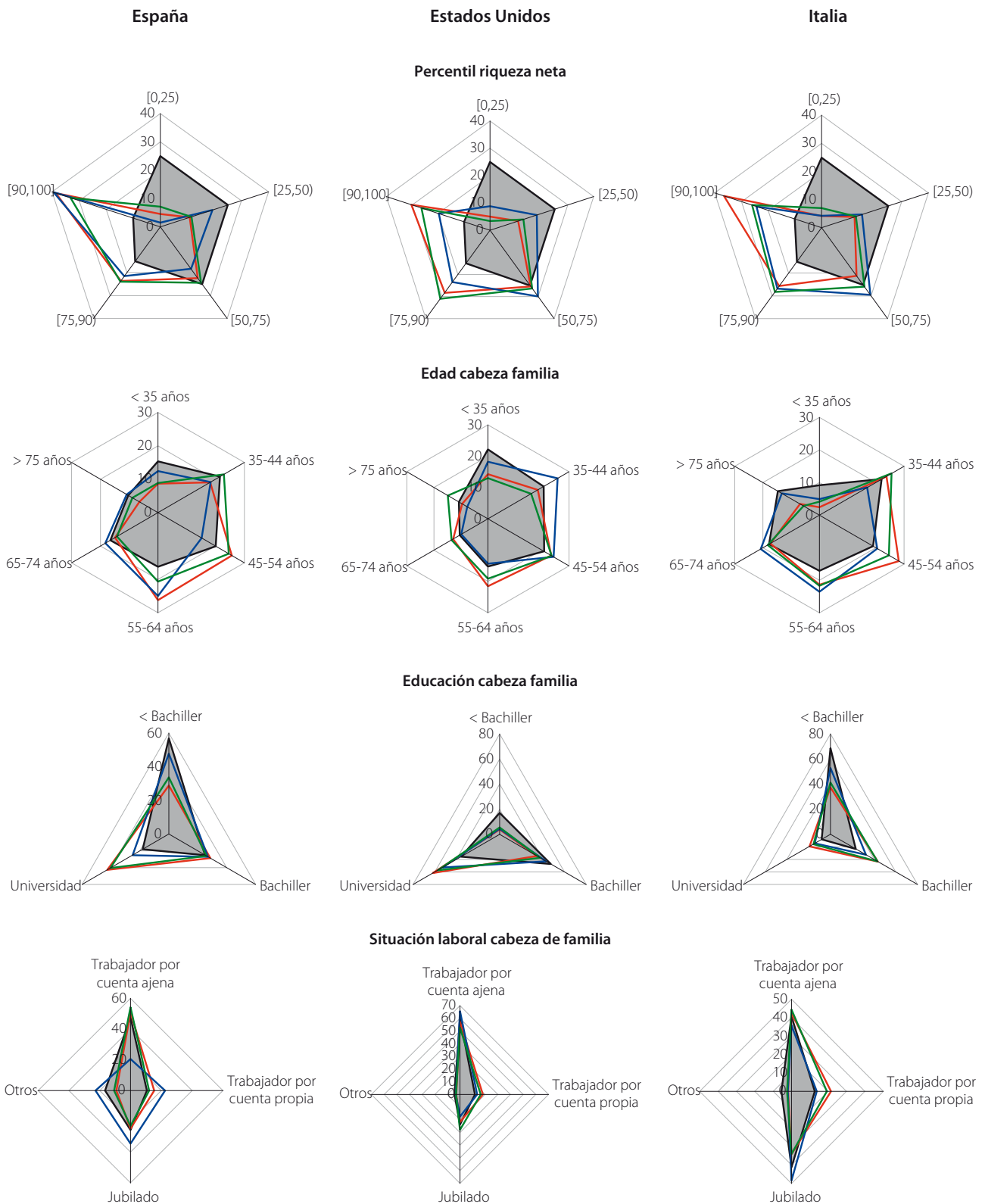
Como se aprecia en el gráfico 2, en Italia y España (no así en Estados Unidos), la relación entre la decisión de invertir en activos de renta fija y el nivel de estudios del cabeza de familia es más débil que para el caso de las acciones cotizadas o los fondos de inversión. En este mismo activo, se observa que la edad del cabeza de familia tiene un efecto contrario en España e Italia, por un lado, y en Estados Unidos por el otro: en los dos primeros países, un mayor porcentaje de hogares cuyo cabeza de familia tiene más de 55 años invierte en este tipo de activos, mientras que en el último son los hogares hasta los 54 años los que más tienden a hacerlo.

Distribución del total de hogares de la población y de hogares que invierten en los distintos activos financieros, según características del hogar

GRÁFICO 2

% sobre total

■ Población ■ Acciones cotizadas ■ RF ■ Fondos



Fuente: Elaboración propia.

Como en el caso de la inversión en activos reales, el nivel de riqueza neta es la variable más influyente a la hora de tomar la decisión de invertir en activos financieros, siendo esta relación más pronunciada que en el caso de los activos reales. Atendiendo a la distribución del total invertido en activos financieros, se aprecia un patrón creciente con el nivel de riqueza neta, especialmente acentuado en Estados Unidos, donde el 10% de los hogares más ricos poseen más del 70% de la inversión total en activos financieros (véase gráfico 1). Este patrón creciente es más pronunciado que en el caso de los activos reales tanto en España como en Estados Unidos, pero, en cambio, en Italia la distribución de los activos financieros está algo menos concentrada en los estratos superiores de riqueza neta. Resulta destacable el hecho de que, en este último país, los hogares pertenecientes al primer cuartil de riqueza neta poseen el 5,3% del total de activos financieros, pero sólo el 0,3% de los activos reales.

En relación al resto de las características, es reseñable el hecho de que los hogares con estudios universitarios poseen un elevado porcentaje del total de la inversión, sobre todo en Estados Unidos, aunque cabe destacar que en este país también existe una mayor proporción de este tipo de hogares¹³. Sin embargo, si se controla por el percentil de riqueza neta, vemos que estos hogares tienden a pertenecer en mayor medida a los percentiles altos de riqueza neta. Aun así, el efecto de la educación sigue siendo significativo dentro de cada percentil, siendo Estados Unidos el país donde esto sucede de una forma más notoria e Italia donde el efecto es más moderado.

El efecto de la edad es similar en Estados Unidos y España, donde los hogares de mediana edad (cabeza de familia entre 45 y 64 años) son los que mayores cantidades invierten en activos financieros, sobre todo en detrimento de los hogares jóvenes (cabeza de familia menor de 45 años). Esto no parece suceder en Italia, donde, al igual que sucede con otras características, la distribución es más igualitaria entre grupos. No obstante, hay que mencionar que esta característica se ve, en parte, influenciada por el hecho de que más hogares de edad media se sitúan en percentiles altos de riqueza neta, si se compara con el resto de los grupos.

4 Características del inversor en acciones cotizadas, activos de renta fija y fondos de inversión

El objetivo de este apartado es analizar con cierto grado de detalle las características sociodemográficas que parecen afectar tanto a la decisión de invertir en acciones cotizadas, activos de renta fija y fondos de inversión como al importe de las inversiones en estos activos. Para ello, en primer lugar, se examina la distribución del total invertido en función de las distintas características del hogar. En segundo lugar, se analizan las diferencias entre las características del total de hogares que invierten en cada activo de inversión en relación a las del total poblacional.

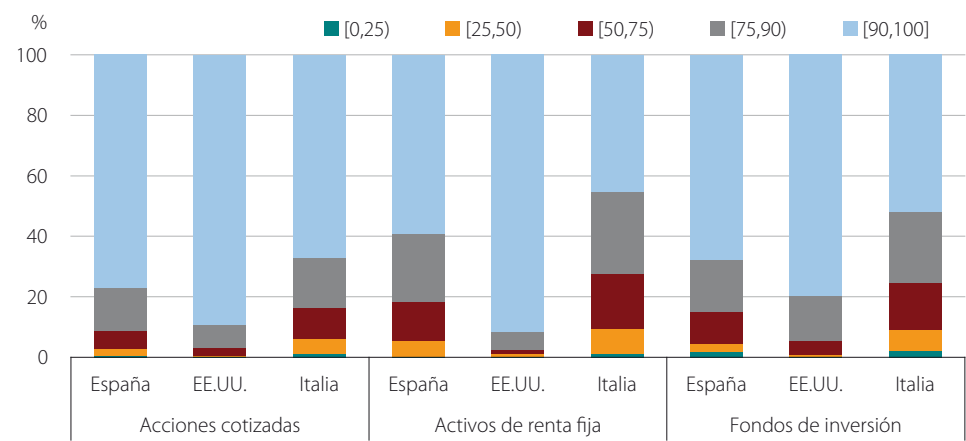
Respecto al importe invertido en acciones cotizadas, se aprecian, en general, los mismos patrones observados en el caso de la inversión total en activos financieros,

13 Los hogares cuyo cabeza de familia posee un título universitario representan un 35% del total en Estados Unidos, mientras que en España e Italia estos porcentajes son del 15% y el 8%, respectivamente.

pero de una forma, si cabe, más acentuada. Las variables que en este caso tienen un mayor efecto sobre las cantidades invertidas en acciones cotizadas son, en primer lugar, la riqueza neta y, en segundo lugar, el nivel educativo. El efecto de la riqueza es especialmente notable en Estados Unidos, donde el 89% del total de la inversión en acciones cotizadas está en manos de los hogares situados en el último decil de riqueza neta (véase gráfico 3). En cuanto al efecto de la educación, en Estados Unidos y España la mayor parte de la inversión en acciones cotizadas está en manos de los hogares cuyo cabeza de familia posee un título universitario, mientras que en Italia se reparte, como sucede con otros activos, entre hogares con estudios tanto secundarios como universitarios. En cuanto a la edad, los resultados son muy similares al del total de activos financieros.

En cuanto a las cantidades invertidas en activos de renta fija, el patrón de influencia de las características determinantes difiere entre España e Italia, por un lado, y Estados Unidos, por otro. Mientras en España e Italia se observa que la relación creciente entre la cantidad invertida y el nivel de riqueza neta es menos acusada que en el caso de las acciones cotizadas, en Estados Unidos la práctica totalidad de la inversión en renta fija (casi un 92%) está en manos del 10% de hogares con mayor riqueza neta¹⁴. En cuanto a la educación, en Estados Unidos más del 80% del total está en manos de hogares que poseen un título universitario, mientras que en España e Italia esta inversión está más repartida. En estos dos últimos países, el efecto de la educación sobre la cantidad invertida en activos de renta fija es menos acusado que en el caso de las acciones cotizadas, mientras que en Estados Unidos es mayor.

Distribución de la inversión total de los hogares en acciones cotizadas, activos de renta fija y fondos de inversión según percentil de riqueza neta GRÁFICO 3



Fuente: Elaboración propia.

14 A pesar de que la práctica totalidad de la inversión en activos de renta fija está en manos de este grupo, las cantidades invertidas suponen una proporción baja dentro de su cartera financiera. Este resultado tan abultado es consecuencia, básicamente, de que para los hogares con menores niveles de riqueza neta, las cantidades invertidas en renta fija son extremadamente bajas si las comparamos con las invertidas en otros activos, como acciones cotizadas o fondos de inversión. A modo de ejemplo, se tiene que la mediana de la inversión en renta fija de los cuatro primeros grupos de riqueza neta (excluyendo el 10% de hogares con mayor riqueza) es aproximadamente diez veces menor a la de la inversión en acciones cotizadas y 25 veces menor a la de fondos de inversión.

Por otro lado, parece que existe una relación positiva entre las cantidades invertidas en renta fija y la edad del cabeza de familia. Para el caso de España, los hogares con cabeza de familia mayor de 65 años y un nivel de riqueza neta medio invierten más en estos activos que en el resto de los activos financieros¹⁵. Resultados similares encontramos en Italia, mientras que en Estados Unidos, aun siendo el país con mayor inversión en renta fija por parte de los hogares de mayor edad, ésta se concentra en los hogares con mayor riqueza neta.

La distribución del total invertido en fondos de inversión es similar a la de las acciones cotizadas, aunque en los tres países la distribución en función de la riqueza neta está algo menos sesgada hacia los hogares con los niveles más altos de riqueza. Lo mismo sucede con el nivel educativo: en los tres países el efecto del nivel de estudios sobre la cantidad total invertida es menor que en el caso de las acciones cotizadas. No obstante, en Italia y España este efecto es superior que para el caso de la inversión en renta fija. En el caso de la edad, los patrones son los mismos que para las acciones cotizadas: los hogares de mediana edad son los que más invierten, en parte debido a que pertenecen en mayor grado que el resto a niveles altos de riqueza neta.

Por otra parte, si se comparan las características del conjunto de inversores en acciones cotizadas y las del total de hogares de la población, tanto en España como en Italia y Estados Unidos se observa que estos inversores tienen una edad ligeramente superior a la poblacional (excepto en Italia), una mayor educación y una riqueza neta sustancialmente superior (véase gráfico 4). Las diferencias entre los países son muy pequeñas. Aparte de la ya mencionada en la edad, en España las diferencias de educación entre el conjunto de inversores en acciones cotizadas y la población son mayores que en el resto de los países. Por otra parte, la dispersión en la distribución de la riqueza neta para los inversores en acciones cotizadas de Estados Unidos es mucho mayor a la obtenida en España y ésta a su vez es mayor a la italiana.

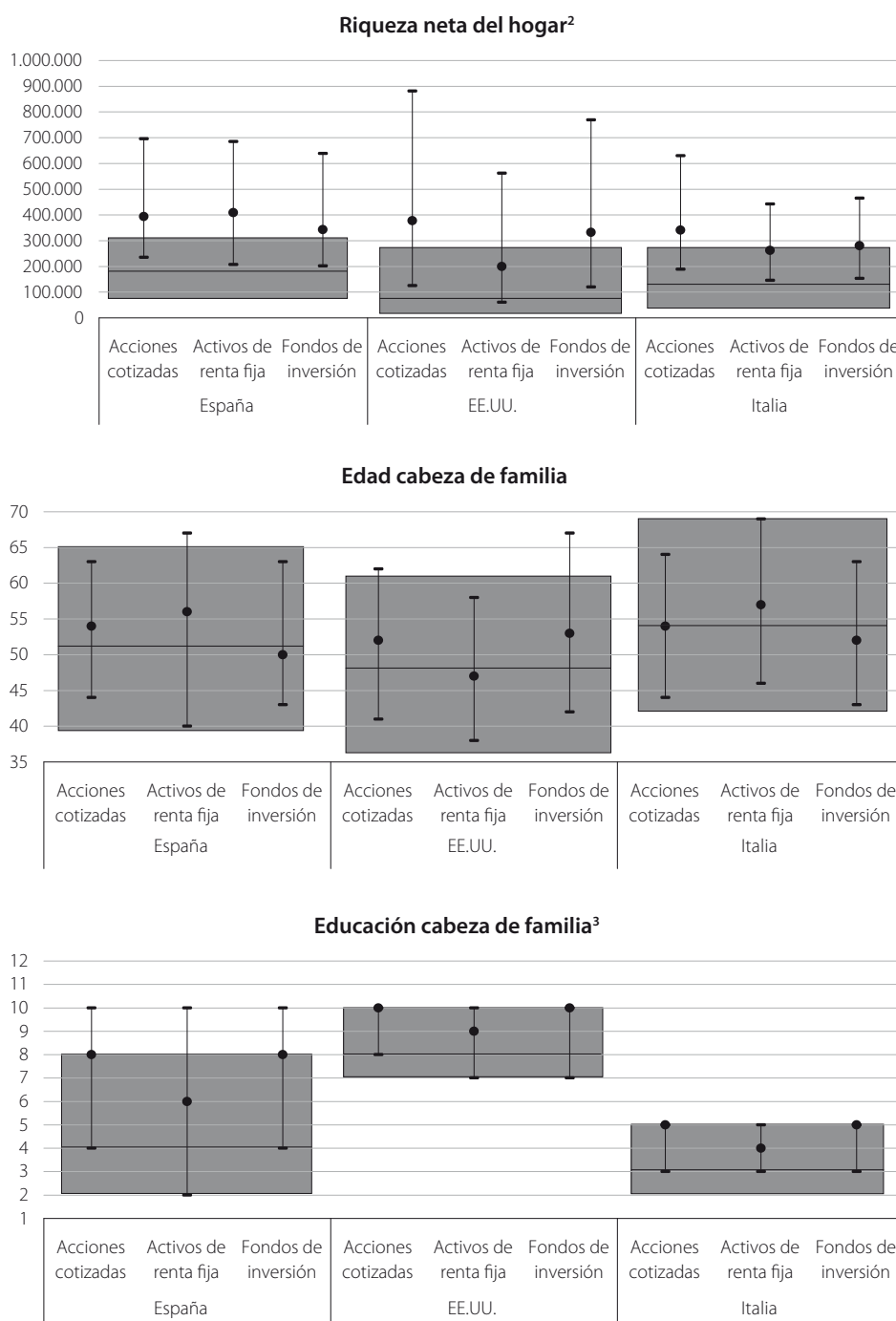
Analizando al conjunto de inversores en activos de renta fija, cabe señalar que la edad media de éstos está por encima de la del resto de la población (a excepción de EEUU, donde es ligeramente inferior), al igual que sucede con la educación y la riqueza neta, aunque en este último caso la diferencia no es tan elevada como la observada para los inversores en el resto de los activos financieros analizados (exceptuando a España, donde no se aprecia diferencia)¹⁶. De forma individual, cabe destacar que en España los inversores situados entre el primer y el tercer cuartil son hogares de prácticamente todas las edades, siendo algo más numerosos aquéllos cuyo cabeza de familia tiene una edad avanzada (el 25% de los inversores tienen una edad superior a los 67 años). Por su parte, a diferencia de lo que ocurre con el resto de activos financieros analizados, en España los hogares con educación inferior a bachillerato tienen una participación significativa (representan el 48% de los inversores).

15 Para los hogares cuyo cabeza de familia es mayor de 65 años y están situados entre los percentiles 25 y 75, la inversión en renta fija representa en términos medianos unas tres cuartas partes del total invertido por el hogar en activos financieros, mientras que para el total de hogares este cifra es de aproximadamente un 25%.

16 Para el caso de Estados Unidos, si se analizan por separado la renta fija pública y la privada se observa que esta última, que es minoritaria (véase cuadro 1), sí que está muy influenciada por el nivel de riqueza, mientras que la pública lo está mucho menos. Así, por ejemplo, de todos los hogares que poseen renta fija privada, más del 62% pertenecen al último decil de riqueza neta, mientras que este porcentaje es del 19% en el caso de la renta fija pública.

Distribución de las principales características de los hogares que poseen acciones cotizadas, activos de renta fija y fondos de inversión¹

GRÁFICO 4



Fuente: Elaboración propia.

1 Los gráficos muestran el primer, el segundo (mediana) y el tercer cuartil para el total de inversores en cada uno de los activos y para el total de hogares de la población (cuadro gris).

2 Euros de 2005.

3 En España, los valores se sitúan en un intervalo que va del 1 al 12, donde valores entre 1 y 5 corresponden a educación inferior a bachillerato, valores entre 6 y 9 a bachillerato y valores entre 10 y 12 a educación universitaria. En Estados Unidos, esta variable se ha modificado sustancialmente para homogeneizarla con el resto de los países y difiere de la obtenida en la encuesta. Así, la variable está codificada entre el 1 y el 12, donde los estudios inferiores a bachillerato corresponden a valores del 1 al 6, el bachillerato corresponde a los valores 7 y 8 y los estudios universitarios a valores comprendidos entre 9 y 12. La variable en Italia se obtiene directamente de la encuesta y sus valores van del 1 al 8, siendo los valores entre el 1 y el 4 indicativos de estudios inferiores a bachillerato, mientras el 5 correspondería al bachillerato y del 6 al 8 a estudios universitarios.

Por último, cabe resaltar las diferencias que existen entre los tres países analizados en el peso de la renta fija dentro de la cartera financiera. Los inversores en activos de renta fija tienen invertido en este tipo de activos, en términos medios, el 50% de su cartera financiera en Italia, el 34% en España y únicamente el 10% en Estados Unidos. Es decir, como ya se ha mencionado a lo largo del documento, en este último país las tenencias de este activo representan un porcentaje relativamente bajo en relación a la inversión en otros tipos de activos financieros. Por su parte, para muchos hogares de Italia la inversión en activos de renta fija es la principal inversión financiera, teniendo la mitad de ellos únicamente este activo financiero.

Al igual que se observa para el resto de los activos financieros analizados, los inversores en fondos de inversión tienen en media una edad mayor a la poblacional (a excepción de Italia). En este ámbito, cabe destacar Estados Unidos, donde las diferencias en la edad entre los inversores y la población son muy significativas. Por su parte, tanto la educación como la riqueza neta de estos inversores son superiores a las del resto de los hogares en todos los países. Como en el caso de las acciones cotizadas, muchos inversores en fondos de inversión poseen un título de educación universitaria en España, concretamente un 39%, un porcentaje bastante alto teniendo en cuenta que en la población española los universitarios representan el 15%. Asimismo, los inversores en fondos de inversión en Italia, al igual que los inversores en activos de renta fija, tienen una riqueza neta inferior a la de los inversores en acciones cotizadas, aunque en todos los casos es superior a la poblacional. Con respecto a la cartera financiera de los inversores en fondos de inversión, el importe invertido en este tipo de instrumentos es relativamente alto y mayor que el observado para los inversores del resto de activos financieros estudiados, especialmente en España, donde la cantidad invertida en fondos de inversión supone en media el 45% del total de activos financieros, y en Estados Unidos, donde representa el 35%.

5 Conclusiones

La Encuesta Financiera de las Familias (EFF) contiene información individualizada de la situación inversora de los hogares españoles. Existen encuestas similares a la EFF en otros países, lo que permite comparar a nivel internacional cómo es el comportamiento de los hogares a la hora de invertir en los diferentes tipos de activos. En concreto, en este trabajo se han utilizado las encuestas a las familias realizadas en Estados Unidos e Italia, la Survey of Consumer Finances (SCF) y la Indagine sui Bilanci delle Famiglie (IBF), respectivamente.

A partir de un primer análisis se puede concluir que en Estados Unidos, en general, los hogares tienden a invertir en mayor medida en activos financieros, a la vez que invierten mayores cantidades en ellos. Una excepción serían los depósitos bancarios, que aunque los poseen más hogares que en Italia y España, en Estados Unidos representan un porcentaje mucho menor de su cartera. Así, se puede afirmar que los hogares estadounidenses invierten más en aquellos activos financieros que son el objeto principal de estudio de este trabajo (acciones cotizadas, activos de renta fija y fondos de inversión). Por el contrario, Estados Unidos es el país donde un menor porcentaje de hogares tiene viviendas en régimen de propiedad.

Dado que las encuestas analizadas permiten relacionar diferentes características sociodemográficas de los hogares con las inversiones realizadas, se ha utilizado esta información para determinar las similitudes y diferencias entre países. De todas las características del hogar estudiadas en este artículo (la edad, la educación y la situación laboral del cabeza de familia y la riqueza neta del hogar), para los tres países la riqueza neta del hogar es la variable más influyente, tanto en la decisión de invertir en activos financieros como en las cantidades invertidas en ellos. En particular, España es el país donde el efecto riqueza a la hora de decidir invertir en acciones cotizadas, activos de renta fija o fondos de inversión es mayor (el 50% de los hogares con menor riqueza neta apenas invierte en estos activos). Por el contrario, en relación a las cantidades totales invertidas en estos activos, este efecto es mucho más acusado en Estados Unidos que en España y en España, a su vez, que en Italia. En lo que respecta a los activos reales, se puede observar que, mientras que un porcentaje relativamente alto de los hogares españoles pertenecientes al primer cuartil de riqueza neta posee propiedades inmobiliarias, en Estados Unidos e Italia este valor es mucho más reducido, especialmente en Italia.

Del resto de las características del hogar, la única que parece tener un efecto en la inversión en activos financieros, después de controlar por el nivel de riqueza, es el nivel educativo del cabeza de familia. Así, se observa que a mayor educación, mayor es la propensión a invertir en acciones cotizadas, activos de renta fija o fondos de inversión. En concreto, en Estados Unidos y España los hogares cuyo cabeza de familia tiene un título universitario tienden a invertir más en estos activos. En Italia, por su parte, este efecto es mucho más modesto, ya que la inversión la realizan en su gran mayoría tanto hogares con estudios universitarios como con estudios secundarios.

Asimismo, en relación a la inversión en acciones cotizadas, activos de renta fija y fondos de inversión, se pueden extraer otras conclusiones relevantes. En primer lugar, los inversores de Estados Unidos diversifican más que en el resto de los países, en el sentido de que tienen un mayor número de activos financieros distintos, destacando el caso de los inversores en acciones cotizadas. En segundo lugar, en los tres países el perfil de los inversores en acciones cotizadas y fondos de inversión es muy similar, siendo algo más suave el efecto del nivel educativo y de la riqueza neta en este último activo, sobre todo para el caso de Italia, donde el nivel de riqueza neta de los inversores en fondos de inversión es sustancialmente menor al de los inversores en acciones cotizadas.

Por último, cabe destacar que la inversión en activos de renta fija tiene unas características bastante dispares entre países. Por un lado, tanto en Estados Unidos como en Italia, a diferencia de España, un número sustancial de hogares invierte en estos activos. Sin embargo, las cantidades invertidas por los hogares de Estados Unidos son, en general, bastante reducidas en comparación con las invertidas en España e Italia. Por otro lado, el perfil del inversor también es algo distinto entre países: (i) una parte sustancial de los inversores italianos y españoles tiene una edad elevada, a diferencia de en Estados Unidos, donde estos hogares son mucho más jóvenes; y (ii) la riqueza neta de los hogares que poseen activos de renta fija en Estados Unidos e Italia es significativamente inferior a la observada para los inversores en acciones cotizadas y fondos de inversión, aunque mayor a la poblacional.

Evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en 2010

Marta Ortega Arranz y Alejandro Romera (*)

(*) Marta Ortega y Alejandro Romera pertenecen al Departamento de Informes Financieros y Corporativos de la CNMV.

1 Introducción

Este artículo contiene un análisis de las principales magnitudes de la información financiera periódica referida al ejercicio 2010¹ que los emisores han comunicado a la CNMV.

La información agregada analizada se refiere al importe neto de la cifra de negocios, los resultados, la posición financiera, los flujos de efectivo, el número de empleados y los dividendos distribuidos. Las entidades analizadas, que ascienden a 177, pertenecen a los siguientes sectores: energía (once); comercio y servicios (46); construcción e inmobiliario (33); industria (51); bancos (once); cajas de ahorro (23); y entidades aseguradoras (dos).

Los datos analizados aquí se obtienen de los informes financieros periódicos², consolidados o individuales, remitidos a la CNMV por los emisores de acciones e instrumentos de deuda cotizados en un mercado regulado español³, cuando España sea Estado Miembro de origen. Las cifras agregadas excluyen a los emisores que dependen de otro grupo cotizado. Sin embargo, cuando estos emisores desarrollan su actividad en un sector distinto al de su sociedad dominante, sus magnitudes financieras se integran en las de su sector⁴.

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

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

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

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

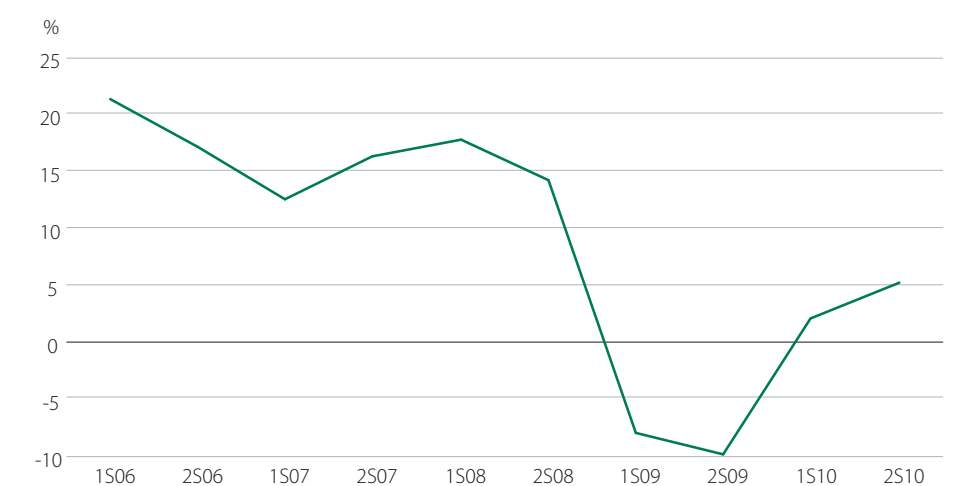
4 Los datos correspondientes a periodos distintos al segundo semestre de 2010 se han calculado para la muestra representativa de las entidades cotizadas en el periodo de referencia.

