



**BOLETÍN DE LA CNMV**  
Trimestre III  
2010



**BOLETÍN DE LA CNMV**

**Trimestre III  
2010**

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 la página web [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).

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

ISSN (edición impresa): 1887-7044

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Depósito Legal: M-17779-2007

Imprime: Producciones MIC

# Índice

<b>I</b>	<b>Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas</b>	<b>9</b>
<b>II</b>	<b>Informes y análisis</b>	<b>75</b>
	Evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en el segundo semestre de 2009	77
	Óscar Casado Galán, José María Fernández Ortega y Alejandro Romera Fernández	
	Los efectos de las restricciones sobre las ventas en corto en los mercados de renta variable: Algunos resultados recientes	95
	Anna Isperto Maté y Ramiro Losada López	
	Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del Ibex 35. Ejercicio 2009	113
	David Prieto Ruiz y Ángel Domínguez Fernández-Burgos	
<b>III</b>	<b>Novedades regulatorias</b>	<b>129</b>
	Modificaciones introducidas por el Real Decreto 749/2010 en el Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva	131
	Almudena Martínez Arévalo y Josefina Munuera Cebrián	
<b>IV</b>	<b>Anexo legislativo</b>	<b>143</b>
<b>V</b>	<b>Anexo estadístico</b>	<b>153</b>



## Abreviaturas

AAPP	Administraciones públicas
ABS	Asset Backed Securities
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	Credit Default Swaps
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	Depositario central de valores / Central Securities Depository
EAFI	Empresa de asesoramiento financiero
ECA	Entidad de crédito y ahorro
ECR	Entidad de capital-riesgo
ETF	Fondo de inversión cotizado / Exchange Traded Fund
ESI	Empresa de servicios de inversión
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
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	Organismos 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	Price Earnings Ratio
RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios / Return on Equity
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 / Total Expense Ratio
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria (zona euro)
UVM	Unidad de Vigilancia de los Mercados de la CNMV



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



# Índice

1	Resumen ejecutivo	13
2	Entorno macrofinanciero	16
2.1	La evolución económica y financiera internacional	16
2.2	La evolución económica y financiera nacional	27
2.3	Perspectivas	39
3	La evolución de los mercados nacionales	40
3.1	Los mercados bursátiles	40
3.2	Los mercados de renta fija	53
4	Los agentes de los mercados	58
4.1	Vehículos de inversión	58
4.2	Empresas de servicios de inversión	63
4.3	Sociedades gestoras de IIC	69
4.4	Otros intermediarios: capital-riesgo	71

## Índice de recuadros

Recuadro 1:	“La reforma financiera de EE.UU.: Principales novedades en la regulación de los mercados de valores”	22
Recuadro 2:	“Evolución reciente del ahorro de los hogares españoles”	36
Recuadro 3:	“El <i>flash crash</i> de mayo de 2010 y el papel de los <i>circuit breakers</i> ”	43
Recuadro 4:	“La volatilidad de la bolsa española: una comparativa internacional”	48
Recuadro 5:	“El nuevo régimen de transparencia sobre posiciones en corto de CESR y su implementación por la CNMV”	52
Recuadro 6:	“La nueva guía para la evaluación de la idoneidad y la conveniencia”	65



# 1 Resumen ejecutivo

- Desde la última publicación de este informe en el primer trimestre de 2010, el entorno macroeconómico y financiero internacional ha experimentado una sensible mejoría. El crecimiento del PIB mundial fue cercano al 5% en el primer semestre del año debido a la recuperación de las economías desarrolladas y a la fortaleza de las economías emergentes. Las presiones inflacionistas continúan siendo reducidas, en un marco en el que la tasa de paro se ha estabilizado en niveles elevados.
- Algunos indicadores de actividad más reciente han añadido una dosis extra de incertidumbre al escenario central previsto a corto plazo, de consolidación de la recuperación de la economía mundial con diferencias persistentes entre regiones y países. Los principales riesgos están relacionados con las dudas acerca del grado de sostenibilidad del crecimiento, una vez que se culmine el proceso de retirada de las principales medidas extraordinarias de impulso, y con la posibilidad de que se reaviven las tensiones experimentadas recientemente en algunos mercados de deuda soberana europea. Entre las fortalezas del entorno actual, cabe destacar el dinamismo y la resistencia mostrados por las principales economías emergentes y el afianzamiento de la tendencia positiva en los volúmenes de comercio exterior, tras el leve retroceso mostrado en el segundo trimestre.
- La crisis de deuda soberana europea tuvo un impacto sustancial en los mercados financieros internacionales, especialmente en el segundo trimestre del año, con caídas intensas en las cotizaciones de la renta variable y ampliación de los diferenciales de la deuda pública de las economías sujetas a mayor tensión fiscal. La aprobación de diversos planes de ajuste fiscal en estas economías, junto con la adopción de algunas medidas estructurales, han evitado una espiral de desconfianza, de consecuencias potencialmente muy negativas. La crisis de deuda soberana también ha tenido efectos adversos importantes sobre las emisiones de deuda privada, particularmente en el caso de las entidades financieras europeas. En los mercados de cambios, este episodio ha propiciado una notable depreciación del euro.
- El PIB español creció un 0,2% en el segundo trimestre (-0,1% en tasa interanual) impulsado por la recuperación del consumo de los hogares. A corto plazo, no obstante, persisten dudas acerca de la sostenibilidad de este impulso en la medida en que parte del mismo puede haber sido el resultado de la anticipación de la subida del IVA en julio pasado y la expiración de los planes públicos de apoyo a la compra de automóviles. La inflación ha aumentado ligeramente desde principios de año, hasta situarse en el 1,8% en agosto mientras que la tasa de paro permanece en cifras cercanas al 20% de la población activa. Las medidas de reducción de gasto público aprobadas en mayo, que suponen un recorte de 15 mil millones de euros entre 2010 y 2011, deberían permitir que el déficit público se sitúe en torno al 6% del PIB en 2011. Las perspectivas para la economía