2 Importe neto de la cifra de negocios

En el gráfico 1 se muestran las tasas de variación interanuales del importe neto de la cifra de negocios para el periodo comprendido entre el primer semestre de 2006 y el segundo semestre de 2010⁵. Como se observa en este gráfico, la tasa de variación interanual del segundo semestre de 2010 fue positiva (5,2%), a diferencia de lo ocurrido en el segundo semestre de 2009 (-9,8%). Este dato positivo refuerza el cambio de tendencia iniciado en el primer semestre de 2010, en el que, por primera vez desde el comienzo de la crisis, se registró una tasa de crecimiento interanual positiva.

Tasas de variación del importe neto de la cifra de negocios

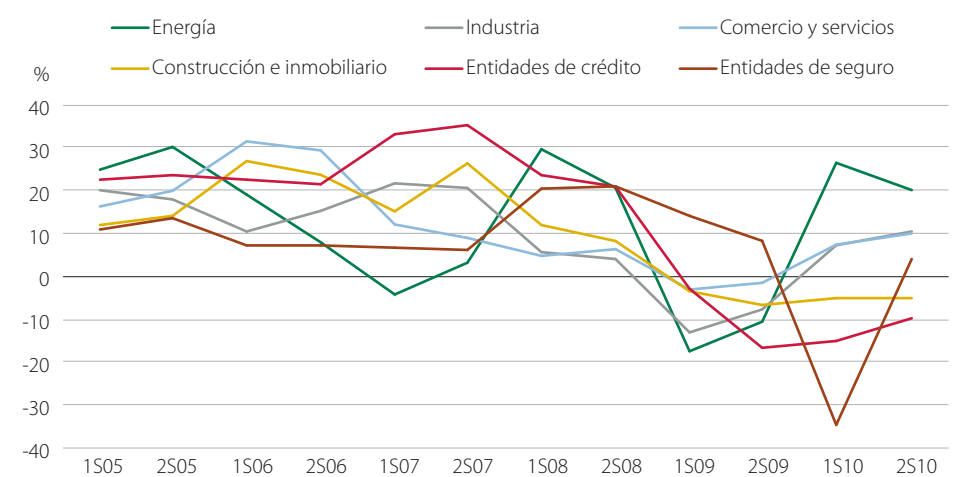
GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

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

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV.

5 Como importe neto de la cifra de negocios se ha considerado, para las entidades de crédito, la cifra de intereses y rendimientos asimilados, y para las entidades aseguradoras, el importe de las primas imputadas al ejercicio, netas de reaseguro, de vida y no vida.

En el gráfico 2 se presenta la evolución de la cifra de negocios para las distintas ramas de actividad, cuyos rasgos más destacados se comentan a continuación:

- **Energía.** El importe neto de la cifra de negocios se vio incrementado en un 20% con respecto al ejercicio anterior, debido fundamentalmente a: (i) el aumento del precio medio del crudo, con una subida, en 2010, del 29,2% en el precio medio del barril *brent*, además de una apreciación del dólar frente al euro de un 4,8% por término medio; (ii) una cierta recuperación de la demanda energética; (iii) el registro como ingresos de las ventas a comercializadoras de último recurso desde el 1 de julio de 2009⁶; y (iv) los efectos contables de las combinaciones de negocios en el sector.
- **Industria.** La evolución de las empresas de este sector fue dispar, aunque, en general, positiva, registrándose una tasa de crecimiento del 10,3%. Destaca la mejora en los subsectores de metálicas básicas e industria del papel y cartón, por la reactivación de la demanda de los mercados del acero y del papel y la recuperación de los precios. Como aspecto negativo, hay que señalar que el posible cambio regulatorio sobre energías renovables ha reducido notablemente las ventas de una de las principales sociedades de esta rama de actividad.
- **Comercio y servicios.** En este sector, el importe neto de la cifra de negocios agregada experimentó un incremento del 9,5%, con un comportamiento desigual por parte de las distintas empresas que componen la muestra. Cabe señalar que el 60% de los ingresos totales del sector correspondieron a una única empresa, cuyo crecimiento procedió de la contribución positiva de Latinoamérica, ya que las ventas nacionales disminuyeron debido al menor consumo por parte de los clientes y a la elevada competencia en su negocio.
- **Construcción e inmobiliario.** El fuerte impacto de la crisis económica sobre el sector de la construcción e inmobiliario en España aún no ha permitido su reactivación y lo ha convertido en el único subsector no financiero que vio reducida su cifra de negocios en 2010 (-5,1%). Esta disminución procedió de una caída del 30,5% de las empresas inmobiliarias y de un 3,5% en el sector de la construcción. La reducción del importe neto de la cifra de negocios de las constructoras se debió, en general, a los menores ingresos en el mercado doméstico, parcialmente compensados por una mayor actividad internacional. En el caso de las inmobiliarias, la cifra de ventas disminuyó de manera generalizada debido a la caída del negocio de promoción residencial, y su evolución se encuentra condicionada por las ventas realizadas a las entidades financieras en el marco de los procesos de refinanciación.
- **Entidades de crédito.** El volumen agregado de ingresos por intereses y rendimientos asimilados de las entidades de crédito disminuyó un 9,8% en 2010 con respecto al año anterior. Este descenso se debió básicamente a la caída del negocio bancario y la revisión a la baja de los tipos de interés de la cartera hipotecaria como consecuencia del descenso de los tipos de interés de referencia

6 Con anterioridad se compensaban los costes con los ingresos. La publicación del Real Decreto 485/2009 motivó el cambio en el registro de las ventas a los consumidores finales, que afecta a todas las entidades del sector, aunque en diferente grado.

iniciado a finales del ejercicio 2008. Durante el ejercicio, los tipos de interés se mantuvieron en niveles muy bajos⁷.

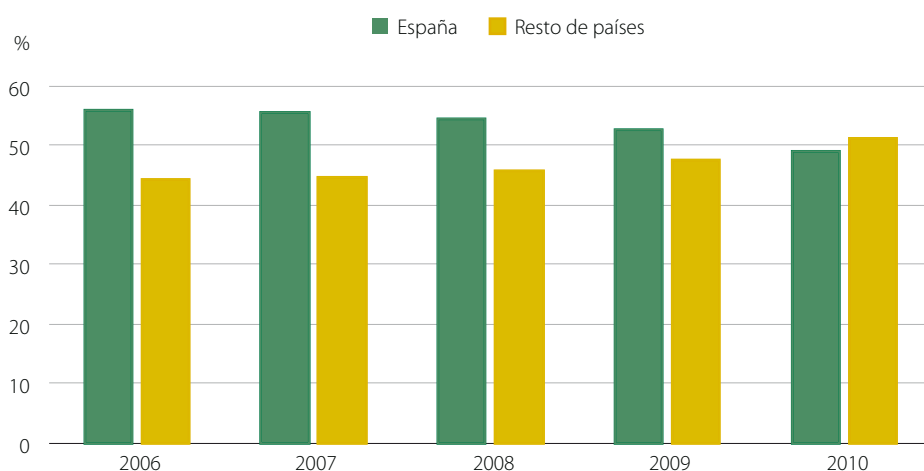
- **Empresas aseguradoras.** El importe de las primas imputadas al ejercicio, netas de reaseguro, experimentó, a pesar del difícil entorno económico y de la caída del negocio del seguro de crédito, un crecimiento interanual del 3,8%, impulsado por el reaseguro aceptado, el desarrollo del negocio internacional, principalmente en América, y el aumento del volumen de negocio en España, gracias al repunte del seguro de vida de una de las sociedades de la muestra.

En el gráfico 3 se muestra la distribución geográfica de la cifra de negocios de las entidades no financieras en los últimos cinco años.

El porcentaje de la cifra de negocios procedente de los ingresos en el extranjero se incrementó en el ejercicio 2010 en 3,6 puntos porcentuales respecto al cierre del ejercicio 2009, situándose en un 51%. Como puede observarse, el peso relativo de las ventas generadas en el extranjero superó, por primera vez, a la cifra de negocios alcanzada en territorio nacional, debido en gran medida a las operaciones corporativas realizadas por las sociedades cotizadas españolas en el periodo 2004-2006, al desarrollo de empresas o negocios de nueva planta en los mercados exteriores y a la búsqueda de oportunidades fuera del territorio nacional debido a la debilidad de la demanda en España.

Importe neto de la cifra de negocios: peso de la actividad en otros países

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV.

En el cuadro 1 se recoge la distribución geográfica del importe neto de la cifra de negocios para las distintas ramas de actividad de las entidades no financieras. Como se aprecia en el mismo, la actividad exterior continuó ganando peso en 2010 en todos los negocios. Las variaciones más significativas se produjeron en los sectores de comercio y servicios y de la construcción, que registraron una mayor disminución de sus ingresos a nivel nacional.

⁷ El Euríbor a un año fue del 1,25% a junio de 2010, y cerró el año en un 1,52%, frente al 1,24% del cierre de 2009, el 2,62% de enero de 2009 y el 5,38% de septiembre de 2008.

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

CUADRO 1

	2006	2007	2008	2009	2010
Energía	37,8	41,8	42,5	43,3	44,8
Industria	59,8	55,2	59,3	62,6	65,8
Comercio y servicios	54,8	52,3	50,1	51,1	57,1
Construcción e inmobiliario	28,9	33,2	36,2	38,4	44,5
Subtotal no financiero	44,2	44,7	45,5	47,4	51,0

Fuente: CNMV.

3 Resultados

El gráfico 4 muestra las tasas de variación interanuales de los resultados antes de impuestos agregados de las empresas cotizadas para las actividades continuadas desde el primer semestre de 2006⁸. En él se puede apreciar cómo en el segundo semestre de 2010 se registró un considerable aumento de los resultados (del 32,9%), que confirma el cambio de tendencia positivo iniciado en el primer semestre del año. No obstante, una parte significativa del incremento registrado se debió a plusvalías contables por un importe bruto de 5.802 millones de euros registradas por dos sociedades de la muestra, pertenecientes a los sectores de comercio y servicios y de la construcción e inmobiliario. Estas plusvalías, que no originaron una entrada de caja en las compañías, se produjeron como consecuencia de operaciones corporativas que supusieron un aumento o una disminución del grado de influencia significativa en sociedades participadas, y que implicaron la revalorización a precio de mercado de la participación retenida o preexistente, de acuerdo con lo establecido en la nueva normativa contable aplicable a este tipo de operaciones⁹. Excluyendo este efecto, la tasa de variación de los resultados antes de impuestos en 2010 hubiera sido del 21,7%.

En el gráfico 5 se recoge la evolución de los resultados antes de impuestos para los distintos sectores. Como puede apreciarse, esta evolución resultó favorable en todos los sectores de actividad, aunque mucho más significativa en las compañías industriales y en las constructoras e inmobiliarias. Por su parte, el cuadro 2 recoge los principales márgenes de la cuenta de resultados, correspondientes al cierre de 2010 y de 2009. Como se advierte a partir de esta información, las magnitudes analizadas

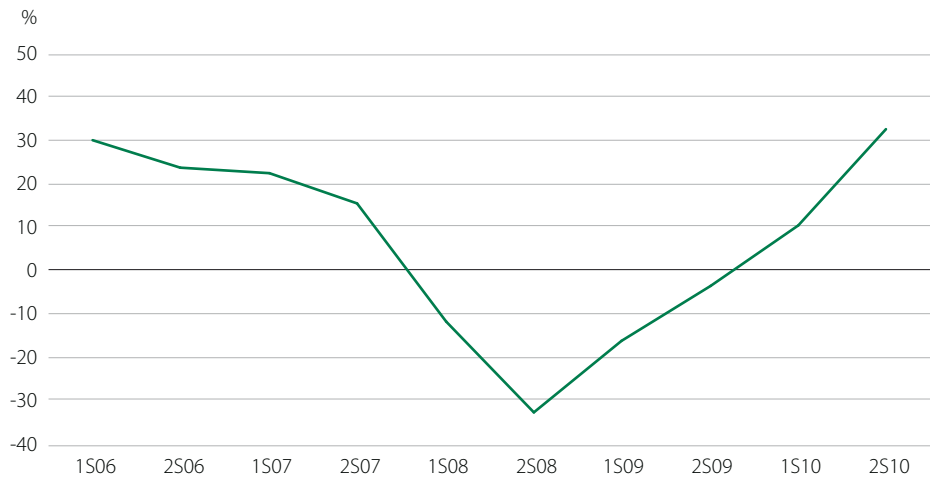
8 Es el resultado antes de impuestos excluidos los resultados de las actividades interrumpidas, que, con carácter general, son aquellas líneas de negocio o áreas geográficas significativas que la entidad, bien ha enajenado, o bien tiene previsto enajenar dentro de los doce meses siguientes.

9 En enero de 2008, el IASB publicó la NIIF 3 revisada Combinaciones de negocios, la NIC 27 revisada Estados financieros consolidados y separados, la NIC 28 revisada Inversiones en asociadas y la NIC 31 revisada Participaciones en negocios conjuntos, aplicables para los ejercicios que comiencen a partir de 1 de julio de 2009. Esta modificación de las normas supone cambios sustantivos en el registro contable de la adquisición o enajenación de intereses minoritarios, cuando ya se posee el control; y en las variaciones de las participaciones que supongan un aumento o una disminución del grado de influencia significativa y que puedan implicar el registro de resultados muy significativos por las revalorizaciones de las participaciones previas existentes o residuales mantenidas.

evolucionaron favorablemente en todos los sectores, excepto los resultados del ejercicio en el caso de las entidades de crédito.

Tasas de variación interanual de los resultados antes de impuestos

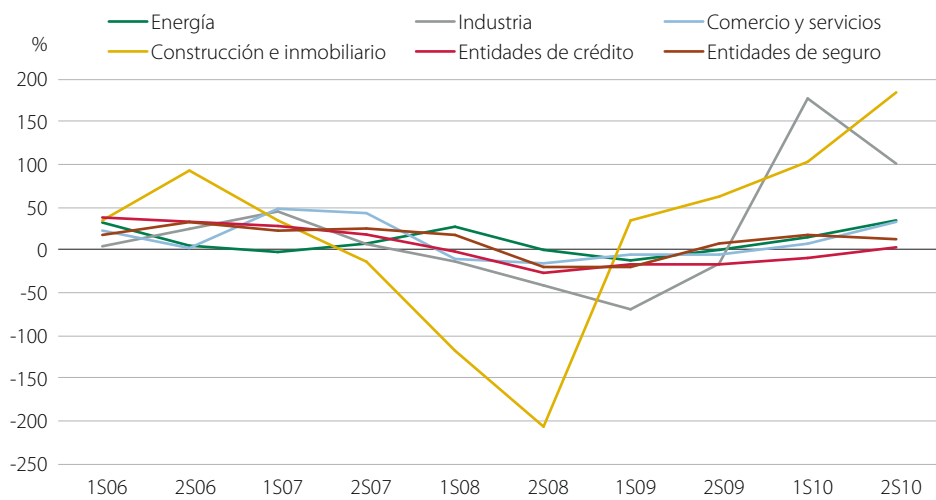
GRÁFICO 4



Fuente: CNMV.

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

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV.

Millones de euros	EBITDA			Resultado de explotación			Resultado del ejercicio		
	2009	2010	Var. (%)	2009	2010	Var. (%)	2009	2010	Var. (%)
Energía	28.487	34.974	22,8	18.034	23.315	29,3	11.472	15.761	37,4
Industria	5.147	7.085	37,7	2.926	4.737	61,9	1.433	3.329	132,3
Comercio y servicios	29.779	34.196	14,8	17.931	21.830	21,9	11.270	14.354	27,4
Construcción e inmobiliario	4.643	8.936	92,5	1.595	5.658	254,7	1.085	1.798	65,7
Entidades de crédito	-	-	-	23.564	24.405	3,6	19.512	18.415	-5,6
Entidades de seguros	-	-	-	-	-	-	1.074	1.273	18,5
Total²	67.775³	85.012³	25,4³	63.943⁴	79.937⁴	25,0⁴	44.518	53.096	19,3

Fuente: CNMV.

1 EBITDA = Resultado de explotación + Amortización del inmovilizado

2 Para los grupos, el total sólo incluye los datos consolidados presentados por la sociedad dominante, excluyéndose cualquier otra empresa cotizada del grupo. El total difiere de la suma de los valores reflejados para cada sector debido a los ajustes realizados.

3 Excluidas las entidades de crédito y de seguros.

4 Excluidas las entidades de seguros.

El número de entidades que presentaron resultados netos negativos se redujo respecto al ejercicio anterior (47 entidades en 2010 frente a 54 en 2009). Asimismo, el importe agregado de las pérdidas disminuyó un 54,8%, pasando de 6.654 millones de euros en 2009 a 3.001 millones de euros en 2010. En este sentido, cabe destacar que 16 entidades, cuyas pérdidas agregadas en el ejercicio anterior ascendían a 1.352 millones de euros, pasaron a tener resultados positivos por un importe total de 2.170 millones de euros.

Las inmobiliarias siguieron acaparando la mayor parte de los resultados negativos. El sector acumuló entre 2008 y 2010 unas pérdidas de 14 mil millones de euros, de los que 2.317 millones fueron generados por 15 sociedades de las 24 incluidas en 2010.

Los hechos más destacados en la evolución de los resultados a escala sectorial son los siguientes:

- **Energía.** Los resultados aumentaron, en gran parte, por operaciones no recurrentes consistentes en la venta de activos en tres sociedades del subsector, que generaron una plusvalía aproximada de 5.029 millones de euros. Adicionalmente, el resultado se vio afectado favorablemente por la subida del precio de las materias primas y la recuperación de la demanda energética. Además, el efecto estadístico derivado de la consolidación de dos entidades de la muestra también contribuyó a este aumento en los resultados atribuidos al ejercicio.
- **Industria.** En 2010 se observó una mejora notable en los márgenes de las compañías, debida a la finalización de los procesos de reestructuración llevados a cabo en ejercicios anteriores, que han permitido adaptar la estructura de costes fijos a las nuevas condiciones de la demanda. Así, el EBITDA, el resultado de explotación y el resultado del ejercicio agregados de este sector aumentaron en

2010 un 37,7%, un 61,9% y un 132,3%, respectivamente, mientras que el incremento de la cifra de negocios se situó en un 10,3%. En este sector, cabe destacar la buena marcha de las empresas papeleras y de metálicas básicas, que gracias a la subida de los precios y al aumento de la demanda mejoraron sus resultados significativamente con respecto al ejercicio anterior.

- **Comercio y servicios.** El comportamiento de las empresas de este sector en el ejercicio 2010 fue dispar, con un número similar de entidades que mejoraron sus resultados y de aquellas otras que los empeoraron. El aumento del resultado de explotación (21,9%) fue superior al incremento de las ventas (9,5%), debido, fundamentalmente, a otros ingresos derivados de variaciones en la titularidad de sociedades participadas. A este respecto, como se ha mencionado anteriormente, una sociedad de la muestra, que representa el 70,2% del resultado total del sector, revalorizó su participación preexistente en una participada, registrando una plusvalía de 3.797 millones de euros.
- **Construcción e inmobiliario.** Este sector, en su conjunto, mejoró sus márgenes intermedios –EBITDA, resultado de explotación y resultado del ejercicio– en un 92,5%, un 254,7% y un 65,7%, respectivamente. El incremento del resultado de explotación fue muy superior al resultado del ejercicio debido al reconocimiento en 2009 de beneficios no recurrentes por importe de 3.033 millones de euros, correspondientes a enajenaciones de participaciones por parte de diversas sociedades constructoras, que fueron registrados como operaciones interrumpidas¹⁰.

Adicionalmente, los márgenes en 2010 se vieron afectados por una operación de venta del 10% del capital de una participada, que generó unas plusvalías contables por un importe bruto de 2.005 millones de euros como consecuencia de la revalorización de la participación retenida. Eliminando el efecto del ajuste contable de esta revalorización, que no implica generación de caja en la compañía, los márgenes de explotación del sector en su conjunto habrían mejorado un 49,3% (EBITDA) y un 129% (EBIT).

Por subsectores, hay que señalar que los resultados de las empresas constructoras mejoraron en general, mostrando márgenes positivos. En cambio, los correspondientes al sector inmobiliario continuaron siendo negativos, aunque con un ajuste menos intenso que en el periodo 2007-2009¹¹. La deuda de las inmobiliarias cotizadas siguió afectando a su cuenta de resultados, representando sus gastos financieros aproximadamente un 49% de su cifra de negocios.

- **Entidades de crédito.** El traslado a la cartera de inversión crediticia de las caídas de los tipos, el incremento de las primas de riesgo de las nuevas emisiones de financiación mayorista y la intensificación de la competencia por la captación de depósitos de clientes impactaron de forma negativa en los márgenes de

10 En la cuenta de resultados, entre el «resultado antes de impuestos» y el «resultado del ejercicio» están los impuestos y el resultado de las operaciones interrumpidas (neto de impuestos).

11 El EBITDA, el EBIT, el resultado antes de impuestos y el resultado del ejercicio se situaron en -1.152, -1.235, -2.144 y -2.309 millones de euros, frente a -2.056, -2.140, -3.329 y -2.886 millones de euros en 2009.

intereses de los bancos y, especialmente, de las cajas durante el ejercicio, con tasas de variación del 3,7% y el -22,3%, respectivamente, muy inferiores al 32,9% y el 9,3% registrados en 2009.

El significativo aumento de las provisiones por deterioro dotadas en periodos anteriores se frenó durante el ejercicio 2010, con un descenso del 13,4% en el caso de los bancos y del 45,4% en el de las cajas. Las citadas provisiones absorbieron el 25% y el 19% del margen bruto, respectivamente.

En periodos anteriores, las entidades de crédito compensaron parcialmente en sus resultados los efectos del reducido incremento de su actividad y del aumento de la morosidad mediante políticas de contención de costes. En cambio, en 2010, los gastos de explotación aumentaron un 9,5% en bancos, por encima del 1,7% de crecimiento del margen bruto, debido fundamentalmente a los planes inversores en países emergentes, al haberse incurrido en mayores gastos de administración y generales de las nuevas adquisiciones. En las cajas, tales gastos se incrementaron un 4,7%, como consecuencia de los costes y provisiones asociados a los planes de cierre de oficinas, frente a una reducción del 7,5% del margen bruto. Este incremento en los gastos de explotación provocó un empeoramiento de las ratios de eficiencia¹² en ambos casos, que al cierre de 2010 se situaron en el 43,8% para los bancos y en el 52,1% para las cajas, frente al 40,7% y el 46%, respectivamente, alcanzados en el mismo periodo del ejercicio anterior.

- **Entidades aseguradoras.** El resultado neto del periodo se incrementó en un 18,5% debido, fundamentalmente, a la evolución positiva de los resultados del negocio del seguro de crédito en una de las sociedades de la muestra, como consecuencia de la reducción de la siniestralidad por políticas de selección de cartera, la retarifización y el «efecto base» derivado del intenso crecimiento que registraron los impagos hasta el segundo trimestre de 2009.

4 Rentabilidad del capital y de las inversiones

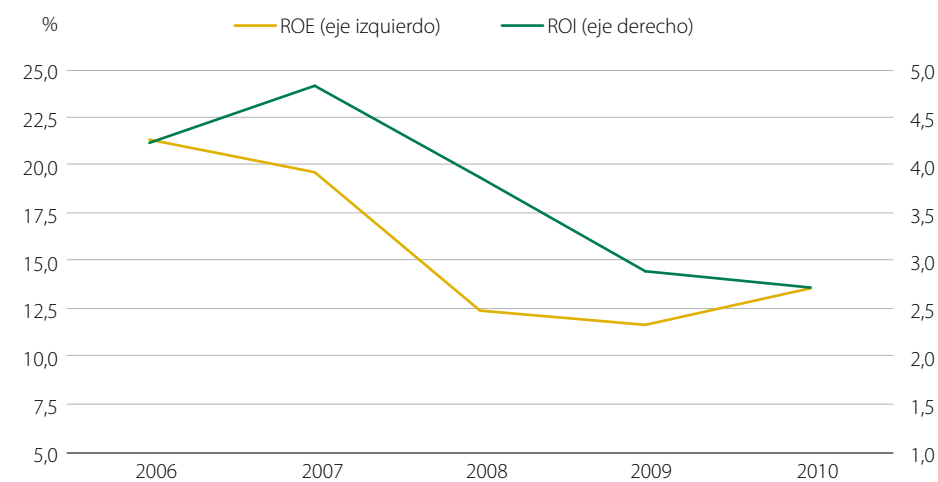
En el gráfico 6 se muestra la evolución del ROE (rentabilidad sobre el patrimonio) y del ROI (rentabilidad sobre las inversiones)¹³ desde el ejercicio 2006. Tal y como se observa, el ROE en 2010 mejoró respecto al cierre del ejercicio 2009 debido al incremento en los resultados, mientras que el ROI se redujo ligeramente respecto a los niveles del ejercicio anterior.

12 Es un indicador del grado de eficiencia de una entidad y se determina como el porcentaje del margen bruto que es absorbido por los gastos generales (gastos de personal y otros gastos generales de administración).

13 Para la definición de ROE y ROI empleada en este artículo, véase «Evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en el primer semestre de 2009,» por Belén de Anta Montero y Óscar Casado Galán, publicado en el Boletín de la CNMV del cuarto trimestre de 2009 (pp. 41-58). Disponible en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/CNMVTrimestreIV09.pdf>.

ROE y ROI

GRÁFICO 6



Fuente: CNMV.

Los cuadros 3 y 4 muestran la evolución de ROE y ROI para los distintos sectores de actividad. Todos los sectores, excepto el de entidades de crédito¹⁴, presentaron una mejora en las ratios respecto al ejercicio anterior, aunque las rentabilidades por patrimonio y por inversiones siguieron siendo inferiores a las obtenidas en el periodo previo a la crisis.

En el caso de las entidades de crédito, en el ejercicio 2010 el estancamiento en el ROE se debió al efecto combinado del empeoramiento de la ratio en los bancos (debido a la atonía de los beneficios en relación al incremento del patrimonio) y a la mejora en las cajas (debido a los ajustes contra el patrimonio realizados como consecuencia del proceso de concentración). El empeoramiento del ROI estuvo motivado por la reducción en los resultados netos antes de intereses.

ROE

CUADRO 3

%	2006	2007	2008	2009	2010
Energía	18,6	15,9	19,5	13,2	16,2
Industria	20,6	17,7	10,6	6,3	13,8
Comercio y servicios	27,6	32,4	20,1	19,3	21,9
Construcción e inmobiliario	29,8	18,3	-17,6	3,7	6,6
Entidades de crédito y seguro	19,1	19,1	13,0	10,4	10,3
Total	21,4	19,7	12,4	11,7	13,6

Fuente: Elaboración propia.

14 Respecto a las entidades de crédito y aseguradoras, la incorporación de entidades de crédito emisoras de valores de renta fija, en su mayoría cajas de ahorro, que no tenían obligación de remitir información periódica en el ejercicio 2007 y anteriores, acentuó el descenso del ROE al cierre del ejercicio 2008.

%	2006	2007	2008	2009	2010
Energía	9,6	9,1	10,5	7,2	9,1
Industria	11,6	11,5	7,7	4,9	9,1
Comercio y servicios	10,8	12,1	8,3	7,7	9,4
Construcción e inmobiliario	10,1	7,8	0,4	3,2	4,5
Entidades de crédito y seguro	3,0	3,8	3,8	2,5	2,0
Total	4,2	4,8	3,9	2,9	2,7

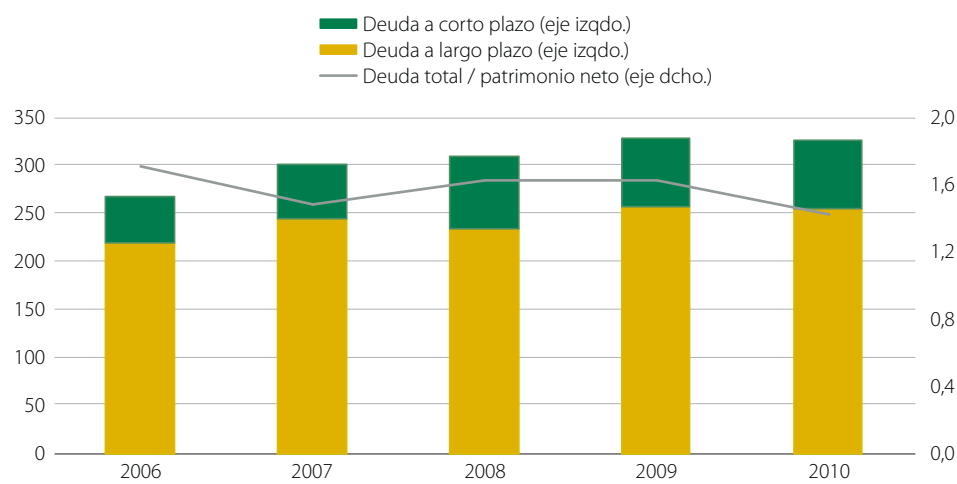
Fuente: CNMV.

5 Endeudamiento

En el gráfico 7 se muestra la evolución del endeudamiento financiero bruto¹⁵, en millones de euros, de las entidades de la muestra, excluidas las entidades de crédito y aseguradoras.

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

GRÁFICO 7



Fuente: CNMV.

Al cierre del ejercicio 2010, el endeudamiento financiero bruto total ascendía a 326.769 millones de euros, manteniéndose prácticamente estable respecto al volumen registrado el año anterior, 327.958 millones de euros. El porcentaje de la deuda a corto plazo se mantuvo en los niveles de 2009, situándose a cierre de 2010 en un 21,9% sobre el total (21,6% en 2009).

La ratio de apalancamiento agregada, que relaciona las deudas con el patrimonio neto, se situó en 1,43 veces los recursos de capital en el ejercicio 2010, frente a 1,63

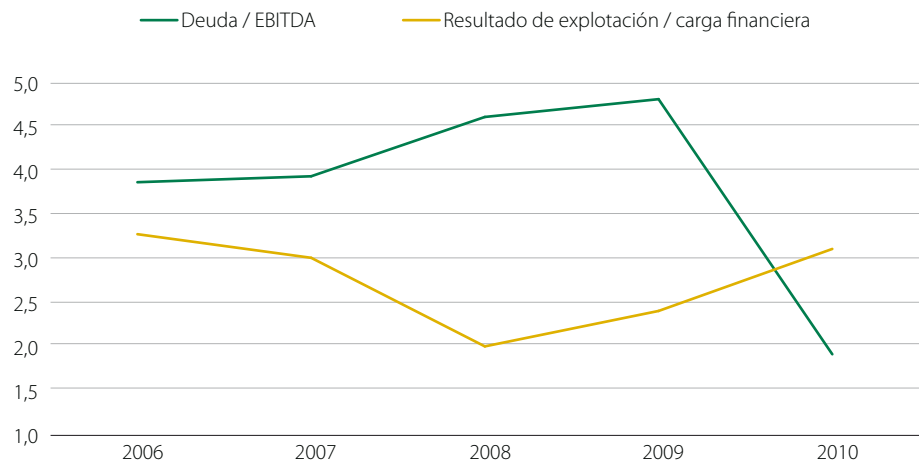
15 El endeudamiento financiero bruto se define como la suma de las deudas a las entidades de crédito y las emisiones de obligaciones y valores negociables.

a cierre de 2009, invirtiendo así la tendencia ascendente de años anteriores. Dado que el nivel de deuda se mantuvo prácticamente estable, la mejora se produjo gracias, sobre todo, al incremento experimentado en el patrimonio neto, originado fundamentalmente por las plusvalías registradas tanto por las desinversiones realizadas como por la revalorización efectuada a precios de mercado de las participaciones retenidas o preexistentes en operaciones corporativas.

El gráfico 8 recoge la evolución de las ratios de cobertura del endeudamiento a través del EBITDA y de la carga financiera a partir del resultado de explotación. La ratio de cobertura de la deuda (deuda total / EBITDA), que mide el número de años necesarios para pagar la deuda asumida si se mantuviera constante el EBITDA, mejoró en 2010, quebrando la tendencia negativa de los ejercicios anteriores, hasta situarse en 3,8 años (4,8 años en 2009). Por su parte, la ratio de cobertura de los gastos financieros (EBIT/ gastos financieros) aumentó hasta situarse en 3,1 veces (2,4 veces en 2009). La mejora en ambos indicadores se explica fundamentalmente por el repunte en los resultados experimentado en los sectores de energía, comercio y servicios y construcción e inmobiliario, como consecuencia de las plusvalías, ya comentadas anteriormente, registradas por varias sociedades de la muestra. Excluyendo el efecto de estas sociedades, ambas ratios también mejoraron, pero en menor medida.

Ratios de cobertura

GRÁFICO 8



Fuente: CNMV.

En el cuadro 5 se muestra la evolución del nivel de endeudamiento y las principales ratios relacionadas por ramas de actividad, que mejoraron en todos los sectores.

Evolución del endeudamiento por ramas de actividad

CUADRO 5

		2006	2007	2008	2009	2010
Energía	Deuda	59.191	69.172	82.608	100.572	98.283
	Deuda / Patrimonio	0,89	0,78	0,89	1,08	0,95
	Deuda / EBITDA	2,17	2,48	2,82	3,46	2,81
	Rtdo. explotación / Carga financiera	4,65	4,10	3,67	3,38	4,15
Industria	Deuda	15.684	13.312	15.645	15.953	14.948
	Deuda / Patrimonio	0,78	0,61	0,69	0,69	0,58
	Deuda / EBITDA	2,07	1,82	2,71	3,05	2,11
	Rtdo. explotación / Carga financiera	5,71	5,93	3,41	3,15	5,00
Comercio y servicios	Deuda	91.522	96.941	112.322	108.579	115.413
	Deuda / Patrimonio	2,52	1,70	2,14	1,78	1,60
	Deuda / EBITDA	3,58	3,01	3,58	3,70	3,38
	Rtdo. explotación / Carga financiera	2,44	3,23	2,86	3,28	3,94
Construcción e inmobiliario	Deuda	111.000	138.933	119.788	104.762	99.917
	Deuda / Patrimonio	3,10	3,08	3,77	4,08	3,42
	Deuda / EBITDA	11,52	10,83	31,87	22,48	11,18
	Rtdo. explotación / Carga financiera	2,04	1,17	0,01	0,31	0,98
Ajustes*		-11.199	-17.391	-20.802	-1.908	-1.792
Total	Deuda	266.198	300.967	309.561	327.958	326.769
	Deuda / Patrimonio	1,71	1,48	1,63	1,63	1,43
	Deuda / EBITDA	3,86	3,96	4,63	4,82	3,84
	Rtdo. explotación / Carga financiera	3,29	3,03	2,01	2,42	3,12

Fuente: CNMV.

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

El sector de comercio y servicios es el único que registró en 2010 un incremento en su nivel de endeudamiento, como consecuencia de las emisiones de deuda realizadas por dos sociedades de la muestra. No obstante, todas las ratios consideradas también experimentaron una mejora en este sector, fundamentalmente, por la mejora en el resultado debida a las plusvalías registradas en una de las compañías de la muestra, que no supusieron una entrada de efectivo.

Por su parte, el sector de la construcción e inmobiliario mantuvo su esfuerzo para rebajar su nivel de endeudamiento, que en términos agregados disminuyó en 4.845 millones de euros. Esta reducción se produjo como consecuencia de la venta de activos, la capitalización de deuda y el efecto de la reclasificación realizada por una sociedad de la muestra de parte de su deuda financiera al epígrafe de pasivos no corrientes mantenidos para la venta del balance de situación, por importe de 1.469 millones de euros. Pese a la mejora experimentada, el sector continuó presentando los mayores niveles de riesgo financiero, con ratios muy alejadas del resto de los sectores y de los niveles previos a la crisis.

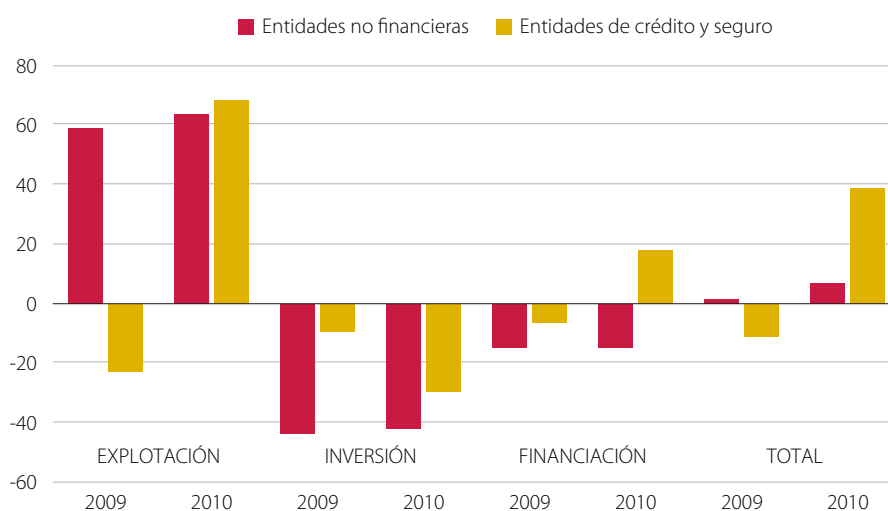
6 Flujos de efectivo

En el gráfico 9 se muestra la evolución agregada de los flujos de efectivo generados en 2009 y 2010 por las entidades de la muestra, distinguiendo entre los flujos derivados de las actividades de explotación, de inversión y de financiación. Los flujos totales se corresponden con la variación del efectivo y sus equivalentes en el periodo. Además, se diferencian las entidades no financieras de las entidades de crédito y aseguradoras, dada la distinta naturaleza de sus actividades.

Flujos de efectivo generados

GRÁFICO 9

Miles de millones de euros



Fuente: CNMV.

La evolución de los flujos de efectivo durante 2010 fue dispar a escala sectorial, como se detalla a continuación.

- **Entidades no financieras.** En términos agregados, los flujos de caja generados en las actividades de explotación se incrementaron un 7,1% (4.232 millones de euros) respecto al ejercicio anterior. Además, las inversiones netas realizadas en el periodo y los flujos negativos de actividades de financiación se redujeron respecto al ejercicio 2009 en 1.686 millones de euros y 213 millones de euros, respectivamente. En consecuencia, el importe neto de efectivo y equivalentes al final del periodo se incrementó en 6.861 millones de euros (238 millones de euros en 2009). Gran parte de este aumento se explica por la ampliación de capital de una sociedad de la muestra en diciembre de 2010, que supuso la entrada de fondos por importe de 3.234 millones de euros. En relación con los flujos de efectivo de las actividades de financiación, cabe destacar el significativo descenso de los dividendos pagados, que se redujeron en 6.694 millones de euros, debido a que en el primer semestre de 2009 una sociedad de la muestra distribuyó un dividendo extraordinario por importe de 6.243 millones de euros.
- **Entidades de crédito y aseguradoras.** Los planes anticrisis activados por los distintos Gobiernos y por el Banco Central Europeo a partir del segundo semestre del ejercicio 2008 han permitido suavizar los problemas de liquidez del

conjunto de las entidades de crédito. Al cierre del ejercicio 2010, el estado de flujos de efectivo del conjunto de las entidades de crédito reflejaba un incremento neto de efectivo y equivalentes de 38.509 millones de euros, frente a una disminución de 10.350 millones de euros en el ejercicio anterior. En conjunto, los bancos lograron incrementar los flujos de efectivo en 40.719 millones de euros gracias a la generación de 61.355 millones de euros en las actividades de explotación, cuyo importe se vio reducido por los flujos negativos de las actividades de inversión y financiación en 26.662 millones de euros. En cambio, en el caso de las cajas se produjo una disminución en los flujos de efectivo de 2.209 millones de euros, debido a que los recursos obtenidos de las actividades de explotación, por importe de 6.442 millones de euros, y de las actividades de financiación, por importe de 5.768 millones de euros (muy inferiores a los obtenidos en el 2009, por importe de 14.846 millones de euros, como consecuencia de la crisis en los mercados de financiación mayorista) no fueron suficientes para compensar los recursos aplicados a las actividades de inversión, por importe de 14.422 millones de euros. Respecto a las entidades aseguradoras, destaca el incremento neto de efectivo al final de 2010 en 227 millones de euros, frente a una disminución de 303 millones de euros del ejercicio anterior, debido fundamentalmente a la generación positiva de flujos de las actividades de explotación de 614 millones de euros, en contraposición a la reducción en 651 millones de euros del ejercicio anterior.

7 Número de empleados

El cuadro 6 muestra la plantilla media y agregada para las seis ramas de actividad en 2009 y 2010, donde se observa un incremento interanual de la plantilla media del 2,7% entre ambos ejercicios.

Plantilla media por ramas de actividad

CUADRO 6

	2009	2010	Variación (%)
Energía	131.752	134.062	1,8
Industria	237.689	243.617	2,5
Comercio y servicios	535.075	567.074	6,0
Construcción e inmobiliario	419.032	415.857	-0,8
Entidades de crédito	409.567	422.694	3,2
Entidades de seguros	40.440	41.504	2,6
Ajustes*	-6.515	-10.768	65,3
Total	1.767.040	1.814.040	2,7

Fuente: Elaboración propia.

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

Durante 2010, la plantilla media aumentó en todos los sectores, excepto en el constructor e inmobiliario. El incremento en el número de trabajadores se produjo en mayor medida en los sectores de comercio y servicios. En concreto, la mayor parte

de las compañías que desarrollan actividades de comercio y servicios incrementaron su plantilla, sin embargo, los aumentos más significativos se produjeron en Latinoamérica y como consecuencia de operaciones corporativas.

En cuanto a las entidades de crédito, que a nivel agregado también ofrecen una cifra positiva de crecimiento del empleo durante 2010, el comportamiento fue desigual. En los bancos se produjo un ligero incremento del 1,1%, mientras que en las cajas el incremento fue del 10,4% debido exclusivamente al efecto estadístico de haber incluido en la muestra cajas fusionadas que no estaban incluidas en el periodo anterior. Descontado este efecto, se observa un descenso del 7,1%, asociado a los procesos de cierre de oficinas en el sector. En el conjunto de las entidades de crédito, tras la corrección mencionada, se observa un descenso de la plantilla del 0,6%.

A nivel agregado, en 2010 el coste medio anual por empleado ascendió, aproximadamente, a 55.100 euros, frente a 53.200 en el ejercicio anterior.

8 Dividendos

Los dividendos distribuidos en 2010 ascendieron a 19.329 millones de euros. En el cuadro 7 se muestran los dividendos repartidos en 2010 y 2009 por ramas de actividad.

Dividendos distribuidos por ramas de actividad

CUADRO 7

	2009	2010	Variación (%)
Energía	11.745	2.959	-74,8
Industria	1.543	1.378	-10,7
Comercio y servicios	6.589	7.942	20,5
Construcción e inmobiliario	1.455	1.329	-8,7
Entidades de crédito	6.999	6.081	-13,1
Entidades de seguros	493	494	0,2
Ajustes*	-556	-854	53,6
Total	28.268	19.329	-31,6

Fuente: Elaboración propia.

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

En términos agregados, en 2010 se produjo una disminución de la cifra total de dividendos repartidos por las entidades cotizadas del 31,6%. Esta fuerte caída se debe, en gran medida, al dividendo de 6.243 millones de euros distribuido por una empresa del sector eléctrico en el primer semestre de 2009, procedente de la venta de activos, así como a un distinto patrón temporal en la distribución de dividendos de dos sociedades con un peso significativo en la muestra, que pagaron un dividendo a cuenta de los resultados de 2009 en diciembre de ese mismo ejercicio, cuando en años anteriores se pagaba en el primer semestre del ejercicio posterior. Excluyendo estas tres sociedades, la disminución del dividendo total en 2010 hubiera sido únicamente del 0,8%.

9 Conclusiones

El beneficio neto agregado del conjunto de las sociedades cotizadas en el 2010 se incrementó un 19,3% respecto al ejercicio anterior. Si se ajustaran los resultados por las plusvalías contables registradas en el ejercicio en dos sociedades de la muestra¹⁶, la tasa de variación seguiría siendo positiva y significativa, aunque se reduciría al 10,2%. Estas plusvalías contables, que no originan una entrada de efectivo en las compañías, se produjeron como consecuencia de operaciones corporativas que supusieron un aumento o una disminución del grado de influencia significativa en sociedades participadas.

Los resultados agregados de todos los sectores, excepto el de entidades de crédito, reflejaron tasas de variación positivas superiores al 10%. Cabe destacar que los resultados de explotación mejoraron en todas las ramas de actividad, aún teniendo en cuenta el ajuste de las plusvalías contables mencionadas anteriormente.

En cuanto a los beneficios de las entidades de crédito, se vieron lastrados por las provisiones por morosidad, las pérdidas por deterioro de activos, el mantenimiento de bajos tipos de interés, la intensificación de la competencia en la captación de pasivo y, de manera más acentuada en las cajas, por las dificultades de acceso a la financiación en los mercados mayoristas.

La evolución globalmente positiva de los resultados y de los ingresos de las entidades cotizadas se produjo en un contexto todavía caracterizado por notables dificultades. Entre otros factores con incidencia negativa en la actividad y en los resultados de las empresas, cabe destacar la debilidad general de la economía española, los elevados niveles de endeudamiento de las entidades cotizadas, los procesos de saneamiento y reestructuración de las cajas de ahorro y las dificultades que viven sectores como el constructor e inmobiliario, que tratan de compensar en el exterior y con las actividades de servicios la caída de la actividad constructora en España. Asimismo, es importante resaltar que un número relevante de compañías, en concreto, 47 sociedades (siete menos que en el ejercicio anterior) de las que 15 eran inmobiliarias, presentaron pérdidas durante el ejercicio.

Finalmente, los datos más recientes sugieren una cierta desaceleración en el crecimiento de los beneficios a nivel agregado durante el primer trimestre del ejercicio 2011. En conjunto, de acuerdo a la información disponible al cierre de este artículo, las sociedades incluidas en la muestra analizada en el primer trimestre del año incrementaron su resultado neto en un 4,4%¹⁷, en gran parte debido a una reducción de los resultados de las entidades de crédito.

16 El ajuste en el resultado neto del ejercicio se ha estimado neto de impuestos aplicando una tasa impositiva del 30% al importe bruto de 5.802 millones de euros.

17 El porcentaje de variación del resultado neto en el primer trimestre de 2011 respecto al mismo periodo del ejercicio anterior se ha calculado eliminando el efecto de los resultados atípicos en dos sociedades de la muestra.

III Novedades regulatorias

Las obligaciones de información a la clientela: normativa y desarrollos recientes

Gloria Caballero Núñez (*)

(*) Gloria Caballero Núñez es Subdirectora del Departamento de Supervisión de ESI y ECA de la CNMV.

1 Introducción

La necesidad de que se transmita al inversor una información adecuada, comprensible y útil en el momento en que va a llevar a cabo la compra de un producto o servicio financiero constituye un principio básico de la regulación financiera. La reciente crisis financiera, en cuyo origen muchos expertos aprecian la concurrencia de algunos problemas severos de información, ha subrayado aún más, si cabe, dicha necesidad. Los beneficios de una información adecuada a los inversores no sólo se materializan en un trato más justo para éstos, sino también en ganancias de eficiencia para los mercados financieros y el conjunto de la economía, al tiempo que ayuda a identificar y gestionar mejor los riesgos propios de la actividad financiera.

En este artículo se tratan diversos temas relacionados con las obligaciones de información a la clientela de las entidades que prestan servicios de inversión. En particular, se describen las obligaciones de información respecto a los instrumentos financieros y a los costes asociados al producto o servicio de inversión que se ofrece al cliente y se analizan asimismo algunas de las barreras o impedimentos con los que se encuentran los inversores a la hora de tomar decisiones de inversión adecuadas, como es un nivel de educación financiera insuficiente, y las medidas que se están llevando a cabo para mejorarla.

Se incluyen, por último, algunas reflexiones y recomendaciones en relación con la información a la clientela cuyo origen es el documento denominado *Final Report - Principles on Point of Sale Disclosure*, publicado por IOSCO en febrero de 2011. Las conclusiones de este documento se han basado en las respuestas a un cuestionario remitido en julio de 2008 al sector de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, así como a asociaciones de consumidores de diversos países. Entre otros contenidos, este documento recoge la opinión de los inversores minoristas sobre el tipo de información que se debe facilitar a la hora de tomar una decisión de inversión y la forma en la que prefieren recibir dicha información, identifica qué factores influyen en el comportamiento de los inversores y detalla una serie de principios que deberían ser adoptados por las entidades para dar cumplimiento a la obligación de mantener adecuadamente informados a los inversores.

Si bien el alcance del informe de IOSCO está limitado a las instituciones de inversión colectiva, los principios recogidos en el mismo resultan aplicables a la mayoría de los productos de inversión.

El artículo se organiza del siguiente modo: la sección 2 detalla algunos de los factores que han incrementado durante los últimos años el riesgo de que se produzcan ventas inadecuadas de productos financieros, la sección 3 analiza la normativa española en materia de información al cliente, la sección 4 aborda la importancia de la educación financiera y la sección 5 presenta el análisis y las recomendaciones de

IOSCO sobre la información a los clientes. El artículo se cierra con una sección de conclusiones.

2 Factores que han incrementado el riesgo de ventas inadecuadas de productos financieros

Las ventas inadecuadas de productos financieros pueden constituir un serio riesgo para el cliente y para la propia entidad. Durante los últimos años se ha producido en todo el mundo un aumento del riesgo de ventas inadecuadas de los productos financieros, circunstancia que ha sido destacada tanto por IOSCO como por otros foros internacionales de regulación financiera. En particular, el Joint Forum, que agrupa a los tres organismos internacionales de supervisores financieros sectoriales (IOSCO, el Consejo de Supervisión Bancaria de Basilea y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros), publicó en 2008 un documento en el que identificaba diversos factores que han favorecido un aumento del riesgo citado¹. Entre ellos se destacaban los siguientes:

- Imperativos sociales y económicos: los inversores se han visto forzados a asumir una mayor responsabilidad financiera, ya que ha disminuido su confianza en los sistemas de retiro del Estado o en la propia empresa.
- El cambio en las condiciones de mercado: la existencia de tipos de interés nominales relativamente bajos ha sido un factor que, por un lado, ha contribuido a incrementar el apalancamiento de las inversiones y, por otro, a acrecentar la complejidad de los productos financieros, todo ello con el objetivo de buscar mayores rendimientos. La mayor complejidad de los productos financieros ha favorecido que los inversores minoristas no siempre sean plenamente conscientes de los riesgos inherentes a sus inversiones.
- La innovación financiera ha aumentado el abanico de productos ofrecidos en los distintos ámbitos (seguros, productos bancarios e instrumentos de inversión). En ocasiones, productos de similares características de riesgo se han vendido a los clientes minoristas en los tres sectores.
- El incremento de la competencia entre las entidades financieras que venden productos de inversión a clientes minoristas.
- El aumento de la venta transfronteriza de productos financieros y servicios durante los últimos 20 años.

Los factores que destaca el Joint Forum ayudan a explicar una parte del aumento de la demanda y la oferta de productos financieros dirigidos a los inversores minoristas, así como su creciente complejidad. De acuerdo con este diagnóstico, las medidas destinadas a reforzar la protección del inversor adquieren una relevancia prioritaria. En este sentido, es importante destacar que, en España, la reforma de la Ley del Mercado de Valores (LMV) canalizada mediante la Ley 47/2007 supuso, en su mo-

1 The Joint Forum, *Customer suitability in the retail sale of financial products and services*, abril de 2008.

mento, una significativa mejora en esta materia, al establecer nuevos requisitos de información recíproca entre el cliente y la entidad tendentes a reducir el riesgo de ventas indebidas.

Los factores señalados anteriormente pueden resultar, sin embargo, insuficientes a la hora de explicar el aumento del riesgo de ventas indebidas. En particular, conviene destacar que la formación de los inversores en materia financiera sigue siendo, en general, escasa, lo que les hace especialmente vulnerables en presencia de prácticas de venta inadecuadas y, en cualquier caso, incrementa la probabilidad de que adopten decisiones inconvenientes. De ahí la necesidad de que, en paralelo a los avances en el ámbito de la protección del inversor, se impulsen también mejoras en el ámbito de la educación financiera.

3 La necesidad de aportar información adecuada al inversor minorista: la normativa española

El cumplimiento por parte de los proveedores de servicios de inversión de las normas relativas a las obligaciones de información a la clientela sobre los productos financieros debería facilitar a un inversor tomar sus decisiones de inversión de manera adecuada. Con la información aportada por el intermediario financiero, el inversor debería saber qué producto está comprando, cuáles son sus riesgos, en qué costes incurre y cuáles son los posibles conflictos de interés asociados a la intervención del intermediario en la operación.

Este tipo de obligaciones están justificadas por la existencia de fallos del mercado que emanan de las asimetrías informativas y que dejan en clara desventaja a los inversores, lo que genera resultados económica y socialmente indeseables. Así, por ejemplo, en la prestación de los servicios financieros, en particular en la venta de productos financieros, suele existir una acusada asimetría entre la información disponible para el cliente y aquella con la que cuenta el intermediario financiero. Esta circunstancia puede acarrear perjuicios para el inversor minorista. Los intermediarios no siempre tienen incentivos para corregir este problema *motu proprio*, ya que, en determinadas situaciones, pueden utilizar en su provecho su ventaja informativa, aunque ello perjudique a sus clientes. La normativa intenta corregir esta ineficiencia del mercado. Para ello establece que el intermediario tiene el deber de actuar en el mejor interés del cliente y fija una serie de obligaciones de información en relación con la clientela.

La información que la entidad aporta a sus clientes se convierte, por tanto, en una pieza esencial para la protección de los inversores. Sin embargo, para que la información suministrada a los clientes resulte eficaz, de acuerdo con el fin que se persigue, es necesario que cumpla determinados requisitos. En particular, si la información aportada por la entidad, aún siendo amplia, no es lo suficientemente clara, los inversores pueden tener dificultades para entenderla y para localizar los datos más relevantes respecto al servicio de inversión o al instrumento financiero que se les ofrece o en cuanto a los conflictos de interés asociados a la entidad.

En la legislación española, el derecho del cliente-inversor a obtener información previa al contrato o servicio de inversión tiene su fundamento jurídico en el artículo

60 de la Ley General de Consumidores y Usuarios (LGDCU)², que determina la obligación general de todo empresario «de poner a disposición del consumidor y usuario de forma clara, comprensible y adaptada a las circunstancias la información relevante, veraz y suficiente sobre las características esenciales del contrato, en particular sobre sus condiciones jurídicas y económicas, y de los bienes o servicios objeto del mismo». El artículo citado recoge un contenido mínimo de informaciones sobre bienes o servicios que se considera relevante, y admite la posibilidad de que otras normas –como es el caso de la Ley del Mercado de Valores y sus normas de desarrollo– establezcan obligaciones adicionales de información.

Por su parte, las disposiciones relativas a la provisión de servicios de inversión recogidas en la transposición de la Directiva MiFID³ fueron, a su vez, desarrolladas por el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

La Ley 47/2007, por la que se llevó a cabo dicha transposición, supuso una modificación sustancial de la LMV, incorporando importantes novedades. En particular, con esta nueva norma se introdujo una mejora notable de las obligaciones de información precontractual, contractual y poscontractual que las entidades deben suministrar a los inversores minoristas. En conjunto, las modificaciones han comportado un aumento de la protección a los inversores, si bien las obligaciones de información establecidas y, por tanto, el nivel de protección ofrecido, difieren en función del tipo de cliente.