española apuntan a un leve descenso de la actividad en 2010 y a una moderada expansión en 2011. Las medidas de consolidación fiscal y otras reformas estructurales, entre las que destaca la recientemente aprobada reforma del mercado de trabajo, junto con los resultados de la prueba de resistencia del sector bancario llevada a cabo a nivel europeo en julio pasado, han tenido un impacto positivo en la confianza de los agentes. No obstante, todavía persisten riesgos relevantes asociados a la debilidad del mercado de trabajo y a la volatilidad de las condiciones de financiación del sector público y privado mostrada durante el reciente episodio de crisis de la deuda soberana europea.

- El entorno financiero de la economía española mantiene una cierta dosis de complejidad, si bien, el proceso de reestructuración del sector de entidades de depósito y el mantenimiento de un marco de solvencia relativamente confortable permiten a estas entidades afrontar el futuro próximo desde una situación relativamente sólida. En efecto, los resultados satisfactorios de las pruebas de resistencia de las entidades financieras españolas han propiciado una cierta mejora en sus condiciones de financiación a lo largo del tercer trimestre.
- En relación con las sociedades no financieras cotizadas, su beneficio conjunto creció un 4% en el primer semestre de 2010, hasta los 14.700 millones de euros. Los beneficios aumentaron en todos los sectores salvo en el ligado a la construcción y a las actividades inmobiliarias. El endeudamiento de las sociedades cotizadas creció un 3,7% en el primer semestre del año y el apalancamiento mostró un ligero repunte. Tanto la ratio de cobertura de la deuda como la carga financiera de las entidades (respecto al EBIT) mejoraron durante la primera mitad del año.
- Los mercados de renta variable nacional recuperaron en el tercer trimestre parte de la caída experimentada durante los trimestres anteriores, en un marco de descenso notable de la volatilidad. La ratio PER del Ibx 35 ha tendido a alinearse con las ratios de las principales referencias europeas. La contratación ha mostrado un aumento significativo a lo largo del año, pero el volumen de emisiones continúa siendo reducido a pesar de la reactivación de algunas operaciones.
- El mercado de deuda pública nacional ha tendido a estabilizarse durante los últimos dos meses tras las tensiones vividas en la primera mitad del año, con descensos moderados en las rentabilidades a los distintos plazos. Al mismo tiempo, las primas de riesgo de la deuda pública y de los emisores privados se han estabilizado aunque permanecen en niveles relativamente elevados. Las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV han retrocedido un 47% en lo que va de año, aunque recientemente se han observado signos de reactivación en algunos segmentos, particularmente en cédulas hipotecarias.
- El patrimonio de los fondos de inversión españoles se redujo un 9% en el primer semestre de 2010, hasta los 155 mil millones de euros, como consecuencia del notable incremento de los reembolsos. Por el contrario, el volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España creció un 28% hasta los 32.365 millones de euros. La importancia de los activos de liquidez reducida en la cartera de los fondos se redujo en la primera mitad del año (desde el 8,7% del patrimonio de los fondos hasta el 7,4%). En este marco, el patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC descendió un 7,5% en el primer semestre del año, pero sus beneficios se incrementaron ligeramente. Las perspectivas para la

industria de inversión colectiva, que está sufriendo una elevada presión competitiva por parte de las entidades depósito, son complejas. La racionalización de la oferta de fondos de inversión y la ganancia de eficiencia a través de la reducción de costes deben seguir siendo objetivos prioritarios para las sociedades gestoras de IIC.

- La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) continúa sufriendo los efectos de la crisis, aunque existen diferencias notables entre entidades y líneas de negocio. El beneficio agregado de las sociedades de valores se redujo un 25% en el primer semestre del año debido al retroceso de las actividades que no forman parte de su actividad ordinaria. Por el contrario, el beneficio agregado de las agencias de valores fue casi tres veces superior al de 2009 como consecuencia de una reducción de los gastos más intensa que el retroceso de los principales ingresos. En este marco, la rentabilidad sobre fondos propios de las ESI descendió nuevamente, aunque de forma menos intensa que en 2009, mientras que el número de entidades en pérdidas siguió aumentando. Las condiciones de solvencia del sector continuaban siendo holgadas en junio de 2010. De hecho, ninguna entidad mostraba déficit de recursos propios (frente a las cinco de finales de 2009). Las perspectivas para las ESI son algo más optimistas a la vista de la incipiente recuperación de algunas líneas de negocio relevantes.
- En 2010 continuó el aumento del número de entidades de capital-riesgo registradas en la CNMV. El patrimonio de los fondos de capital-riesgo aumentó un 16,5% en 2009, mientras que el capital de las sociedades permaneció estable. Los datos de ASCRI indican que la reactivación del sector ha continuado en la primera mitad de 2010. El crecimiento de las operaciones apalancadas sugiere que las entidades financieras han comenzado a reactivar el flujo de crédito hacia estas actividades.
- El informe contiene seis recuadros monográficos que abordan las siguientes cuestiones:
  - El primer recuadro describe las principales novedades de la Ley Dodd-Frank, aprobada recientemente en EE.UU., en el ámbito de los mercados de valores, incluyendo, entre otros, aspectos relativos a derivados OTC, *hedge funds*, titulización, agencias de *rating* y remuneración de directivos.
  - En el segundo recuadro se analizan las pautas recientes de ahorro de los hogares españoles y se documenta el cambio notable en la composición del mismo, en la que destaca la mayor preferencia por instrumentos bancarios, en detrimento de los fondos de inversión, y el intenso repunte en algunos instrumentos de ahorro extranjeros.
  - El tercer recuadro presenta un análisis de la volatilidad de la bolsa española, el cual revela que, a pesar del incremento de la volatilidad de la bolsa española a principios de 2010, no existe evidencia acerca de que, en términos estructurales, el mercado nacional sea más volátil que otros mercados de referencia.
  - El cuarto recuadro se centra en el *flash crash* que tuvo lugar el pasado 6 mayo en la bolsa de Nueva York y revisa algunas de las hipótesis acerca del origen del mismo así como de los mecanismos de prevención de estas situaciones.

- El quinto recuadro resume los elementos principales del nuevo régimen de transparencia sobre posiciones en corto acordado por CESR, en cuya implementación ha sido pionera la CNMV.
- El último recuadro ofrece una descripción breve de la guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad en la prestación de servicios de inversión a clientes minoristas recientemente publicada por la CNMV.

## 2 Entorno macrofinanciero

### 2.1 La evolución económica y financiera internacional

*El entorno macrofinanciero internacional ha experimentado una cierta mejora, si bien persisten diferencias notables entre economías.*

Desde la última publicación de este informe en el Boletín Trimestral de la CNMV del primer trimestre de 2010, el entorno macroeconómico internacional ha dado señales importantes de mejoría y, a pesar de las diferencias palpables entre las distintas economías, este periodo se ha caracterizado, en términos generales, por la continuación de la recuperación de la actividad económica. Sin embargo, el episodio de volatilidad en los mercados financieros internacionales desencadenado por la crisis de deuda soberana europea, que alcanzó su máxima intensidad en los meses de abril y mayo, ha introducido un grado de incertidumbre notable sobre las expectativas de crecimiento para 2010 y 2011, especialmente en aquellas economías con fundamentos más débiles. Más recientemente, la aparente desaceleración de la economía estadounidense ha incrementado las dudas sobre el vigor y la sostenibilidad de la recuperación económica mundial.

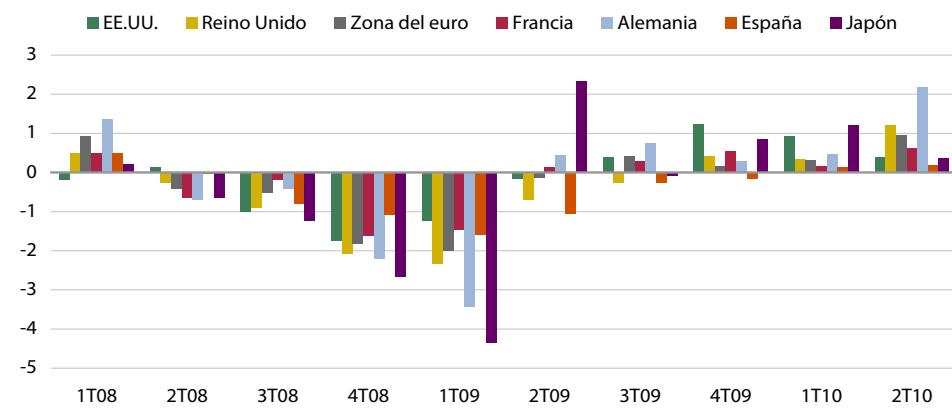
*El crecimiento del PIB mundial fue cercano al 5% en el primer semestre del año.*

El crecimiento del PIB mundial en el primer semestre del año con respecto al mismo periodo de 2009 fue cercano al 5%, de acuerdo con las estimaciones efectuadas del FMI. Este dato fue el resultado de la recuperación de la actividad en las economías desarrolladas (véase gráfico 1) y del mantenimiento de la fortaleza de las economías emergentes, particularmente las asiáticas y algunas latinoamericanas. En concreto, dentro del conjunto de las economías desarrolladas destacó el avance del PIB en EE.UU. y en Alemania, que registró una tasa de crecimiento intertrimestral del 2,2% durante el segundo trimestre del año gracias, fundamentalmente, al impulso de su actividad exportadora y, en particular, por el crecimiento en la demanda de exportaciones alemanas por parte de algunas de las economías emergentes más dinámicas. La actividad en este último grupo de economías sigue liderada por China, cuyo PIB creció un 10,3% en el primer semestre del año. En Latinoamérica, Brasil, México y, más recientemente, Chile también muestran avances sustanciales (con crecimientos intertrimestrales para el segundo trimestre del 1,2%, 3,2% y 4,3%, respectivamente).