Destaca, como eje de la conducta a seguir por las entidades ante los clientes, el deber de las entidades proveedoras de servicios de inversión, establecido en el artículo 79 de la LMV, de comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes, cuidando de sus intereses como si fueran propios. Por su parte, el artículo 79 bis establece que las entidades que prestan servicios de inversión deben mantener en todo momento adecuadamente informados a sus clientes y que esta información deberá ser imparcial, clara y no engañosa.

El Real Decreto 217/2008 introduce una mayor concreción respecto a estos conceptos, estableciendo ciertos requisitos que debe respetar la información para ser considerada *imparcial, clara y no engañosa*. En particular, esta norma exige que no se indiquen los beneficios si no se indican también los riesgos, que la información sea comprensible para un inversor medio, que no se minimicen las advertencias y que no se incluyan comparaciones mal justificadas.

Además, el citado Real Decreto especifica qué información debe proporcionarse a los clientes sobre 1) la entidad, 2) los servicios que presta, 3) los instrumentos financieros, 4) las estrategias de inversión, 5) la salvaguarda de los instrumentos financieros y de los fondos de los clientes, 6) los centros de ejecución de órdenes y 7) los gastos

2 Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias.

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

y costes asociados. Toda esta información debe proporcionarse de modo que el inversor comprenda la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se le ofrece. En concreto, en el ámbito de la información a aportar al cliente minorista por parte de la entidad, destacan los siguientes aspectos de esta normativa:

- Por primera vez se regula de forma exhaustiva el contenido de las comunicaciones comerciales y la publicidad para garantizar que sea imparcial, clara y no engañosa, incorporando un elemento de protección al cliente potencial.
- Tratándose de información preceptiva, prevalece el principio de entrega obligatoria en soporte duradero, frente a una mera puesta a disposición.
- Antes de formalizar la relación con el cliente o de prestar el servicio, las empresas deben suministrar información completa sobre la propia empresa y sobre los instrumentos financieros que serán objeto de dicho servicio, en particular, sobre los riesgos que incorporan, los mecanismos de custodia y salvaguarda y los gastos y costes asociados al servicio. Las entidades deben, con la antelación suficiente, notificar al cliente cualquier cambio importante en la información suministrada.
- Como ya se recogía en la normativa previa a la MiFID, el Real Decreto 217/2008 también prevé la posibilidad de utilizar contratos-tipo, reguladores de las actividades u operaciones que se presten a clientes minoristas. La Directiva no reconoce expresamente la obligatoriedad de utilizar contratos-tipo, sino que establece una serie de normas o cuestiones que deben ser objeto de concreción posterior entre las partes. El objetivo es que los acuerdos entre las partes se adapten de forma precisa y adecuada al ámbito, los derechos y las obligaciones del servicio a prestar, y que el cliente cuente con toda la información previa que sea relevante para tomar su decisión de contratar y, en la medida de lo posible, realizar comparaciones entre proveedores de servicios.
- Respecto al tratamiento de la información posterior a la contratación de un producto o servicio, la norma se caracteriza por el elevado nivel de concreción que reclama en relación con las órdenes ejecutadas sobre cualquier tipo de producto y, en particular, exige la inclusión de información sobre el cliente, la fecha, la hora y el centro de ejecución, así como el centro y las condiciones para la liquidación, además del desglose de gastos y costes indirectos.

3.1 Evaluaciones de la conveniencia e idoneidad

El deber de información es recíproco entre las entidades que prestan servicios de inversión y sus clientes, por cuanto estos últimos también deben aportar información a la entidad para que ésta pueda prestar sus servicios de manera adecuada. La información a aportar por el cliente varía en función del tipo de cliente de que se trate y del servicio de inversión prestado.

La estratificación de la información en función del tipo de cliente contemplada por la norma se fundamenta en la experiencia de los últimos años, en los que se viene

observando, por una parte, un incremento del número de inversores profesionales, y, por otro, un acceso creciente a los mercados de valores, de forma directa, por parte del pequeño inversor. La normativa entiende que las necesidades de ambos tipos de inversores en materia de protección son distintas, por lo que tiende a diferenciar la cantidad y el detalle de la información a suministrar a unos y otros.

El artículo 61 del Real Decreto 217/2008 establece que la entidad deberá clasificar al cliente como minorista, profesional o contraparte elegible. De acuerdo con esta norma, el cliente minorista es el más necesitado de protección, al estimarse que no dispone, en general, de la experiencia, los conocimientos y la cualificación necesarios para evaluar los riesgos inherentes a las decisiones de inversión.

La necesidad de adecuar la protección de cada cliente a su nivel de conocimiento exige la obligación por parte del cliente de proporcionar a la entidad la información precisa para determinar cuál es ese nivel de conocimiento. Esta información se canaliza a través de una evaluación de la conveniencia de la inversión, que suele llevarse a cabo mediante el denominado «test de conveniencia» y que debe realizarse con carácter general cuando la entidad esté prestando servicios de inversión distintos a la gestión de carteras o al asesoramiento. De esta manera, la entidad podrá aportar al cliente la información adecuada en función de la clasificación del cliente y del resultado de la evaluación.

La información que la entidad debe obtener sobre el cliente relativa a sus conocimientos y experiencia debe incluir los siguientes datos, en la medida en que resulten apropiados a las cualidades del cliente, a la naturaleza y alcance del servicio a prestar y al tipo de producto o transacción prevista, incluyendo la complejidad y los riesgos inherentes:

- Los tipos de instrumentos financieros, transacciones y servicios con los que está familiarizado el cliente.
- La naturaleza, el volumen y la frecuencia de las transacciones del cliente sobre instrumentos financieros y el periodo durante el que se hayan realizado.
- El nivel de estudios, la profesión actual y, en su caso, las profesiones anteriores del cliente que resulten relevantes.

En el caso de que la entidad preste el servicio de gestión de carteras o de asesoramiento, el cliente debe proporcionar, además de la información señalada en cuanto a conocimientos y experiencia, información sobre su situación financiera y sus objetivos de inversión, con la finalidad de que la entidad pueda recomendarle los instrumentos financieros que más le convengan (evaluación de la idoneidad que se lleva a cabo con carácter general a través del test de idoneidad).

3.2 Información a aportar al cliente en relación con los instrumentos financieros

Entre la información que las entidades deben facilitar a sus clientes minoristas, resulta especialmente relevante la referida a los instrumentos financieros sobre los que se va a prestar el servicio de inversión. Esta información es esencial cuando se

trata de operaciones de comercialización o venta de productos financieros, pero también cuando se trata de un servicio de asesoramiento. En cambio, se entiende que su importancia es menor cuando se contrata el servicio de gestión de carteras, dado que es la propia entidad la que toma las decisiones de inversión.

La información que se debe proporcionar a los clientes, incluidos los potenciales, incluye una descripción de la naturaleza y los riesgos de los instrumentos financieros (teniendo en cuenta su clasificación como minorista o profesional), de una manera suficientemente detallada para permitir que el cliente pueda tomar sus decisiones de inversión de manera fundada.

El artículo 79 bis 3) de la LMV establece la obligación de que la información referente a los instrumentos financieros incluya «orientaciones y advertencias apropiadas» sobre los riesgos asociados a tales instrumentos. Por ello, el artículo 64.2 del Real Decreto 217/2008 considera que en la explicación de los riesgos deberá incluirse, cuando esté justificado en función del tipo de instrumentos financieros y de los conocimientos y perfil del cliente, la siguiente información:

- a. Los riesgos ligados a ese tipo de instrumento financiero, incluida una explicación del apalancamiento y de sus efectos y el riesgo de pérdida total de la inversión.
- b. La volatilidad del precio de ese tipo de instrumento financiero y cualquier limitación del mercado o mercados en que pueda negociarse.
- c. La posibilidad de que el inversor asuma, además del coste de adquisición del instrumento financiero en cuestión, compromisos financieros y otras obligaciones adicionales, incluidas posibles responsabilidades legales, como consecuencia de la realización de transacciones sobre ese instrumento financiero.
- d. Cualquier margen obligatorio que se hubiera establecido u otra obligación similar aplicable a ese tipo de instrumentos.

La norma reglamentaria también contempla la hipótesis específica de que los riesgos asociados a un producto financiero compuesto, a su vez, por dos o más instrumentos o servicios financieros sean mayores que el riesgo asociado a cada uno de estos instrumentos o servicios individualmente considerados. En tal caso, el apartado 4º del artículo 64 del Real Decreto 217/2008 obliga a que se proporcione una descripción adecuada de cada uno de los instrumentos o servicios que integran el producto financiero en cuestión y una explicación de la forma en que la interacción entre los distintos componentes de ese instrumento financiero aumenta los riesgos.

De la misma manera, cuando el instrumento financiero incorpore una garantía de un tercero, deberá proporcionarse información suficiente sobre el garante y la garantía para que el cliente minorista, incluido el potencial, pueda evaluar razonablemente la garantía aportada.

El artículo 66 del Real Decreto 217/2008 pormenoriza la información sobre costes y gastos asociados, señalando que, a los clientes minoristas, incluidos los potenciales, se les debe proporcionar la siguiente información:

- a. El precio total que el cliente ha de pagar por el instrumento financiero, el servicio de inversión o el servicio auxiliar, incluyendo todos los honorarios, comisiones, costes y gastos asociados, y todos los impuestos a liquidar a través de la empresa de servicios de inversión. Cuando no pueda indicarse un precio exacto se deberá comunicar la base de cálculo del precio total para que el cliente pueda verificarlo. En cualquier caso, las comisiones cobradas por la empresa se consignarán por separado en cada caso.
- b. Cuando una parte del precio total deba pagarse en una divisa distinta del euro, deberá indicarse la divisa en cuestión y el contravalor y los costes aplicables.
- c. Una advertencia de la posibilidad de que surjan otros costes para el cliente, incluido el pago de impuestos, como consecuencia de transacciones vinculadas al instrumento financiero o al servicio en cuestión y que no se paguen a través de la empresa de servicios de inversión ni sean estipulados por ella.
- d. Las modalidades de pago, así como cualquier otra cuestión que, directa o indirectamente, repercuta en el precio a pagar por el instrumento financiero o el servicio en cuestión.

Como puede deducirse del contenido de la norma, las obligaciones de información en relación con los instrumentos financieros son amplias. En determinadas circunstancias, la gran cantidad de información a suministrar, así como su complejidad, puede implicar que un inversor medio se encuentre con dificultades para comprender dicha información en su totalidad. Por ello resulta crucial que la información se presente a los clientes de *forma imparcial, clara y no engañosa* y que dicha información se les proporcione de manera *comprensible* (artículo 79 bis de la LMV).

4 Programas de educación financiera

Un bajo nivel educativo general o en cuanto a conocimientos financieros y de inversiones puede constituir una barrera para que los inversores entiendan correctamente las características de determinados productos financieros, aunque los proveedores de servicios de inversión cumplan con lo dispuesto en la normativa mencionada en apartados anteriores sobre información al cliente.

La educación financiera permite a los individuos mejorar la comprensión de conceptos y productos financieros, prevenir el fraude y tomar decisiones adecuadas a sus circunstancias y necesidades. Un nivel de educación financiera adecuado de la población ayuda a evitar situaciones indeseables, en particular, el endeudamiento excesivo y la asunción de posiciones de riesgo inadecuadas. Como se ha indicado, la eficacia de la información que la normativa obliga a difundir en el ámbito de los productos financieros puede verse comprometida si sus destinatarios no están en condiciones de entenderla y analizarla adecuadamente, por carecer de una formación básica en materia financiera.

Numerosos estudios internacionales muestran que, en general, los consumidores tienen una cultura financiera insuficiente. Conscientes de este problema, la Organi-

zación para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), el Fondo Monetario Internacional, IOSCO y la Comisión Europea, entre otros organismos internacionales, han recomendado a sus miembros que impulsen programas de formación financiera dirigidos a toda la población o a segmentos específicos de la misma.

Desde hace varios años, la CNMV viene desarrollando actividades específicas de formación dirigidas a los inversores y a la población en su conjunto. Un elemento central de estas actividades es la publicación de las denominadas «fichas y guías del inversor», en las que se difunden las características básicas de los principales instrumentos y servicios financieros de inversión comercializados en nuestro país y se formulan recomendaciones a los inversores orientadas a fomentar un comportamiento racional y prudente en sus decisiones. Los inversores también pueden encontrar material formativo e informativo de su interés en el Portal del Inversor, dentro del sitio web de la CNMV, donde también pueden formular consultas, suscribirse a servicios gratuitos y personalizados de alertas y recibir boletines de información en los que se tratan cuestiones de actualidad en los mercados financieros⁴.

Asimismo, actualmente se encuentra en ejecución el Plan de Educación Financiera 2008-2012, fruto de un convenio de colaboración suscrito por la CNMV y el Banco de España. El Plan asume las recomendaciones y principios de la Comisión Europea y la OCDE y pretende contribuir a la mejora de la educación financiera de los ciudadanos españoles a través de la difusión de materiales y otras iniciativas formativas. Entre ellas cabe citar el acuerdo con el Instituto Nacional de Consumo para desarrollar cursos de «formación de formadores», dirigidos a especialistas en consumo de diversas administraciones públicas para que éstos, a su vez, trasladen esta labor formativa a otros especialistas y, en último término, a los consumidores.

También cabe destacar, por su perspectiva de largo plazo, ya que se dirige a los potenciales inversores del futuro, el convenio suscrito con el Ministerio de Educación que ha permitido poner en marcha, el pasado año, un programa piloto que introduce la educación financiera en el tercer curso de la ESO y en el que participan centros de enseñanza radicados en 14 comunidades autónomas, además de en Ceuta y en Melilla.

Como parte del Plan, se ha puesto a disposición del público un portal dedicado a la educación financiera⁵. Junto a otros materiales formativos e informativos, el portal ofrece consejos prácticos, herramientas y calculadoras para ayudar a los ciudadanos en la planificación del ahorro y la economía personal.

5 El análisis de IOSCO sobre la información a proporcionar al inversor en el punto de venta

A continuación se presentan las principales conclusiones del documento de IOSCO *Final Report - Principles on Point of Sale Disclosure*, publicado en febrero de 2011 a partir del análisis de las respuestas a diversos cuestionarios distribuidos entre entidades y

4 <http://www.cnmv.es/portalinversor/>.

5 <http://www.finanzasparatodos.es/>.

asociaciones de consumidores pertenecientes a 15 países de América, Europa, Asia y África, en relación con la información a proporcionar al inversor en el punto de venta.

El análisis de IOSCO identifica qué información desean los inversores que se les proporcione en el punto de venta y cómo prefieren que les sea aportada. Asimismo, IOSCO enumera los beneficios asociados a suministrar una adecuada información a los inversores y emite una serie de recomendaciones o de principios que se entiende deben ser adoptados por todas las entidades para cumplir con la obligación de mantener adecuadamente informados a los clientes.

5.1 ¿Qué información esperan recibir los inversores minoristas a la hora de comprar productos de inversión?

El estudio de IOSCO concluye que, a la hora de tomar una decisión de inversión, los inversores minoristas consideran fundamental recibir información relativa a los beneficios potenciales y a los riesgos de los productos financieros, así como la relativa a los costes asociados a la decisión de inversión.

Esto significa que los inversores minoristas suelen plantearse las tres preguntas siguientes: ¿cuánto puedo ganar? (beneficio potencial), ¿cuánto puedo perder? (riesgo) y ¿cuál es el coste en el que incurro? (comisiones). Para contestar a la primera pregunta, los inversores, con carácter general, utilizan la información sobre la rentabilidad pasada del producto para calcular cuánto pueden ganar en el futuro. Para estimar el riesgo del producto o cuánto pueden perder, recaban información sobre los riesgos y garantías asociadas al mismo. En cuanto a las comisiones y gastos asociados a la adquisición de un producto, los inversores también se muestran interesados en conocerlos con exactitud, pero, según el estudio de IOSCO, no resulta evidente que esta información sobre los costes tenga una influencia significativa en su decisión final de inversión.

El estudio también concluye que no parece que los inversores tengan especial interés en obtener información sobre el intermediario financiero a través del que operan, más allá de los costes o comisiones que les vaya a repercutir. Además, no tienen claro cuáles son los pagos que efectúan al intermediario y cuáles los que se pagan al proveedor del producto.

5.2 ¿En qué formato quieren recibir los inversores minoristas la información?

El estudio de IOSCO pone de manifiesto que un porcentaje elevado de adultos tiene problemas para comprender la información relativa a la naturaleza y riesgos del producto que se incluye en la documentación impresa, incrementándose la dificultad de comprensión cuando se añade información numérica. Los inversores, por tanto, prefieren que la documentación que se les entregue cumpla con las siguientes características:

- Que sea breve y concisa.
- Que esté bien presentada y diseñada.

- Que esté redactada de forma clara y transparente.
- Que esté enfocada a la información que ellos creen necesitar (es decir, beneficios potenciales y riesgos y costes asociados).
- Que sea fácil de entender, con ejemplos simples y tablas y gráficos que ayuden a ilustrar conceptos.

Una forma de atraer el interés de los clientes es utilizar técnicas de diseño en los folletos publicitarios. Así, técnicas convencionales como el empleo de colores, el *bolding* (efecto llamativo) o la inclusión de amplios espacios en blanco contribuyen a que el documento les resulte más atractivo. Las referencias o enlaces sobre dónde se puede encontrar información adicional, incluidas en la documentación, aumenta la credibilidad de la información recibida a ojos del potencial inversor.

5.3 Pautas de comportamiento del inversor

IOSCO también ha analizado el comportamiento de los inversores minoristas en el momento de tomar una decisión de inversión. Los inversores se ven influenciados a la hora de tomar una decisión de inversión por el impacto de una serie de tendencias o factores:

- Emociones: en ocasiones, los inversores toman decisiones basándose en cómo se sienten, en lugar de guiarse por lo que realmente saben o piensan que saben.
- Exceso de confianza y sobrevaloración de sus propios conocimientos en el campo de la inversión: los inversores minoristas pueden interpretar sus éxitos pasados como fruto de su propia maestría, en lugar de atribuirlos a las condiciones de mercado.
- Tendencia a la «representatividad»: los inversores se encuentran excesivamente influenciados por el pasado más inmediato o reciente.
- Inercia, dejadez y tendencias asociadas a su estatus familiar y social: los inversores se dejan influir por la tradición inversora familiar, sobre todo a la hora de decidir sobre los planes de ahorro o inversión.
- Fuentes de información alternativas: los inversores confían en el consejo de terceras personas, que pueden ser familiares, cuyo nivel de formación financiera puede no ser muy distinto de el del propio inversor.

Se considera que una forma de combatir estas tendencias pasa por aportar información al inversor, como ya hemos señalado, en un formato fácilmente entendible, de forma resumida pero, al mismo tiempo, con suficiente detalle, que transmita información sobre las ventajas potenciales, los riesgos y los gastos inherentes al producto.

Sin embargo, el estudio pone de manifiesto que los inversores podrían no tener en cuenta la información sobre el producto, debido a que depositan su confianza en el

vendedor o asesor financiero. Este hecho tiene impacto en la revisión y consideración final por parte del inversor de la información aportada por el intermediario.

5.4 Beneficios derivados de proporcionar una información adecuada

El hecho de que las entidades hagan un esfuerzo por proporcionar una información adecuada a los clientes redundará en un beneficio tanto para sí mismas como para los propios clientes. Si bien son difíciles de valorar y cuantificar con precisión, algunos de estos beneficios resultan evidentes, como, por ejemplo, los siguientes:

- Menor riesgo de que los inversores adquieran productos no adecuados a su perfil inversor o productos no adecuados en términos coste-beneficio, y reducción del riesgo de ventas inadecuadas.
- Los inversores minoristas se encontrarán en mejor situación de entender los conflictos de interés de los intermediarios y comparar los costes de las diferentes inversiones.
- Presión a la baja sobre las comisiones y, en general, sobre los costes de transacción y, por tanto, creación de un mercado más eficiente, como consecuencia de una mayor transparencia en esta materia.
- La posibilidad de comparar la información aportada por las diferentes entidades sobre los productos y los costes asociados fomenta el ahorro de los inversores, que accederán al intermediario que les ofrezca un precio más bajo.

5.5 Recomendaciones de IOSCO

El informe de IOSCO detalla los siguientes principios que podrían ser adoptados por las entidades para dar buen cumplimiento a la obligación de mantener adecuadamente informados a los clientes:

1. La información proporcionada al inversor debe indicar los principales beneficios, los riesgos, los costes del producto y la remuneración y los conflictos asociados al intermediario a través del que se venden los productos.
2. La información debe ser distribuida o puesta a disposición del cliente, de forma gratuita, antes de realizar la venta del producto, con antelación suficiente para que se tenga la oportunidad de analizar la información y tomar la decisión sobre si llevar a cabo o no la inversión.
3. La información debe ser distribuida o puesta a disposición de los clientes de forma que sea adecuada para el «cliente objetivo» y tenga en cuenta sus circunstancias personales.
4. La información se debe proporcionar en un lenguaje claro y simple y en un formato accesible.

5. La información debe ser clara, exacta y no engañosa para el inversor y debe actualizarse regularmente.

6 Conclusiones

Los inversores minoristas disponen ahora de mayores posibilidades de elección para satisfacer sus necesidades, pero también se enfrentan a una mayor complejidad en los productos que se ofrecen, algunos de los cuales pueden entrañar un riesgo elevado. De ahí la importancia de que los inversores cuenten con información precisa, suficiente y comprensible a la hora de tomar sus decisiones respecto a los productos y servicios ofrecidos por las entidades financieras y de que éstas adopten en sus prácticas comerciales las medidas necesarias para reducir el riesgo de que se produzcan ventas inadecuadas.

La normativa española asume los principios básicos de la regulación financiera internacional en la materia y reconoce esta doble necesidad. La reforma de la LMV acometida en 2008 con ocasión de la trasposición de la MiFID permitió incorporar importantes novedades en nuestra regulación, con mejoras notables en la información que las entidades financieras deben poner a disposición de sus clientes antes, durante y después de la formalización de una orden o un contrato.

El cumplimiento por parte de las entidades de las obligaciones de información hacia sus clientes y, en general, de las normas de conducta referidas a la comercialización de productos y servicios financieros resulta esencial para garantizar una adecuada protección del inversor. Sin embargo, no basta con un cumplimiento puramente formal de estas obligaciones, que no tenga en cuenta la forma en que se transmite la información.

La normativa exige que la información sea imparcial, clara y no engañosa y que se proporcione de manera que resulte comprensible para los inversores. El cumplimiento de estas condiciones exige un esfuerzo permanente por parte de las entidades para mejorar la calidad de la información. En particular, se requiere tal esfuerzo para asegurar que la documentación que las entidades utilizan para informar al cliente sobre las características de los instrumentos financieros recoja de forma comprensible los riesgos que afectan al producto en cuestión. Dicha documentación debe estar redactada de forma clara y concisa, en lenguaje llano, de manera que resulte comprensible para el tipo de inversor al que se dirige.

En cualquier caso, la comprensión de la información suministrada a los inversores y su uso eficaz estarán siempre condicionados por la destreza y la formación en materia financiera de sus destinatarios. De ahí la recomendación de diversos organismos internacionales (G-20, OCDE, FMI, IOSCO, etc.) de que se promueva la educación financiera, una medida que, más allá de su impacto directo sobre la vida cotidiana de la población, contribuye a promover la confianza en el sistema financiero y favorecer el crecimiento económico.

Nueva normativa para las IIC sobre el cómputo del riesgo de mercado asociado a operaciones en derivados

Guillermo García Linazasoro (*)

(*) Guillermo García Linazasoro pertenece al Departamento de Supervisión de IIC y ECR de la CNMV.

1 Introducción

El 11 de enero de 2011 se publicó la Circular 6/2011, de 21 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre operaciones con instrumentos derivados de las instituciones de inversión colectiva (IIC).

Esta circular (en adelante, Circular de Derivados) pretende continuar el desarrollo iniciado por la Orden Ministerial 888/2008 de 27 de marzo, sobre operaciones de las IIC de carácter financiero en instrumentos derivados, por la que se aclaran determinados conceptos del Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva (en adelante, RIIC)), aprobado mediante el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre. En su momento, el RIIC amplió el ámbito de actuación de las IIC en lo referente a la inversión en instrumentos derivados, especialmente en lo que respecta a los activos subyacentes que son considerados aptos, y a la operativa en productos no negociados en mercados organizados así como en otros instrumentos financieros.

En el presente artículo se ofrece una descripción de las principales novedades contenidas en esta importante circular, necesaria para completar el diseño de la regulación de las IIC contemplado en la Ley 35/2003. Su importancia se ve acrecentada por la complejidad técnica de su contenido, ya que se ocupa de aspectos relacionados con la identificación y la cuantificación de los riesgos financieros, en este caso los asociados a los productos derivados.

La Circular consta de 27 normas repartidas en cuatro capítulos más cinco disposiciones adicionales, una transitoria, una derogatoria y otra final, con los siguientes contenidos:

- El Capítulo I recoge definiciones generales de determinados conceptos que se usarán a lo largo de la Circular, aclaraciones sobre instrumentos que incorporen un derivado implícito y requisitos de liquidez para la realización de ventas al descubierto. También se establece la normativa general para la determinación de los límites a la operativa con instrumentos derivados establecidos en el artículo 39 del RIIC.
- El Capítulo II se divide en dos secciones: en la primera se detalla la metodología del compromiso y en la segunda la metodología del valor en riesgo (en adelante, VaR).
- El Capítulo III recoge los requisitos de solvencia exigidos a las contrapartes en operaciones con instrumentos derivados y las reglas para el cómputo del riesgo de contrapartida, así como las normas para reducir este riesgo mediante garantías. Por último, se establece un mayor detalle de las normas para el cómputo del límite de diversificación establecido en el artículo 39.4 del RIIC.

- El Capítulo IV recoge el marco aplicable a las IIC con objetivo concreto de rentabilidad, así como una serie de criterios para la valoración de los instrumentos financieros derivados y sus subyacentes.
- Las disposiciones adicionales modifican diversas normas, especialmente otras circulares de la CNMV, con el objeto de adaptarlas a la Circular de Derivados. Se deroga, asimismo, la normativa precedente y se establecen los plazos de entrada en vigor.

El contenido de la Circular de Derivados está en línea con lo establecido por la Directiva 2010/43/EU sobre requisitos organizacionales, conflictos de interés, normas de conducta, gestión de riesgos y contenido del acuerdo gestora-depositario y con un desarrollo de Nivel 3 sobre medidas de riesgo y cálculo de la exposición global y riesgos de contraparte para las UCITS (CESR/10-788).

Este artículo se organiza siguiendo, en líneas generales, la estructura de la Circular. Así, en la sección 2 se abordan los aspectos relacionados con los límites a la operativa en derivados y en la 3 las dos metodologías que se establecen en la norma. En la sección 4 se presentan los requisitos y límites de contraparte y los coeficientes de diversificación y en la 5 las modificaciones en el ámbito de las IIC con objetivo concreto de rentabilidad. La sección 6 presenta un ejercicio de comparación sobre el cómputo del límite a la inversión en derivados mediante las dos metodologías establecidas en la Circular para IIC con distintas políticas de inversión. El artículo se cierra con un apartado de conclusiones.

2 Límites generales por riesgo de mercado

La Circular de Derivados desarrolla y aclara algunos aspectos relacionados con los límites impuestos a la operativa en instrumentos derivados que se contemplan en el artículo 39.3 del RIIC y se desarrollan en el artículo 8 de la Orden EHA 888/2008. Así, en el caso del límite a las primas pagadas por la compra de opciones, que no pueden superar el 10% del patrimonio, la Circular aclara que:

- Las primas pagadas se valorarán a su precio de adquisición.
- Se podrán compensar las primas pagadas con las primas cobradas cuando las opciones no se hallen incorporadas en estructuras diferentes y coincidan en todas y cada una de sus características, a excepción de la fecha de contratación, contraparte o precio de ejercicio.
- El límite sólo se revisará cuando se produzca una nueva adquisición.

Además, la Circular incrementa este límite al 50% del patrimonio cuando la IIC opte por medir el compromiso mediante la metodología VaR. De esta manera, las IIC que opten por esta metodología tienen una mayor flexibilidad respecto al uso de estos instrumentos financieros frente a las IIC que opten por la metodología del compromiso.

En relación con la exposición total al riesgo de mercado asociada a instrumentos financieros derivados, la normativa de orden superior establece que no podrá superar

el patrimonio neto de la IIC. Por su parte, la Circular aclara que para el cumplimiento de este límite, la gestora podrá aplicar las metodologías del compromiso o la del VaR, descritas en el Capítulo II de la misma.

3 Metodologías para el cómputo del riesgo de mercado

Como se ha indicado, el Capítulo II de la Circular describe las dos metodologías contempladas para el cómputo del límite a la inversión en derivados: la metodología del compromiso y la metodología VaR.

3.1 Metodología del compromiso

Esta metodología establece un límite al apalancamiento de la IIC a través de sus posiciones en instrumentos derivados. A tal efecto, la Circular define unas reglas de cómputo que tienen por objeto expresar las posiciones en instrumentos derivados en posiciones equivalentes de contado.

Con carácter general, la metodología del compromiso comporta los dos pasos siguientes:

- En primer lugar, se determina para cada uno de los seis factores de riesgo definidos en la Circular (tipos de interés, riesgo de crédito, renta variable, divisa, materias primas e IIC) una posición neta primaria por instrumento financiero.
- Con posterioridad se compensan, para cada factor de riesgo, las posiciones netas primarias, siempre que esta compensación sea admisible, obteniendo las posiciones netas secundarias.

Para la determinación de las posiciones netas primarias y secundarias, la Circular establece una serie de reglas y criterios generales aplicables a todos los factores de riesgo, así como reglas específicas por cada uno de ellos. El compromiso total de la IIC será la suma de los importes de compromiso obtenidos para cada uno de estos factores de riesgo, sin que pueda compensarse compromiso entre distintos factores de riesgo.

A continuación se presenta con mayor detalle la manera de determinar este compromiso.

3.1.1 Determinación de la posición neta primaria

El valor de la posición neta primaria de los instrumentos financieros no sofisticados recogidos en las letras a), b) y d.1^o) del artículo 2.1 de la Orden EHA 888/2008¹ se determinará aplicando, con carácter general, las siguientes reglas:

1 La citada orden califica como instrumentos no sofisticados a (i) los derivados distintos de las opciones cuyo subyacente consista en renta fija y tipos de interés, siempre que resulte adecuada la utilización del

- Los instrumentos, distintos de las opciones, cuyos subyacentes sean tipos de interés o inflación se valorarán por el nominal que sirve para el cálculo de la liquidación de intereses.
- El resto de derivados no sofisticados, distintos de las opciones, se computarán por el valor de mercado del subyacente.
- Las opciones se valorarán multiplicando el nominal o valor de mercado del subyacente, según corresponda, por su delta.

La Circular contempla, asimismo, reglas específicas de cómputo, siempre que su aplicación sea factible, metodológicamente consistente y depare, en todo caso, un valor de la posición primaria más conservador que el que resultaría de la aplicación de las reglas generales anteriormente citadas. En concreto, la Circular contempla las siguientes reglas específicas:

- En derivados no sofisticados, distintos de las opciones, con subyacentes distintos de tipos de interés o inflación, puede utilizarse de forma alternativa el nominal o el precio de mercado.
- En la venta de protección mediante un *credit default swap* (CDS) correspondiente a una referencia determinada, se deberá computar el mayor de los dos importes siguientes: el valor de mercado del subyacente o el nominal.
- En los derivados sofisticados recogidos en las letras c) y d.3^º) del artículo 2.1 de la Orden EHA 888/2008 y en los derivados no sofisticados recogidos en la letra d.2^º) del mismo artículo y norma, se determinará la exposición potencial futura máxima que podría llegar a alcanzar el subyacente del derivado durante su vigencia.

La Circular establece que las siguientes operaciones no deben ser consideradas en la metodología del compromiso:

- Operaciones a plazo que correspondan a la operativa habitual de contado del mercado en el que se realicen, así como aquellas operaciones con diferimiento forzoso de la adquisición. Un ejemplo de estas operaciones serían las operaciones habituales de compraventa de activos de renta fija.
- Permutas de retorno absoluto o total, que cumplan ciertos criterios establecidos en la Circular.
- Cuando la IIC desarrolle estrategias de gestión con instrumentos derivados en las que no se genere una exposición adicional, sino una exposición equivalente

parámetro de «duración modificada» como medida del riesgo de mercado; (ii) los derivados, distintos de las opciones, con otros subyacentes, siempre que el instrumento o el subyacente sean negociados en un mercado en el que se difunda un precio de mercado diario obtenido a partir de operaciones de compraventa que se hubieran cruzado ese día; y (iii) las opciones financieras para las que la hipótesis de lognormalidad de precios y su valoración bajo modelos analíticos resulten admisibles. El resto de los productos derivados se consideran sofisticados.

a la que se obtendría a través de la inversión en contado. En todo caso, las inversiones mantenidas en contado no podrán exponer a la IIC a riesgos adicionales. Por ejemplo, considérese una IIC que quiera invertir en un índice pero que, en lugar de invertir en el índice mediante posiciones de contado, decida realizar una estrategia equivalente invirtiendo el efectivo en activos sin riesgo (por ejemplo, adquisiciones temporales de deuda o repos) y tomando simultáneamente posiciones en el índice a través de instrumentos derivados. Esta estrategia podría asimilarse a la inversión directa en el índice siempre que no exponga de forma significativa a la IIC a riesgos adicionales.

Una vez determinada la forma de valorar la posición primaria (larga/corta), la Circular establece que la posición neta primaria por cada instrumento financiero será la diferencia entre la suma de las posiciones primarias largas y las cortas, obteniendo así una posición neta larga o corta según que la diferencia sea positiva o negativa.

Por otra parte, la Circular establece una serie de casos en los que un instrumento financiero deberá desglosarse en varias posiciones. En muchos de estos casos lo que se persigue es separar los diferentes riesgos a los que una IIC está expuesta, buscando la esencia económica más que la forma jurídica del contrato. Estos casos son:

- En las permutas financieras (*swaps*) se desglosarán las dos ramas².
- Las operaciones que impliquen la adquisición o enajenación de dos divisas distintas del euro deberán desglosar las posiciones en cada una de las divisas.
- En los instrumentos referenciados a varios subyacentes, deberá desglosarse una posición por cada subyacente.
- Las operaciones estructuradas en las que se combinen varios derivados o en el caso de activos que incorporen un derivado implícito, deberán desglosarse en sus componentes, siempre que dicha descomposición sea necesaria para su valoración y medición de sus riesgos.

Por último, la Circular establece la posibilidad de desglosar la inversión en acciones o participaciones de otras IIC³, así como los instrumentos financieros derivados sobre índices, en los componentes a los que estén referenciados.

3.1.2 Determinación de la posición neta secundaria

Una vez que las IIC han determinado su posición neta primaria por cada instrumento financiero, la Circular establece una serie de compensaciones admisibles entre distintos instrumentos financieros distinguiendo entre:

2 Excepcionalmente en el caso de *swaps* de retorno absoluto no será necesario este desglose cuando una de las ramas implique recibir/pagar un interés a tipo variable y la otra rama esté vinculada a la evolución de cualquier otro subyacente. En este caso sólo será exigible el cómputo de esta última rama.

3 Tanto posiciones de contado como derivados, siempre y cuando la gestora disponga de información actualizada de esta exposición.

- Compensaciones entre distintos instrumentos financieros con el mismo subyacente.
- Compensaciones entre distintos instrumentos financieros con distintos subyacentes.

Para poder aplicar estas compensaciones, la Circular exige los dos requisitos siguientes:

- Que se produzca una mitigación o reducción eficiente de los riesgos del instrumento financiero tanto en condiciones normales como en situaciones de estrés asociadas al comportamiento del mercado.
- Que las estrategias de inversión tengan como única finalidad la cobertura de riesgos. Se excluye de este modo la posibilidad de compensar operaciones encaminadas a desarrollar las estrategias o arbitrajes conocidos como neutrales. En particular, entre otras exclusiones, la Circular no admite expresamente la compensación entre distintas opciones vendidas sobre el mismo subyacente.

3.1.3 Particularidades de cada factor de riesgo

Junto a una serie de reglas generales aplicables a todas las posiciones clasificadas dentro de cada una de las categorías de factores de riesgo, la Circular también establece algunas reglas particulares para los distintos factores de riesgo. Entre estas reglas específicas, las principales se comentan a continuación.

Riesgo de tipos de interés

La Circular establece para este riesgo dos posibilidades: el método general, consistente en aplicar las reglas descritas anteriormente y donde sólo se permite la compensación entre distintos instrumentos derivados sobre el mismo subyacente, y el método basado en las duraciones.

A diferencia del método general, en la metodología de las duraciones se permite una mayor compensación entre los distintos activos, siempre y cuando se cumplan otros requisitos establecidos en la Circular.

Para determinar el compromiso resultante sobre esta categoría aplicando el método de las duraciones, las IIC deberán seguir los siguientes pasos:

- Calcular la duración modificada de cada instrumento derivado.
- Clasificar las posiciones netas primarias de cada uno de los instrumentos en cuatro zonas en función del vencimiento residual. En la metodología de las duraciones se asume que los instrumentos derivados clasificados en una misma zona se van a comportar de una forma similar ante variaciones de tipos de interés. Por este motivo, mediante esta metodología se podrán realizar compensaciones entre los derivados clasificados en una misma zona. Adicionalmente, se contempla cierta relación entre las distintas zonas definidas y, por lo tanto, también se permite que se efectúen ciertas compensaciones entre las diferentes zonas.

- Ponderar cada una de las posiciones netas primarias por el cociente entre la duración del instrumento y la duración global de la IIC, obteniendo la posición neta primaria ponderada.
- Determinar la posición neta secundaria ponderada de cada zona, que será la menor entre las sumas de las posiciones netas primarias ponderadas largas y cortas.
- Por último, las IIC realizarán una serie de compensaciones en cascada entre las distintas zonas hasta determinar al final el importe residual no compensado.

El importe de compromiso computado por este método será la suma del importe residual no compensado, más un porcentaje del importe compensado entre las distintas zonas.

Riesgo de crédito

La Circular establece que se calcularán posiciones netas primarias de los instrumentos derivados cuyo subyacente sea un activo de renta fija, un riesgo de crédito sobre una entidad de referencia o cualquier otro de naturaleza análoga.

Quedan excluidos los instrumentos derivados

- que hayan computado compromiso sobre tipos de interés por el método general por la totalidad de su posición neta primaria;
- que hayan computado compromiso sobre tipos por el método de las duraciones y siempre que su aplicación no suponga la asunción de un riesgo de crédito significativo.

Para la determinación del compromiso por el riesgo de crédito se seguirán las reglas generales. Para poder efectuar compensaciones, la Circular exige una serie de requisitos, entre otros, que la obligación de referencia y el instrumento financiero cubierto deberán pertenecer a la misma categoría de subordinación y tener un plazo de vencimiento muy similar.

La compensación de las posiciones podrá ser total o parcial, y dependerá del derivado que se utilice, así como de si se alcanzan todos o parte de los requisitos establecidos en la Circular.

Compromiso en otras IIC

Con objeto de primar en el cómputo del compromiso el fondo económico de la inversión frente al instrumento elegido para su realización, las IIC que no hayan procedido a descomponer la inversión en otras IIC deberán considerar esta inversión como un factor de riesgo adicional, con independencia de que la misma se efectúe mediante posiciones de contado o derivados.

En este sentido, la Circular establece que las IIC deberán computar dentro de este factor de riesgo el importe que resulte de multiplicar el porcentaje de apalancamiento

to de la IIC objeto de inversión por la posición mantenida en ésta. En caso de no disponer de información concreta sobre el nivel de apalancamiento, la Circular establece unos porcentajes fijos en función de si la inversión se efectúa de forma directa o a través de un instrumento derivado, así como en función de la tipología de IIC objeto de inversión.

El objetivo del cómputo de este riesgo es medir el compromiso real al que está expuesta la IIC, con independencia del vehículo de inversión utilizado (producto estructurado, nota, IIC, etc.). Por ejemplo, si no se computase este riesgo, una IIC que invirtiera el 100% de su patrimonio en IIC que replican dos veces un índice y que a su vez se apalancase mediante posiciones en derivados a este índice estaría tres veces apalancada con respecto a su patrimonio, cuando la metodología del compromiso limita el apalancamiento a dos veces.

3.2 Metodología del valor en riesgo (VaR)

La metodología VaR, a diferencia de la metodología del compromiso, que se centra en limitar la exposición en instrumentos derivados, establece un límite a las pérdidas potenciales en que podrían incurrir las IIC por las posiciones que mantuviesen tanto en contado como en derivados durante un determinado periodo.

Para la aplicación de esta metodología, la Circular establece

- unas condiciones generales relativas tanto a la metodología como al modelo;
- medidas complementarias al modelo;
- criterios cuantitativos y cualitativos para la determinación del VaR;
- límites, excesos y otras cautelas.

3.2.1 Condiciones generales

La Circular establece las siguientes condiciones sobre la metodología y el modelo para poder utilizar el método VaR:

- Las IIC podrán aplicar un límite de «VaR relativo» o bien un límite de «VaR absoluto»⁴, que dependerá, entre otras cosas, de la política de inversión de la IIC. No obstante, la gestora deberá encontrarse en disposición de acreditar que los límites fijados son adecuados y acordes con la política de inversión y riesgos establecidos en el folleto informativo de la IIC.
- El modelo utilizado para el cálculo del VaR deberá integrarse adecuadamente en la gestión diaria de la IIC, ser conceptualmente sólido y capturar los riesgos

4 El VaR relativo hace referencia al la «pérdida máxima» (con un horizonte temporal y una probabilidad establecidos) de la cartera de la IIC en comparación con la pérdida máxima de una cartera de referencia o índice, mientras que el VaR absoluto hace referencia a la pérdida máxima de la IIC.

asociados a las posiciones mantenidas por las IIC. Entre otros modelos, se consideran generalmente aceptados los modelos paramétricos y los basados en simulación histórica y simulación de Montecarlo.

- La entidad gestora deberá contar con los medios necesarios para la aplicación de la metodología elegida, así como con mecanismos de control interno que aseguren su adecuado funcionamiento. La gestora deberá haber probado el modelo durante al menos tres meses antes de comenzar a utilizarlo.
- En el caso de que se apliquen modelos diseñados internamente, éstos deberán ser validados por un tercero independiente al proceso de diseño que asegure su adecuado funcionamiento.
- Los depositarios deberán articular un sistema de control interno que les permita verificar anualmente los procedimientos de implementación y la idoneidad del modelo y revisar mensualmente que los parámetros utilizados son los adecuados.

Con estas medidas la Circular pretende que se establezca un adecuado sistema de control del modelo implementado, así como de los parámetros utilizados en el cálculo del VaR, y que el cálculo del VaR no sea un procedimiento aislado dentro de la organización cuyo único fin sea calcular los límites a los derivados, sino que éste se encuentre integrado en la gestión diaria.

3.2.2 Medidas complementarias

Además de estas condiciones generales, la Circular exige para poder implementar la metodología VaR la utilización de las siguientes medidas complementarias:

- Realizar un programa de evaluación de situaciones extremas (*stress testing*).
- Realizar un programa diario de control a posteriori del cambio en la sesión frente a la pérdida potencial máxima estimada por el modelo (*back-testing*).
- Monitorizar el grado de apalancamiento de la IIC. Con carácter general, podrá tomar para ello la ratio entre el importe nominal de las posiciones y el patrimonio de la IIC.
- La gestora deberá realizar análisis adicionales, sobre todo en aquellos instrumentos que presenten un elevado «riesgo de colas», para determinar la media de las pérdidas superiores al percentil utilizado en la medición del VaR (VaR condicional).

Con estas medidas la Circular persigue que el límite basado en el VaR no sea un límite aislado, sino que se tomen en consideración en la delimitación de los riesgos y en la toma de decisiones de gestión tanto los resultados del VaR como los relacionados con las medidas complementarias.

Con carácter general, los controles de estrés, apalancamiento y seguimiento del VaR condicional se realizarán mensualmente. No obstante, en función de la política de

inversión y los riesgos a los que se exponga la IIC, esta periodicidad podrá aumentarse o disminuirse. En cualquier caso, siempre que se produzcan modificaciones relevantes tanto en la composición de la cartera como en las condiciones de mercado, las gestoras deberán revisar estas medidas de inmediato.

La Circular establece que la unidad encargada de la función de gestión de riesgos será la responsable de asegurar el correcto funcionamiento del modelo y enumera sus responsabilidades, entre las que se encuentran una adecuada parametrización y el establecimiento de límites, el control de las medidas adicionales y la conservación de la documentación referida al modelo y a las medidas adicionales.

3.2.3 Criterios cuantitativos y cualitativos para la determinación del VaR

La Circular establece que, como norma general, el VaR deberá calcularse con una frecuencia diaria, con un intervalo de confianza del 99% y un horizonte temporal no superior a un mes (o 20 días hábiles). Las IIC podrán realizar reescalados tanto en el horizonte temporal como en el intervalo de confianza que, no obstante, no podrá ser inferior al 95%.

La Circular ofrece unas pautas generales que debe cumplir el modelo a utilizar para la determinación del VaR (tal y como se ha descrito en el apartado 3.2.1). En la misma línea, la Circular establece unos factores mínimos que en cualquier caso se deberán tener en cuenta en función del instrumento financiero utilizado para determinar el VaR de una IIC, como pueden ser, entre otros, los tipos de interés por cada divisa, las variaciones de los tipos de cambio entre cada divisa y el euro, etc.

Por otra parte, la Circular establece que la estimación, entre otros parámetros, de volatilidades y correlaciones deberá realizarse a partir de una muestra de observaciones previas de al menos un año. También indica que se deberán aplicar en todo momento criterios de máxima prudencia a la hora de considerar la correlación entre instrumentos financieros, en especial cuando sean de distinta naturaleza.

3.2.4 Límites del VaR y excesos en los límites

En caso de aplicar un VaR relativo, las IIC deberán establecer un límite basado en una cartera de referencia. El límite elegido no podrá duplicar el VaR de dicha cartera para cada factor de riesgo.

Esta metodología no podrá ser aplicada por las IIC con políticas de inversión que cambien con frecuencia. En cambio, la metodología puede aplicarse, entre otras, en las IIC con estrategias de gestión basadas en replicar o tomar como referencia un índice de mercado definido en el folleto (*benchmark*).

En caso de aplicar un VaR absoluto, las IIC deberán establecer un límite definido como un porcentaje de pérdidas sobre el patrimonio, que se determinará en función de su política de inversión y el perfil de riesgo definido en folleto. En ningún caso el límite podrá ser superior al 20% del patrimonio, calculado con un nivel de confianza del 99% y un horizonte temporal de un mes.

En cuanto al tratamiento de los excesos sobre los límites⁵, la Circular establece que, en el supuesto de que en los controles a posteriori se produzcan entre cuatro y diez excesos en los 250 días hábiles precedentes, la gestora deberá revisar el origen de estos excesos y en su caso deberá introducir mejoras en el modelo.

Además, la IIC deberá aplicar un factor corrector del 50% cuando:

- el número de excesos sea superior a diez;
- los resultados de las pruebas de simulación de casos extremos estimen en la práctica totalidad de escenarios y de manera recurrente una pérdida doble de la fijada;
- se detecten posibles escenarios en los que, debido al elevado apalancamiento de la IIC, se pudieran producir niveles de pérdidas superiores al patrimonio de la IIC.

Por otra parte, la CNMV podrá imponer modificaciones al modelo, en general, siempre que considere que éste no estima de forma adecuada la pérdida potencial máxima de la cartera de la IIC. La Circular establece unas cautelas en el caso de que el modelo no sea lo suficientemente efectivo en la medición de riesgos o cuando la IIC pueda estar asumiendo un riesgo significativo en situaciones adversas. En estas circunstancias, la Circular obliga, en primer lugar, a que se revise el modelo y si persisten los excesos se deberá reducir la exposición al riesgo (aplicación del factor corrector) a menos que la gestora pueda justificar estas desviaciones frente a la CNMV.

4 Riesgos de contraparte y coeficientes de diversificación

4.1 Riesgos de contraparte

El Capítulo III de la Circular especifica que las contrapartes en operaciones con instrumentos derivados deberán contar con una calificación crediticia mínima asimilable a la de A⁶.

El riesgo de contraparte se computa por los saldos positivos acumulados pendientes de liquidar. Cuando existan saldos deudores y acreedores con una misma contrapartida podrán compensarse entre sí, siempre que estén amparados por un contrato de compensación⁷.

La Circular ha introducido un nuevo marco para la reducción del riesgo de contraparte mediante la aportación de garantías. Estas garantías minorarán el riesgo de

5 Cuando la variación de cartera en una sesión supere al importe máximo estimado por el modelo

6 Largo plazo de «A-» por Standard & Poor's, «A3» por Moody's, «A-» por Fitch o similares. Corto plazo de «A-2» por Standard & Poor's, «P-2» por Moody's, «F2» por Fitch o similares.

7 Estos contratos de compensación deberán cumplir los requisitos establecidos en el Capítulo II del Real Decreto Ley 5/2005.

contraparte siempre que cumplan determinados requisitos como liquidez, diversificación y emisor distinto del grupo de la contraparte, entre otros.

La Circular ha ampliado los activos admisibles como garantía a efectivo y depósitos en entidades de crédito, acciones y participaciones de IIC «monetarias», deuda pública, acciones admitidas a cotización que sean componentes de un índice y deuda privada no subordinada admitida a negociación.

Como novedad, la Circular introduce la posibilidad de invertir las garantías recibidas en depósitos en entidades de crédito, acciones y participaciones de IIC monetarias y deuda pública, siempre que estos activos sean líquidos, el emisor no pertenezca al grupo de la contrapartida y se respete la política de inversión de la IIC.

La calificación mínima de la contraparte no será exigible cuando ésta aporte garantías que se ajusten a lo establecido por la Circular.

4.2 Diversificación

El artículo 38 del RIIC establece límites, en términos de porcentajes sobre el patrimonio, a las posiciones mantenidas en instrumentos financieros de contado o derivados, emitidos o avalados por un mismo emisor.

La Circular aclara que, a efectos de este límite, el importe de los instrumentos financieros derivados se computa por el método del compromiso. Así, para cada emisor se deberá identificar la suma de las posiciones netas secundarias correspondientes a los factores de riesgo de renta variable, riesgo de crédito e IIC, siendo la posición final por emisor la suma de estas posiciones y las posiciones de contado que no hayan sido objeto de cobertura. Las opciones compradas que se liquiden por diferencias podrán computarse por el valor de mercado de la prima, en lugar de por el valor de mercado del subyacente.

5 IIC con objetivo concreto de rentabilidad

La Circular de derivados ha ampliado el marco de actuación de las IIC garantizadas con objetivo concreto de rentabilidad a todas las IIC con objetivo concreto de rentabilidad.

En primer lugar, la Circular define las IIC con objetivo concreto de rentabilidad como IIC cuya política de inversión tiene como única finalidad alcanzar un objetivo concreto de rentabilidad, definido de manera clara y detallada en el folleto informativo, con un vencimiento inferior a los nueve años.

Estas IIC, durante un periodo concreto inferior a tres meses, podrán:

- no valorar las posiciones en instrumentos financieros derivados cuando la valoración diaria introduzca distorsiones respecto a la finalidad de alcanzar un objetivo concreto de rentabilidad, se incluya una delimitación expresa en el

folleto informativo del periodo de no valoración que no podrá superar los tres meses y la operación no se haya pactado en un plazo anterior a los diez días previos a la inscripción del folleto en la CNMV;

- superar los límites a la inversión en derivados, siempre que la entidad gestora pueda acreditar que con posterioridad a este periodo no se superarán estos límites;

Con la primera de estas medidas se pretende que durante el periodo de comercialización el valor liquidativo del fondo sea estable y, con la segunda, que durante este periodo se pueda establecer la estructura de la IIC sin limitaciones.

En cuanto a las IIC con un objetivo concreto de rentabilidad garantizada, la Circular las define como aquellas IIC que dispongan de una garantía otorgada por una tercera entidad con una calificación crediticia superior a A- o equivalente que se comprometa a aportar la cantidad necesaria para que se alcance el valor liquidativo garantizado y que garantice a vencimiento al menos el 75% de la inversión inicial. Las IIC con un objetivo concreto de rentabilidad garantizado por un tercero podrán superar los límites a la operativa en derivados⁸, así como el límite de contraparte⁹, hasta que finalice el periodo de garantía.

6 Metodología del compromiso frente a metodología VaR: un ejemplo

En esta sección se comparan, a título ilustrativo, los resultados de la aplicación de las metodologías del compromiso y del VaR. A tal fin, se han elegido tres IIC hipotéticas que mantienen carteras con un mismo valor patrimonial, pero diferentes en cuanto a su composición. Este ejemplo subraya la importancia de tener en cuenta la política de inversión de la IIC a la hora de elegir la metodología a aplicar.

Considérense las siguientes IIC, todas ellas con un patrimonio de un millón de euros:

- IIC A: invierte gran parte de la cartera de contado en renta variable española y vende futuros sobre un índice de renta variable española por el 100% de su patrimonio. La cartera de contado no replica el índice, aunque comparte gran parte de los activos de éste.
- IIC B: invierte gran parte de la cartera de contado en renta variable española y compra futuros sobre el índice «Alpha» de renta variable española por el 100% de su patrimonio. Esta IIC toma como referencia el índice «Alpha».
- IIC C: invierte su cartera en renta fija española y compra futuros sobre bonos nacionales alemanes por el 100% de su patrimonio.

8 Límite del 10% del patrimonio en primas pagadas sobre opciones y límite de exposición del 100% del patrimonio establecidos en el artículo 39.3 del RIIC.

9 Límite del 10% de contrapartida establecido en el artículo 9.3 de la Orden EHA 888/2008.

En el cuadro 1 se muestra el cómputo del nivel de compromiso sobre el patrimonio que tendría cada una de estas IIC, así como el VaR absoluto obtenido. Por ejemplo, un VaR a un día de 41 mil euros con un nivel de confianza del 99% indica que, en 99 de cada 100 días, el riesgo máximo de pérdida diaria es de ese importe (4,1% del patrimonio) y que sólo en un día de cada 100 se perdería un importe superior.

Ejercicio: compromiso y VaR absoluto para las IIC A, B y C

CUADRO 1

Opción	Compromiso	VaR (miles de euros) ¹		
		Cartera contado	Contado + derivados	VaR abs.
A: IIC RV: cubre 100% con derivados	24%	41	9	0,90%
B: IIC RV: Apalancada un 100% del patrimonio con derivados	100%	41	95	9,5%
C: IIC RF: Apalancada un 100% del patrimonio con derivados	100%	8	11	1,10%

1 VaR a un día con un nivel de confianza del 99%.

La Circular establece que las IIC que opten por la metodología del VaR absoluto deberán determinar un límite máximo en función de la política de inversión y del perfil de riesgo definido en folleto. En todo caso, este límite no podrá ser superior al 20% del patrimonio calculado a un mes y bajo un nivel de confianza del 99%. Este límite reescalado a un día y con un nivel de confianza del 99% sería, en este ejemplo, del 4,47%¹⁰ del patrimonio.

En el cuadro 1 se puede observar lo siguiente:

- IIC «A»: esta IIC está mitigando el riesgo de mercado de su cartera. En relación al compromiso, la IIC ha compensado parte de las posiciones de contado con el índice; no obstante, esta compensación no es perfecta. Si nos fijamos en el VaR absoluto, éste se reduce significativamente. En cualquier caso, se puede observar cómo tanto si computase el riesgo de mercado mediante el compromiso como si lo hiciera mediante el VaR absoluto, estaría dentro de los límites establecidos en la Circular.
- IIC «B»: esta IIC está apalancada con respecto al índice «Alpha», y toma como referencia dicho índice. El VaR del índice es de 53 miles de euros. Por lo tanto, esta IIC podría aplicar el límite del VaR relativo, siendo éste inferior al límite del 100% establecido en la Circular. Cabe destacar que el VaR absoluto sería del 9,5%, muy superior al límite establecido en la Circular debido a que el propio índice durante el periodo de observación tiene un VaR absoluto del 5,3%.
- IC «C»: esta IIC, desde el punto de vista del método del compromiso, estaría apalancada al 100% del patrimonio. No obstante, se puede observar cómo, al estar apalancada a través de derivados sobre bonos nacionales alemanes con

10 La Circular permite escalar el límite, en este caso se ha escalado a un día ($4,77\% = 20\% * \text{raiz}[1]/\text{raiz}[20]$)

un VaR absoluto bajo, la cartera tendría un VaR absoluto del 1,1% del patrimonio, muy inferior al límite del 4,47% fijado en la Circular.