**PIB: variaciones trimestrales, %**

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

La heterogeneidad en los indicadores de actividad más recientes, que, en ocasiones, arrojan señales dispares, ha añadido algo más de incertidumbre sobre las previsiones de crecimiento a medio plazo, especialmente en EE.UU. y en Japón. Con todo, el escenario central que contemplan los principales organismos internacionales apunta a la continuidad del proceso de recuperación de la actividad mundial a lo largo de los próximos trimestres, aunque su intensidad seguirá siendo moderada y heterogénea entre zonas. Al mismo tiempo, no es descartable que se produzcan ciertos retrocesos puntuales en el ritmo de recuperación de algunas economías. En este contexto, las estimaciones más recientes del FMI apuntan a un crecimiento del PIB mundial ligeramente superior al 4,5% en 2010 (4,3% en 2011), liderado por las economías emergentes, cuyo PIB crecería a un ritmo cercano al 7% (véase cuadro 1). Entre las economías desarrolladas sigue destacando, a pesar de los nuevos elementos de incertidumbre señalados anteriormente, el crecimiento previsto para EE.UU. y Japón, con tasas en el intervalo del 2-3%. La previsión para la zona del euro es más modesta, ligeramente superior al 1% en 2010 y entre el 1,3% y el 1,8% en 2011, como consecuencia del impacto negativo sobre la actividad a corto plazo de los diferentes planes de ajuste fiscal adoptados en un conjunto relativamente amplio de economías de la zona<sup>1</sup>.

*Algunos indicadores de actividad recientes han añadido incertidumbre a las previsiones de crecimiento a corto plazo.*

1 Como consecuencia de los planes de ajuste fiscal adoptados en 2010, el FMI estima que el ajuste fiscal de los países de la zona del euro en 2011 (estimado como cambio en el saldo público estructural) habría aumentado desde 0,2 p.p. del PIB (estimado en abril de 2010) hasta casi 1,0 p.p. del PIB (estimado en julio de 2010). Para los países del G-20 el ajuste fiscal estimado en 2011 habría pasado de 1,1 p.p. del PIB a 1,3 p.p. en las mismas fechas.

	2006	2007	2008	2009	FMI(*)		OCDE(*)	
					2010P	2011P	2010P	2011P
Mundial	5,1	5,2	3,0	-0,6	4,6 (+0,4)	4,3 (=)	-	-
EE.UU.	2,7	2,1	0,4	-2,4	3,3 (+0,2)	2,9 (+0,3)	3,2 (+0,7)	3,2 (+0,4)
Zona del euro	3,0	2,8	0,6	-4,1	1,0 (=)	1,3 (-0,2)	1,2 (+0,3)	1,8 (+0,1)
Alemania	3,2	2,5	1,2	-5,0	1,2 (-0,3)	1,7 (-0,2)	1,9 (+0,5)	2,1 (+0,2)
Francia	2,4	2,3	0,1	-2,5	1,4 (-0,1)	1,6 (-0,2)	1,7 (+0,3)	2,1 (+0,4)
Italia	2,0	1,5	-1,3	-5,0	0,9 (+0,1)	1,1 (-0,1)	1,1 (+0,0)	1,5 (+0,0)
España	4,0	3,6	0,9	-3,6	-0,4 (=)	0,6 (-0,3)	-0,2 (+0,1)	0,9 (+0,0)
Reino Unido	2,9	2,6	0,5	-4,9	1,2 (-0,1)	2,1 (-0,4)	1,3 (+0,1)	2,5 (+0,3)
Japón	2,0	2,4	-1,2	-5,2	2,4 (+0,5)	1,8 (-0,2)	3,0 (+1,2)	2,0 (+0,0)
Emergentes	7,9	8,3	6,1	2,5	6,8 (+0,5)	6,4 (-0,1)	-	-

Fuente: FMI y OCDE.

(\*) Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en julio de 2010 respecto a abril de 2010. OCDE, previsiones publicadas en junio de 2010 respecto a noviembre de 2009.