Así pues, la elección de una u otra metodología no es arbitraria, ya que ésta deberá ser adecuada a la política de inversión y riesgos establecida en el folleto informativo. En general, para las IIC cuyas políticas de inversión se basen en estrategias simples, la metodología del compromiso ofrece resultados similares a los obtenidos con la metodología VaR.

7 Conclusiones

La Circular 6/2011 de la CNMV ofrece dos metodologías para medir el riesgo asociado al uso de derivados por las IIC: la del compromiso y la metodología VaR. A su vez, cada metodología ofrece distintas opciones. Las gestoras deberán analizar en función de la política de inversión de cada IIC, de su estilo de gestión y del método interno de control y medición de los distintos riesgos de las IIC qué metodología es la más adecuada para cada IIC gestionada.

Dentro de la metodología del compromiso, el método general es a priori el más sencillo de aplicar. Esta metodología podría ser utilizada en IIC con cartera de renta variable y poca actividad en instrumentos derivados, limitada principalmente a coberturas o para incrementar la exposición a una cartera o índice de referencia. En cambio, el método de las duraciones presenta una mayor complejidad, aunque permite mayores compensaciones en instrumentos de renta fija, siempre y cuando se cumpla con los requisitos establecidos en la Circular. Esta metodología parece más adecuada para fondos de renta fija que cubran la cartera o corrijan la duración mediante la utilización de derivados de renta fija.

Por su parte, la metodología VaR permite, en principio, mayores compensaciones entre los activos que el enfoque del compromiso. No obstante, para aplicar esta metodología, la Circular establece una serie de requisitos y de medidas complementarias encaminadas a favorecer el seguimiento del riesgo de mercado por la operativa en derivados. La metodología VaR podría ser adecuada para IIC que operen de forma activa en derivados tanto con finalidad de cobertura como de inversión. El límite del VaR relativo podría ser más adecuado para IIC que repliquen o tomen como referencia un índice o *benchmark*, mientras que el límite de VaR absoluto podría ser más adecuado para IIC con políticas de gestión globales o fondos que basen su gestión en el VaR.

En cualquier caso, la elección de un método u otro debe tener en cuenta la política de inversión y de riesgos establecida en folleto que, a su vez, debe describir adecuadamente la complejidad y los riesgos de las estrategias de inversión.

IV Anexo legislativo

Las novedades legislativas aprobadas desde la publicación del boletín de la CNMV del primer trimestre de 2011 han sido, por orden cronológico, las siguientes:

- **Ley 2/2011, de 4 de marzo**, de Economía Sostenible.

Esta norma introduce numerosas modificaciones legislativas en distintos ámbitos, limitándose esta reseña a cuestiones propias del mercado de valores.

En primer lugar, se ha modificado la Ley del Mercado de Valores (LMV), ampliando el contenido del Informe anual de gobierno corporativo, lo cual requerirá también ulteriores desarrollos normativos. Las sociedades cotizadas, y en lo que proceda las cajas de ahorros, deberán informar también sobre las siguientes cuestiones:

- Medidas antiopa y blindajes.
- Delegaciones en el Consejo de administración para emitir y recomprar valores.
- Sistemas de control interno de la información financiera.
- Emisión, en su caso, de valores que no se negocian en un mercado comunitario.

En segundo lugar, se introduce la votación consultiva en la Junta general de accionistas de las políticas retributivas de las sociedades cotizadas (*say on pay*). A tal efecto, el artículo 61 ter de la LMV regula el contenido del informe de remuneraciones, que pasa a ser un documento independiente del Informe anual de gobierno corporativo. La votación consultiva en la Junta debe referirse tanto a la política retributiva del ejercicio cerrado como a la prevista para el año en curso.

En tercer lugar, la Ley aborda una amplia revisión del Derecho sancionador del mercado de valores, introduciendo modificaciones en la LMV, la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva y la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras. Destacamos las siguientes modificaciones en esta materia:

- Se recoge la posibilidad de que la CNMV exija a las personas y entidades sometidas a su supervisión la aportación de informes de expertos independientes, de auditores o de sus órganos de control interno o cumplimiento normativo.
- Se establece la obligación de los sujetos sometidos a la supervisión de la CNMV de poner a disposición de ésta, cuando así se les requiera, las conversaciones telefónicas de índole comercial que hayan sido grabadas con el consentimiento previo del cliente o inversor.
- Se regula el sistema de notificación electrónica, mediante el que la CNMV y el Banco de España podrán dirigir comunicaciones y requerimientos a los sujetos supervisados.

- Se otorga valor probatorio a los hechos constatados en el ejercicio de sus funciones de supervisión e inspección por el personal de la CNMV debidamente autorizado.
- Se suprimen ciertas obligaciones de los registradores mercantiles en relación con las operaciones sobre acciones propias.
- Se modifica el cuadro de infracciones graves y muy graves. En cuanto a las infracciones leves, a la disposición general de cierre por la que se considera infracción leve todo incumplimiento de las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores que no constituya infracción grave o muy grave, se añaden expresamente dos supuestos constitutivos de infracción leve relativos a la remisión de información y la falta de colaboración y al incumplimiento de normas de conducta previstas en la LMV.
- Se establecen algunos criterios de determinación de las sanciones aplicables.
- Se contempla la posibilidad de no incoar expediente sancionador para infracciones leves.
- Se introducen tipos sancionadores relativos al incumplimiento de las normas de conducta de las entidades de crédito y se incrementan los importes de las multas previstas para estas entidades.
- En materia de instituciones de inversión colectiva, se incluye a los agentes de las sociedades gestoras de IIC en el régimen de supervisión, inspección y sanción; se revisan varios tipos sancionadores y se añaden criterios para la determinación de las sanciones.
- El régimen sancionador de las entidades de capital-riesgo se remite a la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva.

En cuarto lugar, es importante mencionar que también se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, en cuanto a la publicidad de las operaciones de transformación y fusión de las IIC.

En quinto lugar, se modifica la Ley 13/1985, de 24 de marzo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, en lo que se refiere a las políticas de remuneraciones de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión. Se prevé que las entidades deban publicar sus políticas y prácticas de remuneración, informando sobre el proceso de decisión de las retribuciones, sus características y la relación entre la remuneración y el desempeño. Se faculta al Banco de España para revisar dichas políticas y prácticas de remuneración y, en particular, para limitar las remuneraciones variables cuando sean incoherentes con el mantenimiento de una base sólida de capital. Conviene advertir que la regulación de las políticas retributivas de las entidades de crédito ha vuelto a modificarse mediante la Ley 6/2011, de 11 de abril, por la que se modifican la Ley 13/1985, de

25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas.

En sexto lugar, se deroga la normativa de los comisionados para la defensa del cliente de servicios financieros, si bien se mantiene transitoriamente el procedimiento previsto en esta normativa sobre tramitación de reclamaciones.

Por último, se modifica la Ley de Sociedades de Capital para reconocer el derecho de las sociedades cotizadas con acciones representadas en anotaciones en cuenta, a conocer en todo momento a sus accionistas.

- **Orden PRE/627/2011, de 22 de marzo**, por la que se establecen los requisitos a los que deberán ajustarse los Convenios de Promoción de Fondos de Titulización de Activos para favorecer la Financiación empresarial.

La norma tiene por objeto determinar el procedimiento de formalización de los convenios de promoción de titulización de activos regulados en la misma, así como los requisitos que deben cumplir los fondos de titulización que, al amparo de aquéllos, pueden beneficiarse de los avales del Estado previstos en la ley de presupuestos vigente en cada ejercicio, para garantizar parte de los valores de renta fija que emitan. Asimismo, se establece el régimen, contenido y modelos de los convenios que podrán suscribir con el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, a través de la Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, las entidades señaladas.

En ese sentido, se integran las modificaciones introducidas por la Ley 26/2009, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2010 y el Real Decreto-Ley 6/2010, de 9 de abril, de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo, en esta materia, incorporando además algunas mejoras en materia de competencia y de procedimiento. En primer lugar, se atribuye al titular de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera la competencia para fijar, en su caso, la comisión por el aval. En segundo lugar, se retrasa una quincena el plazo de presentación de las solicitudes de convenio. También se refuerza el papel de la Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa en la Comisión de evaluación y, por último, se habilita al titular de la anterior para la modificación de los modelos de convenios.

- **Directiva 2011/35/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de abril de 2011**, relativa a las fusiones de las sociedades anónimas.

Esta Directiva refunde la Tercera Directiva 78/855/CEE del Consejo, de 9 de octubre, incorporando sucesivas directivas en materia de fusiones, tales como la Directiva 2006/99/CE, la Directiva 2007/63/CE, y la Directiva 2009/109/CE. Se coordina, por tanto, la legislación de los Estados Miembros relativa a las fusiones de las sociedades anónimas con el objetivo de proteger los intereses de los socios y de los terceros.

- Ley 6/2011, de 11 de abril, por la que se modifican la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del derecho vigente en materia de entidades de crédito al de las Comunidades Europeas.

La presente Ley tiene como objeto iniciar la trasposición de la Directiva 2009/111/CE y, para ello, se modifican la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

En materia de solvencia y limitaciones a la concentración de riesgos de las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, se acometen una serie de reformas fundamentales. Entre ellas se incluye la imposición a las anteriores de la obligación de cumplir con determinados requisitos para exponerse a posiciones de titulización y para iniciar una titulización. De igual modo, con el objetivo de reforzar la calidad de sus recursos propios, se determinan los requisitos necesarios para la admisibilidad de las participaciones preferentes y demás instrumentos de capital híbridos como fondos propios básicos de las entidades de crédito. Las modificaciones introducidas en el régimen jurídico de las participaciones preferentes son, en particular, las siguientes:

- La cancelación del pago de la remuneración a los titulares de participaciones preferentes podrá ser exigida por el Banco de España basándose en la situación financiera y de solvencia de la entidad de crédito emisora o matriz.
- En materia de Derecho concursal, la cancelación del pago de la remuneración a los titulares de participaciones preferentes no se considerará a los efectos de determinar la insolvencia del deudor o el sobreseimiento en el pago de sus obligaciones.
- En caso de pérdidas significativas o caída relevante de los ratios de solvencia, los titulares de las participaciones preferentes, de acuerdo con las condiciones de cada emisión, deberán asumir las pérdidas de la entidad mediante la conversión de sus títulos en acciones o cuotas participativas o mediante la reducción del valor nominal de sus participaciones preferentes.

Por otra parte, se exige a estas entidades financieras la observancia de normas de gobierno que incluyan políticas de remuneración coherentes con la promoción de una gestión del riesgo sólida y efectiva.

Otra novedad importante consiste en que se introducen nuevas medidas destinadas al reforzamiento de la cooperación entre supervisores, como son la obligación del Banco de España y de la CNMV de tener en cuenta las repercusiones de sus decisiones sobre la estabilidad financiera de otros Estados Miembros, la regulación de los colegios de supervisores y de las decisiones conjuntas en el

ámbito de la supervisión de grupos transfronterizos o la posibilidad de declarar sucursales de entidades de crédito autorizadas en otro Estado Miembro como significativas, a los efectos de constituir los mencionados colegios de supervisores.

- **Ley 7/2011, de 11 de abril, por la que se modifica la Ley 41/1999, de 12 de noviembre**, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores y el Real Decreto Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública.

Mediante la presente Ley se lleva a cabo la transposición de la Directiva 2009/44/CE que, atendiendo a la evolución experimentada recientemente en los mercados financieros, actualiza el contenido de la Directiva 98/26/CE sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, y la Directiva 2002/47/CE, sobre acuerdos de garantía financiera, en lo relativo a los sistemas conectados y a los derechos de crédito.

Uno de los principales cambios registrados en el sector desde la elaboración de la Directiva 98/26/CE es el crecimiento de las conexiones entre sistemas de pago y liquidación de valores. A ello ha contribuido, entre otros, el Código de Conducta Europeo en materia de compensación y liquidación, que apostaba por la completa interoperabilidad de todas las infraestructuras de negociación con las de postcontratación y de éstas entre sí, a fin de favorecer que el cliente pudiera elegir el proveedor del servicio.

De este modo, la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pago y liquidación de valores, resulta modificada al objeto de dar reconocimiento a los llamados sistemas interoperables y extenderles las normas vigentes sobre firmeza de las órdenes de transferencia que se cursen a través de dichos sistemas.

A los efectos de la presente Ley, se consideran sistemas interoperables dos o más sistemas cuyos gestores hayan celebrado un acuerdo mutuo que entrañe la ejecución entre sistemas de las órdenes de transferencia. Sin embargo, los acuerdos celebrados entre sistemas interoperables no constituyen un sistema.

Cada sistema determinará en sus propias normas el momento de irrevocabilidad y firmeza de las órdenes de transferencia y, en el caso de los sistemas interoperables, las normas de cada uno de ellos garantizarán, en la medida de lo posible, la coordinación con las normas de los otros sistemas afectados en cuanto a la determinación de tales momentos. No obstante, salvo que así lo establezcan expresamente las normas de todos los sistemas interoperables entre sí, las normas de cada uno de ellos relativas al momento de la irrevocabilidad y de la firmeza no se verán afectadas por las de los demás.

En lo que concierne a la modificación del Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso de la productividad y para la mejora de la contratación pública, salvo en los supuestos legalmente previstos, se incluyen los derechos de crédito como parte de las garantías que pueden utilizarse en el ámbito de las operaciones financieras.

En consecuencia, la incoación de un procedimiento de insolvencia de un participante en un sistema, incluso interoperable, o de un gestor de un sistema, no producirá efecto sobre los derechos y obligaciones de dicho participante o de dicho gestor que resulten de la compensación o deriven de órdenes de transferencia firmes. De igual modo, tampoco afectará a los derechos de crédito que –a modo de garantía– hubiera constituido un participante en favor del sistema o de otros participantes. En estos casos, los beneficiarios de las garantías gozarán de derecho absoluto de separación de los bienes ofrecidos en garantía.

- **Reglamento (UE) n.º 513/2011, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2011**, por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia.

Conforme a los cambios propuestos, la nueva autoridad de supervisión europea (ESMA), ostentará competencias exclusivas en materia de supervisión sobre las agencias de calificación crediticia registradas en la UE, entre las que se incluirían también las filiales europeas Fitch, Moody's y Standard & Poor's.

Las facultades de ESMA incluyen la de solicitar información, incoar investigaciones y efectuar inspecciones in situ. Además, los emisores de instrumentos de financiación estructurada como las entidades de crédito y las empresas de inversión deberán facilitar a todas las demás agencias de calificación crediticia interesadas acceso a la información que suministren a su propia agencia de calificación, con el fin de que aquéllas puedan emitir calificaciones no solicitadas.

- **Ley 11/2011, de 20 de mayo, de reforma de la Ley 60/2003, de 23 de diciembre**, de arbitraje y de regulación del arbitraje institucional en la Administración General del Estado.

Entre otras medidas que recogen el propósito de impulsar el arbitraje como medio alternativo de solución de conflictos, la presente Ley aclara, mediante la inclusión de dos nuevos preceptos en la Ley 60/2003, de 23 de diciembre, de Arbitraje, las dudas existentes en relación con el arbitraje estatutario en las sociedades de capital. Se reconoce la arbitrabilidad de los conflictos que en ellas se plantean y, en línea con la seguridad y transparencia que guía la reforma con carácter general, se exige una mayoría legal reforzada para introducir en los estatutos sociales una cláusula de sumisión al arbitraje. Junto a ello también se establece que el sometimiento a arbitraje de la impugnación de acuerdos societarios, requiere la administración y designación de los árbitros por una institución arbitral. En este sentido, la expresión 'institución arbitral' hace referencia a cualquier entidad que tenga un reglamento de arbitraje y, conforme a él, se dedique a la administración de arbitrajes.

V Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2008	2009	2010	2010			2011	
				II	III	IV	I	II ²
IMPORTES EFECTIVOS³ (millones de euros)	16.349,3	11.390,7	16.012,7	5.115,3	2.322,6	8.333,3	3.237,0	213,4
Ampliaciones de capital	16.339,7	11.388,7	15.407,0	4.580,9	2.322,6	8.262,0	3.237,0	213,4
De ellas, mediante OPS	292,0	17,3	958,7	923,7	6,0	14,2	0,0	0,0
Tramo nacional	292,0	14,9	61,6	26,8	5,9	13,9	0,0	0,0
Tramo internacional	0,0	2,5	897,2	896,9	0,0	0,3	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	9,5	1,9	605,7	534,4	0,0	71,4	0,0	0,0
Tramo nacional	9,5	1,9	79,1	7,7	0,0	71,4	0,0	0,0
Tramo internacional	0,0	0,0	526,7	526,7	0,0	0,0	0,0	0,0
IMPORTES NOMINALES³ (millones de euros)	1.835,8	1.892,1	6.313,4	2.851,9	2.234,5	1.083,2	547,7	60,1
Ampliaciones de capital	1.835,7	1.892,0	6.304,4	2.851,9	2.234,5	1.074,3	547,7	60,1
De ellas, mediante OPS	100,0	0,1	1,9	0,2	0,7	1,0	0,0	0,0
Tramo nacional	100,0	0,1	1,8	0,1	0,7	0,9	0,0	0,0
Tramo internacional	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,1	0,0	9,0	0,0	0,0	8,9	0,0	0,0
Tramo nacional	0,1	0,0	8,9	0,0	0,0	8,9	0,0	0,0
Tramo internacional	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴	54	53	69	18	12	29	17	13
Ampliaciones de capital	53	53	67	17	12	28	17	13
De ellas, mediante OPS	2	2	12	4	2	4	0	0
De ellas, liberadas	18	11	15	4	3	7	2	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	1	3	2	0	1	0	1
NÚMERO DE EMISORES⁴	39	34	46	13	10	23	13	8
Ampliaciones de capital	38	34	45	13	10	22	13	8
De ellas, mediante OPS	2	2	12	4	2	4	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	1	2	1	0	1	0	1

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

2 Datos disponibles: mayo 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	
				II	III	IV	I	II ¹
OFERTAS PÚBLICAS DE SUSCRIPCIÓN	292,0	17,3	958,7	923,7	6,0	14,2	0,0	0,0
Mercado nacional	282,0	14,9	61,6	26,8	5,9	13,9	0,0	0,0
Suscriptores minoristas	191,5	0,0	2,5	0,0	2,5	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	90,5	14,9	59,0	26,8	3,4	13,9	0,0	0,0
Mercado internacional	0,0	2,5	897,2	896,9	0,0	0,3	0,0	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
OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA	9,5	1,9	605,7	534,4	0,0	71,4	0,0	0,0
Mercado nacional	9,5	1,5	79,1	7,7	0,0	71,4	0,0	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	7,7	0,0	71,4	0,0	0,0
Mercado internacional	0,0	0,0	526,7	526,7	0,0	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: mayo de 2011.

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.3

	2008	2009	2010	2010			2011	
				II	III	IV	I	II ²
Mercado continuo (MC). Total ³	136	133	129	131	129	129	130	130
Sin Nuevo mercado	136	133	129	131	129	129	130	130
Nuevo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	5	5	6	5	5	6	7	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	28	28	28	28	28
Madrid	13	13	13	13	13	13	13	13
Barcelona	19	19	18	18	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	3.193	3.175	3.144	3.121	3.100
Latibex	35	32	29	32	32	31	29	29

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: mayo de 2011.

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

CUADRO 1.4

Millones de euros	2008	2009	2010	2010			2011	
				II	III	IV	I	II ²
Mercado continuo (MC). Total ³	531.194,2	634.762,8	590.182,8	506.500,6	568.142,8	565.585,2	619.538,0	616.312,9
Sin Nuevo mercado	531.194,2	634.762,8	590.182,8	506.500,6	568.142,8	565.585,2	619.538,0	616.312,9
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras ⁴	61.317,5	94.954,0	92.275,8	76.530,8	83.898,4	100.249,8	104.571,0	103.057,2
Ibex 35	322.806,6	404.997,3	376.747,6	321.072,6	364.914,0	348.998,9	385.136,5	386.663,2
Segundo mercado	109,9	80,9	69,1	66,4	74,9	74,6	59,4	58,0
Madrid	22,8	24,9	23,4	24,8	26,4	24,7	25,5	24,1
Barcelona	87,1	56,0	45,7	41,5	48,5	49,9	33,9	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	4.065,6	3.859,2	4.128,2	3.980,3	3.923,6
Madrid	1.454,7	997,3	958,0	920,7	924,0	878,8	873,3	856,9
Barcelona	3.580,2	3.400,6	3.336,4	3.276,0	3.139,2	3.432,2	3.325,1	3.270,8
Bilbao	45,9	435,4	433,4	386,9	386,9	362,1	322,4	322,4
Valencia	760,4	559,2	554,8	543,4	475,2	458,7	426,4	424,7
Corros SICAV ⁵	126,8	28,5	28,1	31,0	30,9	32,6	33,0	36,9
MAB ⁵	24.718,6	26.282,9	26.502,4	25.763,3	26.046,2	26.340,8	26.581,5	26.565,7
Latibex	210.773,5	412.628,9	437.016,7	405.461,9	408.834,8	435.337,8	282,5	461.147,4

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: mayo 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	
				II	III	IV	I	II ¹
Mercado continuo (MC). Total ²	1.228.392,4	877.073,5	1.026.478,5	294.779,6	213.520,2	291.987,6	244.908,3	163.362,0
Sin Nuevo mercado	1.228.380,9	877.073,5	1.026.478,5	294.779,6	213.520,2	291.987,6	244.908,3	163.362,0
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	2.294,1	1.158,2	1.258,6	1.379,9	753,6
Segundo mercado	31,7	3,2	3,0	0,9	0,5	1,4	0,8	0,2
Madrid	3,4	2,0	2,8	0,6	0,5	1,3	0,5	0,1
Barcelona	28,3	1,2	0,3	0,2	0,0	0,0	0,3	0,2
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	8,9	53,1	81,2	18,1	5,5
Madrid	73,9	16,5	15,7	4,5	8,6	1,5	4,5	1,5
Barcelona	103,6	29,4	135,7	4,3	44,4	78,0	13,5	4,0
Bilbao	0,1	1,1	3,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	4,5	5,9	1,9	0,2	0,1	1,7	0,1	0,0
Corros SICAV	25,3	19,7	8,1	3,8	0,5	0,5	1,7	2,8
MAB	7.060,3	5.080,1	4.147,9	1.143,6	768,4	1.146,9	879,6	721,9
Latibex	757,7	434,7	521,2	162,1	93,5	119,2	102,3	63,8

1 Datos disponibles: mayo de 2011.

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

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.6

Millones de euros	2008	2009	2010	2010			2011	
				II	III	IV	I	II ²
En sesión	1.180.835,9	833.854,9	983.584,5	282.043,0	202.084,6	280.656,0	235.958,6	158.179,0
Órdenes	774.718,1	499.182,8	541.879,8	161.849,1	112.273,3	131.954,9	153.546,1	79.517,1
Aplicaciones	105.673,9	51.335,8	58.678,1	16.114,0	12.924,2	15.505,2	22.522,2	9.351,3
Bloques	300.443,9	283.336,3	383.026,6	104.079,8	76.887,0	133.196,0	59.890,3	69.310,7
Fuera de hora	10.175,2	5.996,6	17.209,5	5.731,2	4.932,9	3.064,3	2.096,0	2.394,5
Autorizadas	3.183,2	4.695,6	2.660,5	1.188,4	200,2	1.025,8	843,3	575,4
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	273,1	38,8	0,0	0,0	0,0
OPV	292,0	1.325,0	1.448,2	1.448,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Toma de razón	1.066,8	5.202,6	2.273,4	0,7	2.272,7	0,0	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	9.661,9	11.443,2	11.474,7	2.487,4	2.010,5	5.235,2	3.501,6	616,7
Operaciones de cobertura	5.716,3	7.366,7	7.515,8	1.607,6	1.980,4	2.006,3	2.508,7	1.596,3

1 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds*).

2 Datos disponibles: mayo de 2011.

Operaciones de crédito

CUADRO 1.7

Millones de euros	2008	2009	2010	2010			2011	
				II	III	IV	I	II ¹
CONTRATACIÓN								
Préstamo de valores ²	583.950,8	471.007,1	556.246,7	161.045,4	123.594,7	154.640,3	108.561,1	106.784,1
Crédito de valores para su venta ³	624,9	704,3	598,0	158,8	155,6	130,1	212,3	75,9
Crédito para compra de valores ³	154,7	106,4	65,9	17,0	12,9	16,9	19,8	7,7
SALDO VIVO								
Préstamo de valores ²	43.647,8	47.322,2	36.195,9	39.413,7	37.101,6	36.195,9	39.779,8	37.875,1
Crédito de valores para su venta ³	20,7	21,1	9,9	13,7	19,1	9,9	17,6	15,4
Crédito para compra de valores ³	7,0	5,6	5,0	5,0	3,4	5,0	4,5	4,4

1 Datos disponibles: mayo 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 registradas¹ en la CNMV

CUADRO 1.8

	2008	2009	2010	2010			2011	
				II	III	IV	I	II ²
NÚMERO DE EMISORES	179	168	115	58	33	47	43	30
Cédulas hipotecarias	19	27	25	18	13	13	14	13
Cédulas territoriales	7	1	6	3	1	1	2	2
Bonos y obligaciones no convertibles	30	50	39	24	11	11	10	9
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	3	2	0	0	2	3	1
Bonos de titulización	88	68	36	9	7	15	8	4
Programas de pagarés	77	69	58	18	9	19	15	6
De titulización	2	2	2	1	0	1	0	0
Resto de pagarés	75	67	56	17	9	18	15	6
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	8	23	0	0	0	0	1	0
NÚMERO DE EMISIONES	337	512	349	121	60	98	88	56
Cédulas hipotecarias	47	75	88	32	24	21	32	23
Cédulas territoriales	8	1	9	4	1	2	4	2
Bonos y obligaciones no convertibles	76	244	154	58	19	38	19	20
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	6	3	0	0	3	6	1
Bonos de titulización	108	76	36	9	7	15	10	4
Programas de pagarés	88	73	59	18	9	19	15	6
De titulización	2	2	2	1	0	1	0	0
Resto de pagarés	86	71	57	17	9	18	15	6
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	9	37	0	0	0	0	2	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	476.275,7	387.475,8	226.448,9	57.409,7	61.634,8	55.736,9	77.161,3	43.067,6
Cédulas hipotecarias	14.300,0	35.573,9	34.378,5	10.892,4	10.317,0	8.519,1	19.254,0	17.205,0
Cédulas territoriales	1.820,0	500,0	5.900,0	4.700,0	300,0	500,0	2.935,0	300,0
Bonos y obligaciones no convertibles	10.489,6	62.249,0	24.356,0	6.811,4	1.287,2	7.524,7	2.578,1	2.596,1
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1.429,1	3.200,0	968,0	0,0	0,0	968,0	681,6	1.500,0
Bonos de titulización	135.252,5	81.651,2	63.260,5	15.698,5	28.189,7	16.497,3	26.585,0	4.944,5
Tramo nacional	132.730,1	77.289,4	62.743,0	15.205,0	28.189,7	16.473,3	23.706,2	4.535,0
Tramo internacional	2.522,4	4.361,9	517,5	493,5	0,0	24,0	2.878,8	409,5
Pagarés de empresa ³	311.738,5	191.341,7	97.586,0	19.307,5	21.540,9	21.727,9	24.927,6	16.522,0
De titulización	2.843,1	4.758,4	5.057,0	930,0	1.723,0	1.409,0	546,0	403,0
Resto de pagarés	308.895,4	186.583,3	92.529,0	18.377,5	19.817,9	20.318,9	24.381,6	16.119,0
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	200,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	12.949,5	20.988,5	9.154,2	1.983,5	1.838,5	2.048,2	5.407,9	1.734,0
Emisiones aseguradas	9.169,5	4.793,8	299,0	0,0	0,0	0,0	10,0	0,0

1 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

2 Datos disponibles: mayo de 2011.

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

Admisión al mercado AIAF

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros	2008	2009	2010	2010			2011	
				II	III	IV	I	II ¹
Total	476.710,4	388.455,0	223.404,5	53.030,8	65.590,3	48.230,5	70.790,8	56.785,8
Pagarés	314.417,4	191.427,7	99.784,4	18.699,8	22.148,0	21.521,8	25.096,2	17.602,8
Bonos y obligaciones	10.040,3	61.862,5	24.728,6	7.392,1	1.541,1	7.512,4	2.080,6	2.903,5
Cédulas hipotecarias	14.150,0	35.568,9	32.861,0	9.820,0	9.767,0	8.499,1	17.244,0	19.985,0
Cédulas territoriales	1.930,0	500,0	5.900,0	4.975,0	300,0	500,0	2.935,0	100,0
Bonos de titulización	135.926,6	85.542,9	60.030,5	12.144,0	31.834,2	10.197,3	23.235,0	16.194,5
Participaciones preferentes	246,0	13.552,9	100,0	0,0	0,0	0,0	200,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: mayo de 2011.