*Las presiones inflacionistas continúan siendo reducidas.*

Por su parte, la evolución de los precios en las diferentes economías revela que, en términos generales, las presiones inflacionistas continúan siendo reducidas. Así, en EE.UU. y en la zona del euro la inflación se sitúa en tasas interanuales que oscilan entre el 1% y el 2%. En el Reino Unido, los precios crecen más rápidamente como consecuencia de algunos factores puntuales, pero la inflación se ha estabilizado en valores cercanos al 3% en los meses centrales del año. En Japón continúa el periodo de deflación, si bien la caída de los precios es mucho menos intensa que en 2009. Las tasas de inflación subyacentes también permanecen en niveles reducidos en la mayoría de las economías avanzadas, en línea con un nivel bajo de la utilización de la capacidad, una tasa de desempleo aún elevada<sup>2</sup> y una ausencia de presiones destacables por el lado de la demanda. Todo ello sigue permitiendo que los tipos de interés oficiales se mantengan en niveles históricamente reducidos en estas economías<sup>3</sup>, si bien es cierto que desde finales de 2009 un número creciente de países han incrementado sus tipos de interés. Las primeras en hacerlo fueron algunas economías desarrolladas fuertemente ligadas a la evolución de la demanda de determinadas materias primas, como Australia o Noruega. Con posterioridad, otras economías desarrolladas (Canadá, Suecia, Suiza y Nueva Zelanda) y emergentes, como Brasil, Perú y Malasia, también han comenzado a endurecer el tono de su política monetaria.

*La crisis de deuda soberana tuvo un impacto sustancial en los mercados financieros, especialmente, durante el segundo trimestre...*

La crisis de deuda soberana en Europa tuvo un impacto sustancial en los mercados financieros internacionales a lo largo de la primera mitad del año y, sobre todo, en el segundo trimestre. En los mercados de renta variable se han observado caídas notables en las cotizaciones de los índices de referencia más importantes y nuevos repuntes en los niveles de volatilidad. Las turbulencias han afectado con mayor intensidad a las bolsas japonesas y europeas, con la salvedad del índice alemán, que se mantiene como la única referencia relevante europea que presenta ganancias<sup>4</sup> (5,1%). Para el resto de índices, las pérdidas oscilan entre el 1,1% del Euronext y el 10% del Ibex 35 (véase cuadro 2). Las bolsas estadounidenses muestran ligeras revalorizaciones en el conjunto del año (entre el 0,9% del S&P 500 y el 1,4% del Dow Jones y del Nasdaq).

2 Tanto en EE.UU. como en la zona del euro, la tasa de paro permanece en niveles cercanos al 10% de la población activa.

3 Entre el 0 y el 0,25% en EE.UU., el 0,1% en Japón, el 0,5% en el Reino Unido y el 1% en la zona del euro.

4 La fecha de cierre del informe es el 15 de septiembre.

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

CUADRO 2

	2006	2007	2008	2009	III-09	IV-09	I-10	II-10	III 10 (hasta 15 de septiembre)		
									% s/trim. ant.	% s/dic	% inter- anual <sup>2</sup>
<b>Mundo</b>											
MSCI World	18,0	7,1	-42,1	27,0	16,9	3,7	2,7	-13,3	11,3	-0,8	3,5
<b>Zona del euro</b>											
Euro Stoxx 50	15,1	6,8	-44,4	21,1	19,6	3,2	-1,1	-12,2	8,6	-5,8	-1,7
Euronext 100	18,8	3,4	-45,2	25,5	21,6	3,7	2,2	-10,5	8,2	-1,1	4,0
Dax 30	22,0	22,3	-40,4	23,8	18,0	5,0	3,3	-3,1	5,0	5,1	11,2
Cac 40	17,5	1,3	-42,7	22,3	20,9	3,7	1,0	-13,4	9,1	-4,6	0,1
Mib 30	19,0	-8,0	-48,7	20,7	19,6	-0,7	-0,4	-14,7	7,4	-8,7	-7,6
Ibex 35	31,8	7,3	-39,4	29,8	20,1	1,6	-9,0	-14,8	16,1	-10,0	-7,3
<b>Reino Unido</b>											
FT 100	10,7	3,8	-31,3	22,1	20,8	5,4	4,9	-13,4	13,0	2,6	10,2
<b>Estados Unidos</b>											
Dow Jones	16,3	6,4	-33,8	18,8	15,0	7,4	4,1	-10,0	8,2	1,4	9,2
S&P 500	13,6	3,5	-38,5	23,5	15,0	5,5	4,9	-11,9	9,2	0,9	6,9
Nasdaq-Cpte	9,5	9,8	-40,5	43,9	15,7	6,9	5,7	-12,0	9,1	1,4	9,4
<b>Japón</b>											
Nikkei 225	6,9	-11,1	-42,1	19,0	1,8	4,1	5,2	-15,4	1,4	-9,8	-6,9
Topix	1,9	-12,2	-41,8	5,6	-2,1	-0,2	7,8	-14,0	0,9	-6,5	-9,0

Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

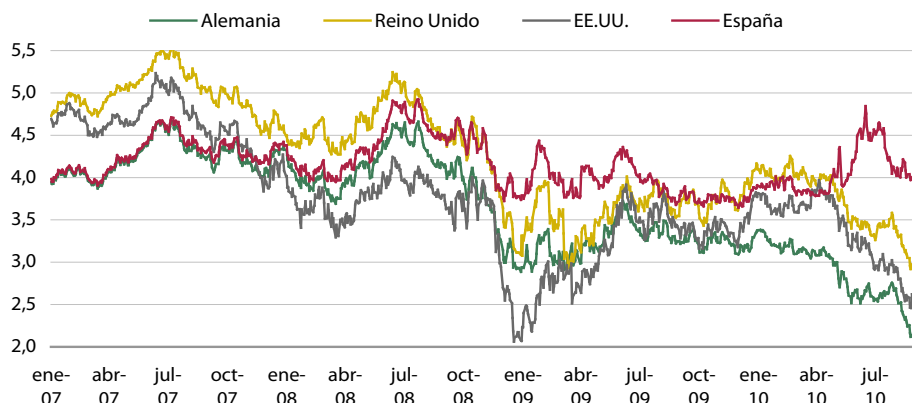
2 Variación interanual de la rentabilidad alcanzada en la fecha de referencia.

En los mercados de deuda, se ha observado una cierta disociación entre los tipos de interés de la deuda pública de las economías consideradas como más solventes (EE.UU. y Alemania y, en menor medida, Reino Unido) y los de aquellas que habían mostrado un deterioro económico y/o fiscal mayor en los dos últimos años (especialmente Grecia, Portugal, España, Irlanda e Italia), que parece haberse atenuado ligeramente a partir del finales de junio. Como se observa en el gráfico 2, este nuevo episodio de “huida hacia la calidad” ha dado lugar a descensos sustanciales en los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo en las economías más solventes, hasta valores del 2,4% en Alemania, el 2,7% en EE.UU., y el 3,2% en el Reino Unido, significativamente por debajo de la media de la última década (4% en Alemania, 4,2% en EE.UU. y 4,5% en el Reino Unido).

*...que se tradujo en un aumento de los diferenciales de la deuda pública de las economías con un mayor grado de deterioro fiscal.*

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

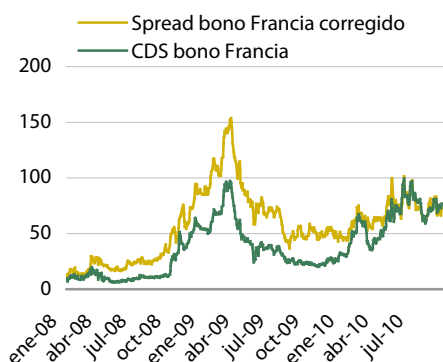
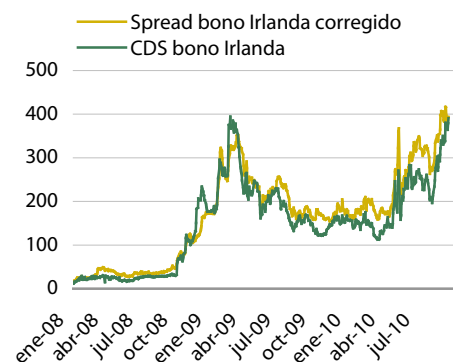
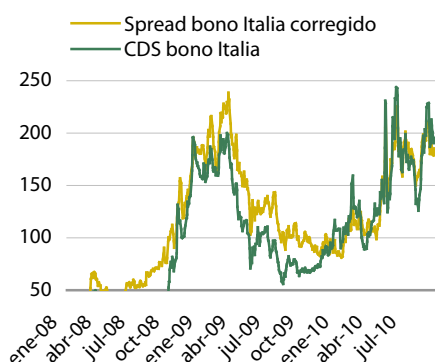
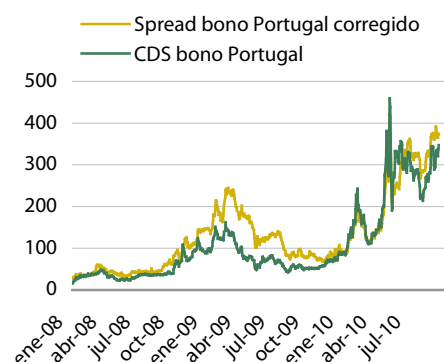
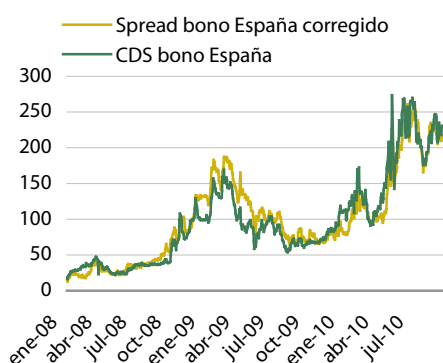
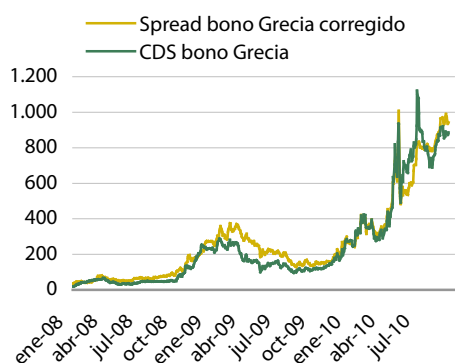
GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta 15 de septiembre.