AIAF. Emisores, emisiones y saldo vivo

CUADRO 1.10

	2008	2009	2010	2010			2011	
				II	III	IV	I	II ¹
NÚMERO DE EMISORES	556	614	634	618	628	634	631	618
Pagarés	72	67	60	63	66	60	56	48
Bonos y obligaciones	93	91	93	91	91	93	91	92
Cédulas hipotecarias	22	29	33	31	31	33	35	36
Cédulas territoriales	11	11	12	11	11	12	12	12
Bonos de titulización	383	442	459	447	454	459	458	446
Participaciones preferentes	52	60	59	60	59	59	60	60
Bonos matador	12	12	12	12	12	12	12	12
NÚMERO DE EMISIONES	4.639	4.084	3.630	3.772	3.646	3.630	3.570	3.499
Pagarés	2.489	1.507	958	1.144	999	958	911	883
Bonos y obligaciones	450	611	645	645	639	645	631	629
Cédulas hipotecarias	146	202	253	220	239	253	267	274
Cédulas territoriales	26	25	26	24	25	26	28	29
Bonos de titulización	1436	1629	1641	1.630	1.637	1.641	1.625	1.576
Participaciones preferentes	78	96	93	95	93	93	94	94
Bonos matador	14	14	14	14	14	14	14	14
SALDO VIVO² (millones de euros)	819.637,7	870.981,1	850.181,7	839.437,9	851.730,8	850.181,7	854.735,5	864.274,2
Pagarés	71.762,2	41.647,0	23.233,6	32.547,3	27.299,7	23.233,6	24.274,6	25.740,9
Bonos y obligaciones	122.001,9	150.886,3	146.077,7	148.648,1	144.437,2	146.077,7	139.744,8	139.130,6
Cédulas hipotecarias	162.465,5	185.343,8	195.734,8	183.028,7	189.145,7	195.734,8	202.528,8	217.863,8
Cédulas territoriales	17.030,0	16.030,0	18.350,0	18.350,0	18.650,0	18.350,0	20.485,0	20.585,0
Bonos de titulización	422.010,7	442.831,5	434.835,1	422.610,5	440.244,9	434.835,1	435.551,9	428.803,4
Participaciones preferentes	23.308,6	33.183,8	30.891,8	33.194,5	30.894,5	30.891,8	31.091,8	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: mayo de 2011.

2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.11

Importes nominales en millones de euros	2008	2009	2010	2010			2011	
				II	III	IV	I	II ¹
POR TIPO DE ACTIVO. Total	2.521.040,1	4.658.633,2	4.383.118,7	827.194,9	1.088.985,4	1.811.416,3	2.540.940,4	1.005.281,6
Pagarés	591.943,8	533.331,0	385.238,9	103.792,8	92.307,2	72.604,4	67.260,3	38.540,3
Bonos y obligaciones	80.573,8	321.743,0	922.393,1	222.442,5	192.302,0	349.527,2	241.674,3	75.537,6
Cédulas hipotecarias	129.995,3	263.150,0	271.441,8	67.916,3	86.114,0	96.608,6	169.889,3	79.504,3
Cédulas territoriales	10.142,3	7.209,0	14.458,2	8.430,6	3.213,7	1.924,7	32.764,3	36.232,8
Bonos de titulización	1.704.341,8	3.527.486,4	2.784.775,4	423.251,4	714.081,4	1.289.446,1	2.028.138,1	774.696,9
Participaciones preferentes	4.030,0	5.668,5	4.635,7	1.218,4	966,9	1.273,8	1.178,3	769,8
Bonos matador	13,2	45,2	175,7	143,0	0,2	31,6	35,9	0,0
POR TIPO DE OPERACIÓN. Total	2.521.040,1	4.658.633,2	4.383.118,7	827.194,9	1.088.985,4	1.811.416,3	2.540.940,4	1.005.281,6
Simple	387.897,1	378.348,4	288.927,3	81.760,9	55.230,8	69.161,4	100.126,8	58.003,3
Repo	381.505,0	362.068,7	304.493,2	82.787,8	72.123,5	61.165,8	55.980,9	34.051,5
Simultánea	1.751.638,0	3.918.216,1	3.789.698,3	662.646,2	961.631,2	1.681.089,0	2.384.832,7	913.226,8

1 Datos disponibles: mayo 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	
				II	III	IV	I	II ¹
Total	744.652,5	681.946,6	553.896,6	149.128,9	121.757,2	120.800,2	136.405,9	84.259,0
Sociedades no financieras	285.044,4	256.224,6	162.949,5	42.315,5	37.846,5	33.281,8	36.362,7	25.328,3
Instituciones financieras	334.851,6	298.909,1	289.950,4	78.266,4	68.828,4	67.718,0	67.797,2	36.398,9
Entidades de crédito	130.056,0	125.547,5	102.372,1	26.229,9	21.916,4	29.970,9	34.359,6	17.257,0
IIIC, seguros y fondos de pensiones	154.709,8	115.865,3	125.899,4	36.015,0	31.339,1	22.618,2	24.511,6	17.727,6
Otras entidades financieras	50.085,8	57.496,3	61.678,9	16.021,4	15.572,8	15.128,9	8.926,0	1.414,3
Administraciones públicas	6.331,2	5.808,5	3.117,7	1.425,4	160,5	309,8	295,8	218,7
Hogares e ISFLSH ²	13.344,0	14.647,8	14.244,4	3.090,8	2.234,1	2.541,9	1.866,8	2.141,9
Resto del mundo	105.081,2	106.356,6	83.634,6	24.030,8	12.687,8	16.948,7	30.083,5	20.171,2

1 Datos disponibles: mayo de 2011.

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

Admisión a bolsa¹

CUADRO 1.13

	2008	2009	2010	2010			2011	
				II	III	IV	I	II ²
IMPORTES NOMINALES (millones de euros)	3.390,6	5.866,8	868,0	200,0	0,0	468,0	500,0	681,6
Bonos y obligaciones no convertibles	0,0	0,0	400,0	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0,0	4.510,8	468,0	0,0	0,0	468,0	500,0	681,6
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
NÚMERO DE EMISIONES	33	10	8	4	0	1	1	4
Bonos y obligaciones no convertibles	0	0	7	4	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	4	1	0	0	1	1	4
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: mayo de 2011.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.14

	2008	2009	2010	2010			2011	
				II	III	IV	I	II ¹
NÚMERO DE EMISORES	58	62	60	62	62	60	57	60
Emisores privados	45	48	46	48	48	46	44	47
Sociedades no financieras	5	6	5	5	5	5	4	4
Instituciones financieras privadas	40	42	41	43	43	41	40	43
Administraciones públicas ³	13	14	14	14	14	14	13	13
Comunidades autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
NÚMERO DE EMISIONES	271	269	247	258	257	247	237	242
Emisores privados	157	155	145	151	150	145	137	137
Sociedades no financieras	9	10	7	8	8	7	7	7
Instituciones financieras privadas	148	145	138	143	142	138	130	130
Administraciones públicas ³	114	114	102	107	107	102	100	105
Comunidades autónomas	82	76	64	68	68	64	63	68
SALDO VIVO ² (millones de euros)	29.142,6	36.299,5	41.091,3	36.674,9	36.480,1	41.091,3	41.547,8	45.477,4
Emisores privados	17.237,9	21.600,9	19.261,5	19.462,5	19.110,1	19.261,5	19.352,0	19.116,1
Sociedades no financieras	381,0	1.783,7	376,6	377,3	377,1	376,6	375,8	375,8
Instituciones financieras privadas	16.856,9	19.817,2	18.884,8	19.085,2	18.733,0	18.884,8	18.976,1	18.740,3
Administraciones públicas ³	11.904,7	14.698,6	21.829,9	17.212,3	17.370,0	21.829,9	22.195,9	26.361,3
Comunidades autónomas	9.972,5	12.338,3	19.442,4	14.803,4	14.961,8	19.442,4	19.812,5	23.977,9

1 Datos disponibles: mayo de 2011.

2 Importes nominales.

3 No incluye deuda anotada.

Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.15

Importes nominales en millones de euros	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I
Mercado electrónico	1.580,1	633,0	510,5	83,8	207,1	97,1	122,5	81,5
Corros	7.842,1	4.008,4	7.525,6	328,9	1.404,5	1.117,8	4.674,4	2.413,6
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	2.377,6
Bilbao	6,1	4,6	2,3	0,8	0,7	0,4	0,5	2,0
Valencia	161,1	182,7	376,6	226,6	30,9	65,8	53,4	34,0
Deuda anotada	46,2	49,1	331,1	11,8	304,0	6,3	9,1	4,4
Deuda comunidades autónomas	71.054,9	70.065,8	59.017,0	18.577,3	13.490,5	13.613,0	13.336,2	11.806,8

Sistemas organizados de negociación: SENAF y MTS.

CUADRO 1.16

Contratación de deuda pública por modalidad

Importes nominales en millones de euros	2008	2009	2010	2010			2011	
				II	III	IV	I	II ¹
Total	132.327,4	202.120,5	265.966,0	64.903,8	75.677,6	41.660,2	27.593,2	17.686,6
Simples	89.010,5	114.314,0	110.011,0	19.326,0	16.173,0	21.116,0	27.293,0	16.022,0
Simultáneas	43.316,9	86.806,5	155.433,0	45.536,8	59.504,6	20.394,2	300,2	1.664,6
Otras operaciones	0,0	1.000,0	522,0	41,0	0,0	150,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: mayo 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	
				II	III	IV	I	II ¹
Sobre deuda	12	18	14	4	4	2	6	0
Futuro sobre bono nocional ²	12	18	14	4	4	2	6	0
Sobre Ibex 35 ^{3,4}	8.433.963	6.187.544	6.946.167	2.279.397	1.446.089	1.585.302	1.714.038	888.756
Futuro sobre Ibex 35 plus	7.275.299	5.436.989	6.280.999	2.053.136	1.327.272	1.432.956	1.575.272	812.987
Futuro mini sobre Ibex 35	330.042	314.829	357.926	128.596	69.900	72.265	90.048	44.905
Opción call mini	323.874	230.349	122.158	33.861	21.602	30.717	17.606	10.434
Opción put mini	504.749	205.377	185.083	63.804	27.315	49.364	31.111	20.430
Sobre acciones ⁵	64.554.817	80.114.693	57.291.482	12.831.247	13.107.040	17.395.281	16.374.082	7.296.667
Futuros	46.237.568	44.586.779	19.684.108	3.927.137	4.969.808	6.650.855	8.006.039	2.777.955
Opción call	7.809.423	18.864.840	17.186.515	4.164.723	4.413.718	4.250.315	3.761.646	1.759.423
Opción put	10.507.826	16.663.074	20.420.859	4.739.387	3.723.514	6.494.111	4.606.397	2.759.289
Pro memoria: actividad de MEFF en Eurex								
Sobre deuda ⁶	869.105	558.848	373.113	103.847	59.521	71.884	90.405	45.904
Sobre índices ⁷	1.169.059	835.159	604.029	165.818	101.741	124.415	106.551	51.219

1 Datos disponibles: mayo 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	
				II	III	IV	I	II ¹
WARRANTS²								
Importe de las primas (millones de euros)	12.234,4	5.165,1	4.915,3	1.602,0	761,4	1.227,4	1.174,6	581,6
Sobre acciones	6.914,1	2.607,1	2.537,4	829,8	302,5	705,7	666,8	278,9
Sobre índices	4.542,8	2.000,1	1.852,6	613,0	367,3	380,8	387,8	184,9
Otros ³	777,5	558,0	525,4	159,3	91,6	140,9	120,0	117,9
Número de emisiones	9.790	7.342	8.375	2.417	1.260	2.534	1.946	1.153
Número de emisores	8	9	9	8	6	7	7	4
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	77,0	35,0	64,0	32,0	20,0	7,0	0,0	0,0
Sobre acciones	77,0	25,0	47,0	25,0	10,0	7,0	0,0	0,0
Sobre índices	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros ³	0,0	10,0	17,0	7,0	10,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	4	3	7	3	2	1	0	0
Número de emisores	1	1	1	1	1	1	0	0

1 Datos disponibles: mayo 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	
				II	III	IV	I	II ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	2.943,7	1.768,4	1.603,2	503,6	397,9	366,2	466,4	196,1
Sobre acciones nacionales	1.581,9	809,9	759,8	235,9	198,0	181,1	212,5	97,5
Sobre acciones extranjeras	145,7	97,6	60,7	20,8	8,4	17,2	23,7	9,6
Sobre índices	1.063,3	761,2	689,5	229,6	169,2	130,8	157,1	41,7
Otros ²	152,8	99,7	93,2	17,3	22,4	37,1	73,1	47,3
Número de emisiones ³	9.770	8.038	7.750	3.489	3.007	3.060	2.746	2.400
Número de emisores ³	10	10	10	8	9	10	9	8
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	16,8	39,2	22,0	4,1	7,8	3,7	4,1	3,1
Número de emisiones ³	26	22	16	14	13	13	11	10
Número de emisores ³	4	4	2	2	2	2	2	2
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	6.938,1	3.470,6	6.229,7	2.027,0	2.285,8	842,6	815,6	1.106,6
Número de fondos	30	32	65	32	43	65	67	67
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	1.630,3	1.648,4	827,8	986,6	960,2	827,8	859,4	n.d.

1 Datos disponibles: mayo 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 MFAO¹

CUADRO 1.20

	2008	2009	2010	2010			2011	
				II	III	IV	I	II ²
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante ³	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: mayo 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	
				II	III	IV	I	II ¹
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	51	50	50	51	51	50	50	50
Sucursales	79	78	80	79	79	80	80	78
Representantes	6.041	6.102	6.455	6.284	6.387	6.455	6.560	6.609
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	50	50	47	48	47	47	45	45
Sucursales	9	9	10	8	8	10	13	13
Representantes	639	638	665	662	660	665	689	687
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	10	9	7	8	8	7	6	6
Sucursales	4	5	5	5	5	5	5	5
Representantes	6	5	3	4	4	3	2	3
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO²								
Entidades nacionales	–	16	48	36	42	48	58	62
ENTIDADES DE CRÉDITO³								
Entidades nacionales	195	193	186	193	189	186	186	186

1 Datos disponibles: mayo 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	
				II	III	IV	I	II ¹
Total	2.232	2.364	2.604	2.496	2.563	2.604	2.671	2.716
ESI ² en el Espacio Económico Europeo	1.818	1.940	2.176	2.065	2.129	2.176	2.238	2.278
Con sucursal	37	36	41	39	40	41	40	40
En libre prestación de servicios	1.781	1.904	2.135	2.026	2.089	2.135	2.198	2.238
Entidades de crédito ³	414	424	428	431	434	428	433	438
Comunitarias	405	414	418	421	424	418	423	428
Con sucursal	56	53	53	56	56	53	55	56
En libre prestación de servicios	348	360	364	364	367	364	368	372
Filiales en libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	0	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: mayo de 2010.

2 Empresas de servicios de inversión.

3 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros	I 2010				I 2011			
	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total
RENTA FIJA								
Total	797.893	1.897.672	153.154	2.848.719	789.654	2.506.345	219.802	3.515.801
Sociedades de valores	146.378	69.956	46.305	262.639	102.744	728.516	165.606	996.866
Agencias de valores	651.515	1.827.716	106.849	2.586.080	686.910	1.777.829	54.196	2.518.935
RENTA VARIABLE								
Total	257.073	1.516	18.899	277.488	258.103	1.123	22.020	281.246
Sociedades de valores	249.227	1.322	17.392	267.941	252.482	998	20.870	274.350
Agencias de valores	7.846	194	1.507	9.547	5.621	125	1.150	6.896

1 Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros	IV 2010				IV 2011			
	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total
Total	901.003	2.385.072	654.745	3.940.820	1.000.337	2.347.173	301.303	3.648.813
Sociedades de valores	875.119	2.034.636	33.529	2.943.284	998.629	1.461.427	210.192	2.670.248
Agencias de valores	25.884	350.436	621.216	997.536	1.708	885.746	91.111	978.565

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

2 Datos acumulados del periodo.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

	I 2010			I 2011		
	Total	IIC ²	Otras ³	Total	IIC ²	Otras ³
NÚMERO DE CARTERAS						
Total	12.928	119	12.809	13.344	143	13.201
Sociedades de valores	6.989	38	6.951	7.402	92	7.310
Agencias de valores	3.325	53	3.272	3.933	46	3.887
Sociedades gestoras de cartera	2.614	28	2.586	2.009	5	2.004
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)						
Total	9.721.254	2.282.654	7.438.600	9.666.765	2.045.534	7.621.231
Sociedades de valores	4.147.360	962.359	3.185.001	4.374.689	1.154.269	3.220.420
Agencias de valores	2.454.022	1.131.397	1.322.625	2.330.181	777.950	1.552.231
Sociedades gestoras de cartera	3.119.872	188.898	2.930.974	2.961.895	113.315	2.848.580

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 asesorado¹

CUADRO 2.6

	I 2010			I 2011		
	Total ²	Cientes minoristas	Cientes profesionales	Total ²	Cientes minoristas	Cientes profesionales
NÚMERO DE CONTRATOS						
Total	5.006	4.932	68	7.250	7.146	81
Sociedades de valores	1.190	1.183	3	1.428	1.419	3
Agencias de valores	3.139	3.082	55	4.803	4.717	69
Sociedades gestoras de cartera	677	667	10	1.019	1.010	9
PATRIMONIO ASESORADO (miles de euros)						
Total	6.680.977	1.903.800	4.357.108	7.785.459	2.840.216	4.530.030
Sociedades de valores	1.173.105	436.470	333.147	936.615	491.112	39.821
Agencias de valores	2.052.523	1.098.388	937.553	2.984.102	1.875.935	1.098.636
Sociedades gestoras de cartera	3.455.349	368.942	3.086.408	3.864.742	473.169	3.391.573

1 Datos a final de periodo.

2 Incluye clientes minoristas, profesionales y otros clientes.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores¹

CUADRO 2.7

Miles de euros ²	2008	2009	2010	2010			2011	
				II	III	IV	I	II ³
I. Margen de intereses	109.682	163.272	102.054	43.915	79.231	102.054	15.186	19.216
II. Comisiones netas	674.204	562.082	533.858	279.871	391.165	533.858	157.081	196.451
Comisiones percibidas	943.619	782.214	798.152	423.656	593.521	798.152	231.177	292.281
Tramitación y ejecución de órdenes	648.036	548.362	555.207	306.583	420.088	555.207	166.934	203.043
Colocación y aseguramiento de emisiones	42.502	26.326	8.499	2.906	4.314	8.499	1.057	1.750
Depósito y anotación de valores	21.198	16.183	22.367	11.218	16.774	22.367	5.466	7.246
Gestión de carteras	17.306	11.768	13.880	6.366	10.044	13.880	4.180	5.551
Diseño y asesoramiento	56.671	60.477	53.722	27.094	38.344	53.722	16.803	26.884
Búsqueda y colocación de paquetes	12	10	36	7	36	36	179	179
Operaciones de crédito al mercado	19	14	9	5	8	9	2	3
Comercialización de IIC ⁴	91.167	63.341	65.487	32.261	48.242	65.487	16.053	21.250
Otras	66.708	55.733	78.944	37.218	55.672	78.944	20.503	26.376
Comisiones satisfechas	269.415	220.133	264.294	143.785	202.356	264.294	74.096	95.830
III. Resultado de inversiones financieras ⁵	800.194	45.266	48.588	76.990	9.842	48.588	28.083	24.981
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-626.527	21.820	26.081	-36.773	39.866	26.081	2.089	10.134
V. Margen bruto	957.553	792.440	710.580	364.004	520.104	710.580	202.439	250.782
VI. Resultado de explotación	434.209	339.706	276.253	149.310	197.788	276.253	88.664	102.091
VII. Resultado de actividades continuadas	365.374	250.984	196.834	132.181	173.280	196.834	73.039	84.142
VIII. Resultado neto del ejercicio	367.665	250.984	196.834	132.181	173.280	196.834	73.039	84.142

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: abril 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 ³	Total		Margen de intereses		Inversiones financieras ¹		Diferencias de cambio y otras partidas ²	
	I 2010	I 2011	I 2010	I 2011	I 2010	I 2011	I 2010	I 2011
Total	44.075	43.562	7.810	15.186	-4.943	28.083	41.208	293
Activos monetarios y deuda pública	3.889	3.774	1.099	355	2.790	3.419	-	-
Otros valores de renta fija	24.341	10.566	4.843	7.615	19.499	2.951	-	-
Cartera interior	20.081	7.883	4.356	6.887	15.725	996	-	-
Cartera exterior	4.260	2.683	487	728	3.774	1.956	-	-
Renta variable	48.680	-132.691	3.322	4.687	45.359	-137.378	-	-
Cartera interior	-4.213	14.068	2.090	3.094	-6.303	10.974	-	-
Cartera exterior	52.894	-146.759	1.231	1.593	51.662	-148.352	-	-
Derivados	-72.275	155.168	-	-	-72.275	155.168	-	-
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-786	130	-786	130	-	-	-	-
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	-	-	-	-
Depósito y otras operaciones con intermediarios	1.321	3.602	1.321	3.602	-	-	-	-
Diferencias de cambio netas	41.056	1.702	-	-	-	-	41.056	1.702
Otros productos y cargas de explotación	96	388	-	-	-	-	96	388
Otras operaciones	-2.249	924	-1.988	-1.203	-317	3.923	56	-1.797

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 valores¹

CUADRO 2.9

Miles de euros ²	2008	2009	2010	2010			2011	
				II	III	IV	I	II ³
I. Margen de intereses	7.980	2.652	1.629	732	1.100	1.629	351	522
II. Comisiones netas	149.874	127.410	109.165	56.876	80.233	109.165	26.048	33.486
Comisiones percibidas	172.344	144.373	126.055	65.412	92.624	126.055	29.798	38.428
Tramitación y ejecución de órdenes	62.345	53.988	38.176	21.791	29.565	38.176	10.080	12.893
Colocación y aseguramiento de emisiones	4.847	2.989	2.748	610	1.368	2.748	350	541
Depósito y anotación de valores	676	509	366	186	277	366	97	125
Gestión de carteras	21.137	19.633	19.489	8.808	13.861	19.489	3.818	4.824
Diseño y asesoramiento	4.962	2.806	3.618	2.032	1.973	3.618	1.147	1.510
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	304	115	128	304	174	274
Operaciones de crédito al mercado	10	28	27	10	26	27	10	10
Comercialización de IIC ⁴	31.287	23.966	23.946	12.004	17.611	23.946	5.827	7.493
Otras	47.081	40.453	37.381	19.855	27.815	37.381	8.295	10.756
Comisiones satisfechas	22.470	16.963	16.890	8.536	12.391	16.890	3.750	4.942
III. Resultado de inversiones financieras ⁵	-1.176	1.709	456	-104	23	456	152	162
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	3.526	-1.111	-1.416	-376	-955	-1.416	-455	-751
V. Margen bruto	160.204	130.661	109.834	57.128	80.401	109.834	26.096	33.419
VI. Resultado de explotación	20.377	9.090	9.457	4.894	6.330	9.457	3.446	3.535
VII. Resultado de actividades continuadas	14.372	4.862	6.452	4.443	5.700	6.452	3.300	3.290
VIII. Resultado neto del ejercicio	14.372	4.862	6.452	4.443	5.700	6.452	3.300	3.290

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: abril 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 cartera¹

CUADRO 2.10

Miles de euros ²	2008	2009	2010	2010			2011	
				II	III	IV	I	II ³
I. Margen de intereses	1.482	341	407	165	274	407	154	191
II. Comisiones netas	12.044	10.734	10.097	5.967	8.393	10.097	1.897	2.522
Comisiones percibidas	23.877	21.750	20.994	11.440	16.560	20.994	4.531	6.030
Gestión de carteras	20.683	18.463	18.020	9.218	13.645	18.020	4.224	5.523
Diseño y asesoramiento	2.484	2.698	1.160	719	1.101	1.160	307	507
Comercialización de IIC ⁴	66	18	34	26	34	34	0	0
Otras	644	571	1.779	1.477	1.779	1.779	0	0
Comisiones satisfechas	11.833	11.016	10.897	5.473	8.167	10.897	2.634	3.508
III. Resultado de inversiones financieras ⁵	-108	92	51	65	96	51	242	250
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-418	-383	22	-157	-265	22	12	-10
V. Margen bruto	13.000	10.784	10.577	6.040	8.498	10.577	2.305	2.953
VI. Resultado de explotación	1.157	1.296	1.154	1.410	1.188	1.154	413	522
VII. Resultado de actividades continuadas	765	889	939	1.169	1.008	939	302	372
VIII. Resultado neto del ejercicio	765	889	939	1.169	1.008	939	302	372

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: abril 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^{1,2}

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	% ³										
Total	1.404.281	306,69	13	20	9	6	14	11	7	9	7	5
Sociedades de valores	1.320.312	322,91	2	7	1	4	9	10	5	4	5	3
Agencias de valores	66.418	194,60	10	12	7	1	4	1	2	5	2	1
Sociedades gestoras de cartera	17.550	118,02	1	1	1	1	1	0	0	0	0	1

1 Datos disponibles: marzo de 2011.

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

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

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos^{1,2}

CUADRO 2.12

	Media ³	Pérdidas	Número de entidades según su rentabilidad anualizada							
			0-5%	6-15%	16-30%	31-45%	46-60%	61-75%	76-100%	>100%
Total	17,81	25	18	25	17	4	3	2	2	5
Sociedades de valores	18,29	9	11	15	7	4	1	0	0	3
Agencias de valores	12,86	15	5	9	9	0	1	2	2	2
Sociedades gestoras de cartera	5,10	1	2	1	1	0	1	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: marzo de 2011.

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes

CUADRO 2.13

Miles de euros	2008	2009	2010	2009		2010	
				I	II	I	II
PATRIMONIOS ASESORADOS¹							
Total	-	1.410.985	15.852.873	-	1.410.985	12.242.683	15.852.873
Clientes minoristas	-	364.284	1.680.608	-	364.284	1.163.020	1.680.608
Clientes profesionales	-	1.046.702	14.076.705	-	1.046.702	10.746.313	14.076.705
Otros	-	0	95.561	-	0	333.350	95.561
INGRESOS POR COMISIONES²							
Total	-	3.284	19.724	-	3.284	7.771	19.724
Comisiones percibidas	-	3.284	19.651	-	3.284	7.714	19.651
Otros ingresos	-	0	73	-	0	57	73
PATRIMONIO NETO							
Total	-	1.569	10.669	-	1.569	9.299	10.669
Capital social	-	1.103	3.014	-	1.103	2.369	3.014
Reservas y remanentes	-	39	356	-	39	3.333	356
Resultado del ejercicio ²	-	427	7.299	-	427	3.598	7.299

1 Datos a final de período.

2 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada semestre.

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

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

CUADRO 3.1

	2008	2009	2010	2010			2011	
				II	III	IV	I	II ¹
Total IIC de carácter financiero	6.354	5.892	5.627	5.724	5.679	5.627	5.603	5.581
Fondos de inversión	2.943	2.593	2.429	2.464	2.443	2.429	2.436	2.433
Sociedades de inversión	3.347	3.232	3.133	3.195	3.171	3.133	3.105	3.085
IIC de IIC de inversión libre	40	38	32	34	33	32	29	28
IIC de inversión libre	24	29	33	31	33	33	33	35
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	636	652	660	669	685
Fondos extranjeros comercializados en España	312	324	379	365	376	379	383	392
Sociedades extranjeras comercializadas en España	251	258	281	271	276	281	286	293
SGIIC	120	120	123	124	123	123	120	119
Depositarias IIC	125	124	114	122	117	114	113	114

1 Datos disponibles: mayo de 2011.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2008	2009	2010 ¹	2010			2011	
				II	III	IV	I ¹	II ²
Total IIC de carácter financiero	6.358.753	5.895.009	5.578.524	5.841.721	5.765.250	5.578.524	5.575.859	5.547.961
Fondos de inversión	5.923.352	5.475.403	5.160.889	5.423.206	5.348.536	5.160.889	5.160.482	5.131.187
Sociedades de inversión	435.401	419.606	417.635	419.307	416.714	417.635	415.377	416.774
Total IIC inmobiliarias	98.327	84.511	76.223	77.714	77.116	76.223	34.690	35.510
Fondos de inversión inmobiliaria	97.390	83.583	75.280	76.772	76.182	75.280	33.747	34.572
Sociedades de inversión inmobiliaria	937	928	943	942	934	943	943	938
Total IIC extranjeras comercializadas en España	593.488	685.094	865.767	791.381	811.553	865.767	853.797	-
Fondos extranjeros comercializados en España	102.922	139.102	193.233	181.039	186.804	193.233	197.751	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	490.566	545.992	666.534	610.342	624.749	666.534	656.046	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: abril de 2011.

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros	2008	2009	2010 ¹	2010			2011	
				II	III	IV	I ¹	II ²
Total IIC de carácter financiero	200.522,4	196.472,5	170.073,1	180.899,1	178.778,0	170.073,1	170.409,6	171.143,1
Fondos de inversión ³	175.865,5	170.547,7	143.918,2	155.295,5	152.646,5	143.918,2	144.428,0	143.859,5
Sociedades de inversión	24.656,9	25.924,8	26.155,0	25.602,6	26.131,5	26.155,0	26.491,4	26.715,1
Total IIC inmobiliarias	7.778,8	6.773,7	6.437,5	6.606,6	6.524,2	6.437,5	6.403,6	6.370,8
Fondos de inversión inmobiliaria	7.406,9	6.465,1	6.115,6	6.279,6	6.201,5	6.115,6	6.083,3	6.050,9
Sociedades de inversión inmobiliaria	371,9	308,6	321,9	327,0	322,7	321,9	320,3	319,9
Total IIC extranjeras comercializadas en España	18.254,8	25.207,2	36.692,9	32.362,8	32.826,7	36.692,9	37.625,7	-
Fondos extranjeros comercializados en España	3.352,0	5.215,1	8.535,9	7.477,2	7.650,1	8.535,9	8.096,7	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	14.902,8	19.992,0	28.156,9	24.885,7	25.176,6	28.156,9	29.529,0	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: abril de 2011.

3 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en abril de 2011, del orden de 6.300 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 inversión¹

CUADRO 3.4

Millones de euros	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I
Patrimonio	175.865,5	170.547,7	143.918,1	167.524,3	155.295,5	152.646,5	143.918,2	144.428,0
Cartera de inversiones financieras	166.384,7	163.165,5	137.295,4	160.119,6	148.166,2	144.724,4	137.296,1	137.441,4
Cartera interior	107.347,7	100.642,6	89.630,2	96.322,9	92.605,7	91.413,1	89.632,4	92.205,1
Valores representativos de deuda	81.904,6	74.628,9	68.575,1	71.916,5	69.173,9	68.366,9	68.574,5	71.784,6
Instrumentos de patrimonio	4.023,2	4.741,0	3.829,2	4.384,1	3.611,2	3.994,8	3.829,2	3.990,3
Instituciones de inversión colectiva	10.134,3	9.041,5	7.338,6	8.930,1	8.876,9	8.415,2	7.338,6	6.338,7
Depósitos en EECC	10.657,6	11.552,2	9.460,8	10.531,5	10.508,4	10.167,6	9.460,8	9.634,7
Derivados	627,9	679,0	426,2	560,7	435,3	467,6	429,0	456,5
Otros	0,1	0,0	0,4	0,0	0,0	1,0	0,4	0,3
Cartera exterior	59.035,2	62.487,1	47.626,5	63.745,9	55.515,6	53.272,4	47.625,1	45.198,9
Valores representativos de deuda	49.659,8	48.435,3	30.337,4	47.491,3	39.619,4	36.499,7	30.337,4	26.875,7
Instrumentos de patrimonio	5.216,1	7.783,2	8.385,8	8.291,3	7.615,6	8.003,2	8.386,4	8.604,6
Instituciones de inversión colectiva	3.524,5	5.666,4	8.404,7	7.398,7	7.844,9	8.264,9	8.404,7	9.252,1
Depósitos en EECC	17,5	82,4	108,0	79,9	81,5	73,1	108,0	86,7
Derivados	599,5	518,7	387,1	483,6	349,2	427,4	385,1	376,5
Otros	17,8	1,1	3,6	1,2	5,0	4,1	3,6	3,3
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	1,8	35,8	38,6	49,9	44,9	38,9	38,6	37,4
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	7.350,8	6.817,4	7.933,3	6.531,3	6.876,8
Neto deudores/acreedores	777,7	114,5	91,4	53,9	311,9	-11,2	90,7	109,8

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

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

CUADRO 3.5

Millones de euros	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I
Patrimonio	24.656,9	25.924,8	26.155,0	26.417,5	25.602,6	26.131,5	26.155,0	26.491,4
Cartera de inversiones financieras	23.446,9	24.813,5	25.187,3	25.334,6	24.471,5	25.015,5	25.187,1	25.262,0
Cartera interior	16.176,3	13.514,3	12.881,4	12.908,6	12.390,0	13.035,9	12.880,2	12.864,2
Valores representativos de deuda	10.435,1	7.400,5	5.435,9	6.744,2	5.840,4	5.717,5	5.435,9	5.870,6
Instrumentos de patrimonio	3.214,9	3.376,3	2.988,6	3.153,2	2.754,0	2.945,3	2.989,5	3.033,8
Instituciones de inversión colectiva	1.108,8	1.091,1	758,7	987,1	831,9	806,5	756,5	801,9
Depósitos en EECC	1.383,5	1.631,5	3.675,2	2.014,0	2.963,0	3.546,8	3.675,2	3.133,2
Derivados	9,8	-6,6	-5,9	-11,8	-22,4	-5,8	-5,9	-4,9
Otros	24,4	21,7	29,0	22,0	23,1	25,7	29,0	29,6
Cartera exterior	7.267,8	11.294,2	12.298,1	12.419,9	12.075,1	11.971,9	12.300,0	12.390,9
Valores representativos de deuda	2.609,6	4.606,6	3.606,8	4.681,7	4.340,4	4.001,8	3.606,8	3.407,6
Instrumentos de patrimonio	2.014,6	3.559,3	4.166,0	4.002,4	3.793,3	3.852,6	4.166,0	4.381,9
Instituciones de inversión colectiva	2.486,4	2.987,4	4.390,5	3.611,3	3.807,1	3.933,9	4.392,6	4.415,0
Depósitos en EECC	28,9	26,3	12,1	16,8	18,0	44,5	12,1	47,1
Derivados	120,5	113,0	119,9	105,3	108,3	134,9	119,7	135,1
Otros	7,8	1,6	2,8	2,4	8,0	4,3	2,8	4,2
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	2,8	4,9	7,9	6,2	6,4	7,7	6,9	6,9
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	919,9	896,0	903,3	832,1	1.014,6
Neto deudores/acreedores	188,8	134,8	135,5	162,8	235,0	212,6	135,6	214,6

	2008	2009	2010	2010			2011	
				II	III	IV	I	II ²
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	2.912	2.536	2.408	2.436	2.421	2.408	2.417	2.422
Renta fija ³	629	582	537	547	540	537	543	543
Renta fija mixta ⁴	195	169	160	168	162	160	158	157
Renta variable mixta ⁵	202	165	138	143	140	138	136	135
Renta variable euro ⁶	237	182	172	179	174	172	171	170
Renta variable internacional ⁷	330	242	232	233	233	232	222	225
Garantizado renta fija	260	233	276	251	261	276	303	311
Garantizado renta variable ⁸	590	561	499	530	518	499	485	479
Fondos globales	469	187	192	181	189	192	197	196
De gestión pasiva ⁹	-	69	61	64	61	61	61	62
Retorno absoluto ⁹	-	146	141	140	143	141	141	144
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	5.923.346	5.475.403	5.160.889	5.423.206	5.348.536	5.160.889	5.160.482	5.131.187
Renta fija ³	2.204.652	2.041.487	1.622.664	1.865.575	1.745.375	1.622.664	1.525.292	1.499.656
Renta fija mixta ⁴	277.629	290.151	270.341	295.325	280.230	270.341	251.992	247.535
Renta variable mixta ⁵	209.782	182.542	171.336	185.111	182.860	171.336	162.861	161.100
Renta variable euro ⁶	377.545	299.353	266.395	280.529	280.573	266.395	253.365	254.514
Renta variable internacional ⁷	467.691	458.097	501.138	487.813	502.491	501.138	493.052	496.324
Garantizado renta fija	538.799	570.963	790.081	690.600	762.369	790.081	967.561	979.283
Garantizado renta variable ⁸	1.402.948	1.188.304	1.065.426	1.142.072	1.115.180	1.065.426	1.027.392	1.014.315
Fondos globales	444.300	88.337	105.720	99.163	110.538	105.720	114.244	117.305
De gestión pasiva ⁹	-	85.403	90.343	97.949	93.049	90.343	85.254	84.878
Retorno absoluto ⁹	-	270.766	277.445	279.069	275.871	277.445	279.469	276.277
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	175.865,2	170.547,7	143.918,2	155.295,5	152.646,5	143.918,2	144.428,0	143.859,5
Renta fija ³	92.813,1	84.657,2	56.614,6	69.654,5	64.102,1	56.614,6	51.565,6	50.925,9
Renta fija mixta ⁴	5.803,0	8.695,5	7.319,0	8.264,2	8.109,9	7.319,0	6.570,0	6.468,5
Renta variable mixta ⁵	3.958,8	3.879,6	3.470,5	3.441,5	3.520,2	3.470,5	3.484,5	3.479,7
Renta variable euro ⁶	5.936,9	6.321,6	5.356,8	5.181,2	5.504,4	5.356,8	5.656,3	5.896,5
Renta variable internacional ⁷	4.256,6	5.902,4	8.037,3	6.682,5	7.203,6	8.037,3	7.896,1	8.024,5
Garantizado renta fija	21.281,6	21.033,4	26.180,2	23.520,3	25.795,6	26.180,2	32.084,4	32.350,6
Garantizado renta variable ⁸	30.742,4	25.665,8	22.046,5	23.981,7	23.600,0	22.046,5	21.181,6	20.865,7
Fondos globales	11.072,8	3.872,5	4.440,3	3.991,1	4.093,9	4.440,3	5.481,7	5.534,5
De gestión pasiva ⁹	-	3.216,6	2.104,8	2.350,2	2.323,6	2.104,8	2.193,0	2.248,5
Retorno absoluto ⁹	-	7.303,0	8.348,1	8.228,4	8.393,2	8.348,1	8.314,8	8.065,3

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

2 Datos disponibles: abril 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

CUADRO 3.7

	2008	2009	2010	2010			2011	
				II	III	IV	I	II ¹
PARTÍCIPES	5.923.352	5.475.403	5.160.889	5.423.206	5.348.536	5.160.889	5.160.482	5.131.187
Personas físicas	5.754.049	5.322.214	5.019.902	5.272.045	5.201.334	5.019.902	5.020.705	4.992.276
Residentes	5.677.123	5.252.126	4.954.891	5.203.616	5.134.719	4.954.891	4.955.440	4.927.562
No residentes	76.926	70.088	65.011	68.429	66.615	65.011	65.265	64.714
Personas jurídicas	169.303	153.189	140.987	151.161	147.202	140.987	139.777	138.911
Entidades de crédito	1.713	674	524	582	568	524	500	514
Otros agentes residentes	166.041	151.479	139.550	149.581	145.690	139.550	138.402	137.551
Entidades no residentes	1.549	1.036	913	998	944	913	875	846
PATRIMONIO (millones de euros)	175.865,5	170.547,7	143.918,1	155.295,5	152.646,5	143.918,1	144.428,0	143.859,5
Personas físicas	135.756,2	132.860,5	113.660,6	121.762,4	119.808,3	113.660,6	115.233,0	114.553,2
Residentes	133.878,1	130.954,4	111.900,1	119.898,1	117.961,2	111.900,1	113.442,6	112.912,2
No residentes	1.878,1	1.906,0	1.760,5	1.864,3	1.847,1	1.760,5	1.790,3	1.641,0
Personas jurídicas	40.109,3	37.687,2	30.257,5	33.533,9	32.838,1	30.257,5	29.195,0	29.306,3
Entidades de crédito	4.193,0	2.572,0	1.926,1	2.145,0	2.152,9	1.926,1	1.869,9	1.893,1
Otros agentes residentes	34.738,0	34.065,1	27.644,6	30.614,8	29.926,8	27.644,6	26.666,9	26.790,0
Entidades no residentes	1.178,4	1.050,1	686,9	774,1	758,5	686,9	658,2	623,2

1 Datos disponibles: abril de 2011.

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

CUADRO 3.8

Millones de euros	2008	2009 ²	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	135.461,7	109.915,2	78.805,2	25.226,0	24.172,2	13.395,6	16.011,4	22.756,0
Renta fija	101.909,7	73.718,8	41.656,1	15.240,8	13.605,3	6.206,7	6.603,3	7.890,1
Renta fija mixta	1.914,5	5.267,6	3.538,8	1.243,5	1.082,2	571,7	641,4	358,0
Renta variable mixta	1.350,2	1.135,4	1.221,7	292,1	556,5	118,5	254,6	270,4
Renta variable euro	2.858,0	2.183,8	1.673,0	582,5	464,0	291,1	335,4	575,2
Renta variable internacional	3.309,6	2.929,5	4.455,2	1.259,1	1.190,3	778,5	1.227,3	2.488,7
Garantizado renta fija	11.937,0	11.755,4	11.513,4	2.359,6	3.244,1	3.403,9	2.505,8	7.424,2
Garantizado renta variable	6.544,7	5.589,1	5.120,1	1.607,4	1.539,4	726,8	1.246,5	828,6
Fondos globales	5.638,0	2.754,4	3.018,1	545,0	440,6	265,4	1.767,1	1.534,3
De gestión pasiva	–	535,5	683,8	242,6	271,1	73,7	96,4	220,5
Retorno absoluto	–	4.045,7	5.924,8	1.853,3	1.778,8	959,1	1.333,6	1.165,9
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	202.864,1	122.617,5	104.385,6	28.324,7	33.041,1	18.442,3	24.577,5	23.528,9
Renta fija	124.242,9	81.197,6	68.806,1	19.940,5	22.951,2	12.006,3	13.908,1	13.298,5
Renta fija mixta	8.136,6	2.724,4	4.955,7	1.106,0	1.653,8	812,4	1.383,5	1.138,4
Renta variable mixta	4.675,6	1.596,5	1.311,8	225,7	601,2	168,0	316,9	267,4
Renta variable euro	8.617,2	2.457,8	2.369,9	709,6	673,9	452,4	534,0	594,8
Renta variable internacional	8.657,3	2.165,3	3.303,3	704,9	991,1	625,5	981,8	2.521,1
Garantizado renta fija	9.499,1	15.004,5	6.797,4	2.135,7	1.529,0	1.414,2	1.718,5	2.007,8
Garantizado renta variable	18.216,4	10.990,8	7.620,2	1.818,0	1.852,4	1.399,8	2.550,0	1.624,7
Fondos globales	20.819,0	2.548,6	2.694,4	269,3	461,1	382,9	1.581,1	507,0
De gestión pasiva	–	708,0	1.474,1	396,2	682,1	141,6	254,2	236,7
Retorno absoluto	–	3.224,0	5.053,0	1.018,9	1.645,3	1.039,3	1.349,5	1.332,4

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 netos¹**

CUADRO 3.9

Millones de euros	2008	2009 ²	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	-67.402,4	-12.702,3	-25.580,6	-3.953,1	-9.124,0	-5.056,0	-8.607,1	-765,2
Renta fija	-22.333,2	-7.478,8	-27.149,9	-5.344,3	-9.531,5	-5.962,0	-7.266,9	-5.379,3
Renta fija mixta	-6.222,1	2.543,2	-1.417,0	292,8	-566,2	-302,3	-746,8	-814,4
Renta variable mixta	-3.325,4	-461,1	-90,0	-91,6	-106,5	-79,4	-78,8	-61,2
Renta variable euro	-5.759,2	-274,0	-696,9	-105,6	-210,4	-185,9	-206,2	-16,4
Renta variable internacional	-5.347,7	764,2	1.152,1	640,5	183,9	178,3	255,5	-61,8
Garantizado renta fija	2.437,9	-3.249,1	4.716,0	796,0	1.761,1	2.045,5	712,1	5.631,2
Garantizado renta variable	-11.671,7	-5.401,7	-2.500,1	-962,2	-376,7	-648,1	-1.238,0	-1.016,9
Fondos globales	-15.181,0	205,8	323,6	193,0	-8,2	-6,6	266,4	997,6
De gestión pasiva	-	-172,5	-790,3	-214,9	-387,0	-160,3	-219,6	-11,6
Retorno absoluto	-	821,7	871,7	843,3	117,4	64,6	-87,7	-52,6
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	-11.988,0	8.389,8	135,7	929,8	-3.097,1	2.418,2	-115,4	1.280,9
Renta fija	1.927,7	1.535,3	64,5	359,6	-486,4	409,7	-218,4	330,4
Renta fija mixta	-716,8	507,9	-56,4	36,4	-194,3	148,0	-44,2	65,4
Renta variable mixta	-1.589,0	529,9	-53,4	-12,4	-227,6	158,1	29,1	75,2
Renta variable euro	-5.172,6	1.477,1	-254,1	-185,0	-638,6	509,2	59,6	319,2
Renta variable internacional	-4.092,4	1.309,0	877,4	345,7	-390,0	342,8	578,2	-79,3
Garantizado renta fija	597,6	830,5	-170,4	216,1	-286,3	229,7	-327,4	273,0
Garantizado renta variable	-1.310,4	1.024,0	-392,8	93,2	-438,4	266,4	-315,5	151,9
Fondos globales	-1.632,1	272,2	123,1	55,7	-121,9	109,4	80,0	43,8
De gestión pasiva	-	657,8	-109,7	-52,7	-205,1	144,7	3,5	81,9
Retorno absoluto	-	246,4	107,7	73,1	-108,4	100,2	42,6	19,3

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.

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

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2008	2009 ¹	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	-4,09	6,13	1,09	0,80	-1,67	1,82	0,17	0,89
Renta fija	2,53	2,69	0,78	0,62	-0,47	0,81	-0,18	0,62
Renta fija mixta	-5,75	9,34	0,61	0,71	-1,94	2,13	-0,25	0,95
Renta variable mixta	-23,30	16,44	0,11	0,24	-5,96	4,95	1,19	2,16
Renta variable euro	-47,02	31,02	-3,05	-2,57	-10,85	9,84	1,62	5,73
Renta variable internacional	-49,55	33,16	14,8	6,06	-5,08	5,48	8,11	-0,98
Garantizado renta fija	3,39	4,10	-0,11	1,15	-1,10	1,05	-1,18	0,94
Garantizado renta variable	-1,88	5,08	-0,46	0,70	-1,50	1,44	-1,07	0,71
Fondos globales	-7,36	10,82	4,15	1,71	-2,67	2,97	2,17	0,88
De gestión pasiva	-	-	-2,5	-1,54	-7,34	6,43	0,41	3,74
Retorno absoluto	-	-	2,49	1,25	-1,04	1,48	0,8	0,23
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,87	0,87	0,91	0,22	0,22	0,23	0,24	0,23
Renta fija	0,58	0,63	0,65	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16
Renta fija mixta	1,14	1,14	1,20	0,29	0,29	0,30	0,30	0,29
Renta variable mixta	1,54	1,58	1,65	0,38	0,39	0,41	0,41	0,40
Renta variable euro	1,60	1,75	1,78	0,43	0,43	0,45	0,45	0,44
Renta variable internacional	1,69	1,79	1,84	0,46	0,42	0,45	0,50	0,44
Garantizado renta fija	0,49	0,65	0,62	0,14	0,15	0,16	0,17	0,16
Garantizado renta variable	1,29	1,26	1,24	0,29	0,30	0,30	0,31	0,30
Fondos globales	1,04	1,08	1,06	0,27	0,22	0,27	0,30	0,29
De gestión pasiva	-	-	0,72	0,16	0,16	0,18	0,19	0,19
Retorno absoluto	-	-	1,06	0,28	0,25	0,26	0,28	0,29
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
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	0,03	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	0,02	0,03	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	0,02	0,02	0,02	0,03	0,02
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

¹ 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 ¹	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I
Total fondos de inversión	-4,21	5,73	0,35	0,61	-1,83	1,64	-0,04	0,95
Renta fija	2,06	1,91	0,11	0,46	-0,62	0,63	-0,35	0,63
Renta fija mixta	-7,14	6,85	-0,54	0,42	-2,18	1,82	-0,56	0,9
Renta variable mixta	-22,21	16,47	-0,98	-0,14	-6,00	4,67	0,78	2,23
Renta variable euro	-39,78	32,41	-2,94	-2,57	-10,66	10,11	1,27	6,11
Renta variable internacional	-41,71	37,28	14,22	5,63	-4,97	5,35	8,01	-0,49
Garantizado renta fija	3,29	3,81	-0,67	0,98	-1,24	0,89	-1,28	0,89
Garantizado renta variable	-2,61	3,56	-1,79	0,39	-1,91	1,20	-1,45	0,71
Fondos globales	-8,64	10,90	3,22	1,43	-2,82	2,80	1,87	0,98
De gestión pasiva	-	-	-2,36	-1,26	-7,28	6,32	0,31	3,74
Retorno absoluto	-	-	1,53	0,98	-1,19	1,17	0,58	0,28

¹ 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

	2008	2009	2010	2010				2011
				I	II	III	IV	I ¹
IIC de inversión libre								
Participes	1.589	1.917	1.852	2.137	2.061	1.925	1.852	1.943
Patrimonio (millones de euros)	539,4	652,0	646,2	722,4	674,1	639,3	646,2	690,4
Suscripciones (millones de euros)	390,4	248,7	236,6	108,4	76,0	21,2	31,0	47,5
Reembolsos (millones de euros)	258,3	198,3	268,6	53,6	99,2	73,2	42,6	14,5
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	132,7	50,4	-32,0	54,8	-23,2	-52,1	-11,6	33,0
Rendimientos netos (millones euros)	-39,1	62,2	26,3	15,6	-25,1	17,4	18,4	11,2
Rentabilidad (en %)	-4,82	14,94	5,53	2,23	-3,17	2,97	3,53	1,80
Rendimientos de gestión (%) ²	-2,51	13,76	6,33	2,90	-3,25	3,24	3,45	2,10
Gastos comisión de gestión (%) ²	2,50	2,55	1,91	0,59	0,35	0,47	0,49	0,30
Gastos de financiación (%) ²	0,16	0,11	0,07	0,01	0,02	0,02	0,02	0,01
IIC de IIC de inversión libre								
Participes	8.516	5.321	4.404	5.311	5.109	4.901	4.404	4.408
Patrimonio (millones de euros)	1.021,3	810,2	694,9	793,9	738,0	726,8	694,9	687,3
Suscripciones (millones de euros)	967,3	302,4	47,9	21,4	2,2	13,9	10,4	-
Reembolsos (millones de euros)	700,9	585,4	184,8	51,1	52,8	23,7	57,2	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	266,4	-283,0	-136,9	-29,7	-50,6	-9,8	-46,8	-
Rendimientos netos (millones euros)	-245,7	71,9	21,7	13,4	-5,3	-1,3	14,9	-
Rentabilidad (en %)	-17,80	7,85	3,16	1,72	-0,61	-0,10	2,14	0,48
Rendimientos de gestión (%) ³	-17,84	11,54	4,38	2,08	-0,34	0,14	2,46	-
Gastos comisión de gestión (%) ³	1,63	1,34	1,25	0,31	0,30	0,31	0,32	-
Gastos comisión de depósito (%) ³	0,11	0,11	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	-

1 Datos disponibles: febrero de 2011. Rentabilidad calculada para el periodo diciembre-febrero.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 3.13

	2008	2009	2010	2010			2011	
				II	III	IV	I	II ²
NÚMERO DE CARTERAS								
Fondos de inversión	2.943	2.593	2.429	2.464	2.443	2.429	2.436	2.433
Sociedades de inversión	3.240	3.135	3.068	3.110	3.096	3.068	3.059	3.047
IIC de IIC de inversión libre	40	38	32	34	33	32	29	29
IIC de inversión libre	24	28	31	30	32	32	32	32
Fondos de inversión inmobiliaria	9	8	8	8	8	8	8	8
Sociedades de inversión inmobiliaria	9	8	8	8	8	8	8	8
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	175.865,5	170.547,7	143.918,2	155.295,5	152.646,5	143.918,2	144.428,0	143.859,5
Sociedades de inversión	23.656,1	24.952,8	25.361,3	24.758,4	25.307,7	25.361,3	25.835,9	26.002,0
IIC de IIC de inversión libre ³	1.021,3	810,2	709,2	738,0	726,8	694,9	687,3	-
IIC de inversión libre ³	539,4	652,0	614,5	669,8	635,5	643,5	664,0	-
Fondos de inversión inmobiliaria	7.406,9	6.465,1	6.115,6	6.279,6	6.201,5	6.115,6	6.083,3	6.050,9
Sociedades de inversión inmobiliaria	371,9	308,5	321,9	327,0	322,7	321,9	320,3	319,9

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: abril de 2011.

3 Datos disponibles para el primer trimestre de 2011: febrero de 2011.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2008	2009	2010 ²	2010				2011
				I	II	III	IV	I ²
VOLUMEN DE INVERSIÓN³ (millones de euros)	18.254,8	25.207,2	36.692,9	30.864,9	32.362,8	32.826,7	36.692,9	37.625,7
Fondos	3.352,0	5.215,1	8.535,9	6.519,3	7.477,2	7.650,1	8.535,9	8.096,7
Sociedades	14.902,8	19.992,0	28.156,9	24.345,6	24.885,7	25.176,6	28.156,9	29.529,0
Nº DE INVERSORES	593.488	685.094	865.767	748.749	791.381	811.553	865.767	853.797
Fondos	102.922	139.102	193.233	157.027	181.039	186.804	193.233	197.751
Sociedades	490.566	545.992	666.534	591.722	610.342	624.749	666.534	656.046
Nº DE INSTITUCIONES	563	582	660	615	636	652	660	669
Fondos	312	324	379	353	365	376	379	383
Sociedades	251	258	281	262	271	276	281	286
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	274	275	290	278	288	287	290	292
Francia	161	178	225	201	210	222	225	229
Irlanda	63	64	75	67	69	74	75	77
Alemania	16	17	20	19	20	20	20	20
Reino Unido	14	14	16	15	15	15	16	17
Holanda	1	1	1	1	1	1	1	1
Austria	28	27	27	28	27	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	
				II	III	IV	I	II ¹
FONDOS								
Número	9	8	8	8	8	8	8	8
Participes	97.390	83.583	75.280	76.772	76.182	75.280	33.747	34.572
Patrimonio (millones de euros)	7.406,9	6.465,1	6.115,6	6.279,6	6.201,5	6.115,6	6.083,3	6.050,9
Rentabilidad (%)	0,69	-8,31	-4,74	-0,99	-1,31	-0,9	-0,66	-0,19
SOCIEDADES								
Número	9	8	8	8	8	8	8	8
Accionistas	937	928	943	942	934	943	943	938
Patrimonio (millones de euros)	371,9	308,6	321,9	327,0	322,7	321,9	320,3	319,9

1 Datos disponibles: abril de 2011. En este caso, la rentabilidad es mensual.