*La adopción de diversas medidas ha reducido levemente la percepción de riesgo soberano.*

La confianza de los agentes en la deuda de los países soberanos sometidos a mayor tensión mejoró ligeramente en los meses centrales de 2010 como consecuencia de varios factores, entre los que destacan el plan de ayuda multilateral a Grecia, la adopción del mecanismo de asistencia financiera por la Unión Europea (con la cooperación del FMI), la aprobación de varios planes de ajuste fiscal en diversas economías europeas, las medidas impulsadas por el BCE para favorecer la liquidez en varios mercados de deuda pública y privada y, más recientemente, la publicación durante el mes de julio de los resultados de las pruebas de resistencia a las que se sometió la banca europea. Todo ello ha permitido estabilizar, y en algunos casos reducir, la percepción de riesgo soberano en las economías más vulnerables, desde los niveles máximos registrados en mayo (véase gráfico 3). Con todo, la situación de los mercados de deuda soberana continúa presentando riesgos no despreciables y, a pesar de que las medidas antes comentadas han sido efectivas para evitar una espiral de desconfianza, todavía no se puede afirmar que las tensiones se hayan reducido de forma sustancial.



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

1 Los *spreads* de bonos están referenciados al bono alemán. Teniendo en cuenta que estos *spreads* intentan aproximar el diferencial de tipos de interés respecto a un activo libre de riesgo y este activo libre de riesgo (habitualmente el bono alemán) ha presentado un riesgo de crédito creciente en los últimos meses, tal y como se desprende de la cotización de su CDS, los *spreads* aquí representados se han corregido incorporando la prima de riesgo del CDS del bono alemán.

### Recuadro 1: “La reforma financiera de EE.UU.: Principales novedades en la regulación de los mercados de valores”

La actual crisis ha puesto de manifiesto la necesidad de modificar algunos elementos importantes del marco regulador y supervisor de los mercados financieros. En Estados Unidos se presentó, a mediados de 2009, una propuesta inicial de reforma de la regulación financiera<sup>1</sup>, cuyo contenido central fue aprobado en julio de 2010 en forma de ley (conocida como “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”<sup>2</sup>). El objetivo final de esta nueva ley es promover la estabilidad financiera y proveer de una mayor protección a los consumidores frente a las prácticas abusivas.

En consonancia con los dos objetivos centrales mencionados, la nueva ley modifica la estructura de supervisión financiera existente hasta el momento creando dos nuevos organismos. Por una parte, se establece un consejo para la supervisión de la estabilidad financiera (Financial Stability Oversight Council), cuyas funciones consistirán en identificar aquellas empresas, productos y actividades que pongan en riesgo la estabilidad financiera de los Estados Unidos, promover la disciplina del mercado y responder a las amenazas a la estabilidad de los mercados financieros. Por otra parte, se constituirá una nueva agencia federal, el Bureau of Consumer Financial Protection, que se encargará de establecer y asegurar el cumplimiento de la regulación de los servicios y productos financieros destinados a sus consumidores. Esta nueva agencia, que recogerá y efectuará un seguimiento de las consultas y reclamaciones presentadas por los inversores, se hará cargo de las competencias que anteriormente tenían otras agencias, entre ellas la Reserva Federal.

En cuanto a la regulación bancaria, uno de los objetivos principales de la nueva legislación es la eliminación de la expectativa de rescate por parte de las autoridades públicas de aquellas grandes entidades financieras cuya quiebra, hasta este momento, podría poner en peligro la estabilidad del sistema financiero. Así, de acuerdo a la ley Dodd-Frank, estas entidades tendrán que ser liquidadas en caso de quiebra según las políticas y procedimientos existentes, los cuales serán revisados para un mejor funcionamiento. Asimismo, con el objetivo de proteger a los depositarios y contribuyentes, se prohibirá a los bancos comerciales que realicen inversiones por cuenta propia<sup>3</sup> y que posean o inviertan en *hedge funds* o *private equity funds*. También se limitará el tamaño de los bancos a un máximo del 10% del total de activos del sistema financiero (*Volcker rule*).

En el contexto de los mercados de valores, la Ley Dodd-Frank insta a los organismos correspondientes a elaborar estudios y redactar nuevas normas relativas a diversas áreas, entre las que cabe destacar las siguientes:

- **Derivados OTC.** En lo que respecta a estos productos, apenas regulados hasta el momento, la SEC y la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) se encargarán en el plazo de un año de establecer nuevas normas en los mercados de *swaps*. Además, la Ley Dodd-Frank otorga mayores poderes a la CFTC, que será la responsable de la regulación y supervisión de todos los *swaps* a excepción de los *swaps* sobre valores individuales (*security-based swaps*)<sup>4</sup>, de los que se encargará la SEC. Además, cabe destacar, por una parte, la nueva obligación de registro de las entidades sistémicamente importantes en los mercados de *swaps*<sup>5</sup>,

las cuales estarán sujetas a requerimientos de capital y de colateral. Por otra parte, los derivados estandarizados deberán negociarse en una plataforma de negociación y liquidarse en una cámara central, y todos los contratos de *swaps*, independientemente de su grado de estandarización, deberán ser comunicados al regulador correspondiente con información referente al precio y volumen acordados.

- **Hedge funds.** La crisis financiera ha puesto de relieve una preocupante falta de regulación en relación a estas instituciones, frente a la cual la Ley Dodd-Frank va a exigir que las gestoras de *hedge funds* y otros fondos privados se registren en la SEC y envíen información sobre los fondos que gestionan. Actualmente la SEC está trabajando conjuntamente con la FSA británica para establecer los requisitos de información que se exigirán a los *hedge funds*.
- **Responsabilidad fiduciaria de los asesores financieros.** La Ley Dodd-Frank insta a la SEC a realizar un estudio sobre la efectividad de los estándares actuales que deben cumplir los asesores financieros y que la nueva regulación exigirá que también cumplan los *brokers* y *dealers* en relación con su actividad de asesoramiento a minoristas. En base a los resultados de este estudio, la SEC tendrá la potestad de crear unos nuevos estándares de conducta más exigentes que los actualmente existentes.
- **Titulización.** Con el objetivo de reactivar el mercado de titulización y solventar los fallos en el mismo que han provocado la falta de confianza en estos instrumentos, la nueva regulación exigirá a los emisores que proporcionen más información en relación a los activos subyacentes y su calidad. A su vez, se exigirá a los originadores que mantengan un interés económico en los activos titulizados, con el objetivo de inducir un comportamiento más diligente por su parte. En concreto, los originadores deberán retener al menos el 5% del riesgo de crédito en el caso de titulización de hipotecas residenciales y un porcentaje previsiblemente menor (todavía por determinar) para el resto de activos titulizados.
- **Agencias de calificación crediticia.** La nueva legislación requerirá que estas agencias publiquen, junto con cada calificación crediticia, información relativa a la metodología y procedimientos utilizados. Asimismo, se les pedirá que establezcan controles internos para evitar los conflictos de interés y asegurar la precisión de los *ratings*. Adicionalmente, para atenuar los problemas de incentivos en este sector, la SEC estudiará la viabilidad de crear una entidad que establezca un sistema de asignación de los *ratings* de productos financieros estructurados con el fin de que los emisores no seleccionen la agencia crediticia. Para supervisar la aplicación de la nueva regulación y penalizar su incumplimiento, la SEC creará un nuevo departamento dentro de su organigrama (Office of Credit Ratings). Por último, se ha solicitado a los reguladores que revisen y modifiquen la regulación para tratar de evitar las referencias a los *ratings* crediticios e intentar sustituirlos por sus propios estándares de solvencia. Se intentan mitigar, de este modo, los problemas de riesgo moral asociados a una excesiva dependencia de las calificaciones crediticias.
- **Remuneración.** Con el fin de fortalecer la protección de los accionistas, se han fijado una serie de requisitos en relación a la compensación de los directivos de las empresas. Entre ellos, cabe destacar el derecho a voto, de forma no vinculante, por parte de los accionistas para aprobar la remuneración de los ejecutivos (*say*

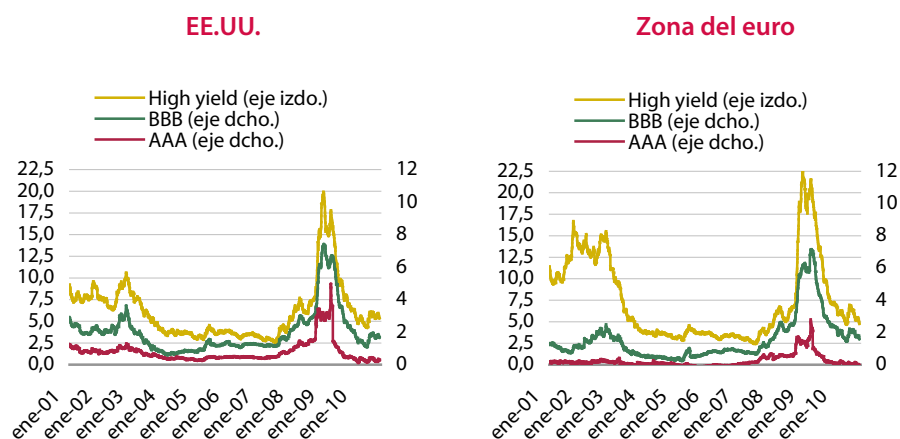
on pay) y la exigencia de una comisión de compensación independiente dentro de la empresa. En el plazo de un año, la SEC deberá promover normas para prohibir la negociación de aquellas empresas que no adopten los estándares de la nueva legislación.

La reciente aprobación de la Ley Dodd-Frank ha dado paso a un periodo de transición durante el cual los organismos correspondientes deberán realizar distintos estudios y desarrollar normas concretas que darán lugar a la implementación definitiva. Se prevé que la reforma del sistema financiero en Estados Unidos se vaya completando a lo largo de 2011.

1. Disponible en: [http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport\\_web.pdf](http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf).
2. Disponible en: <http://www.govtrack.us/congress/bill.xpd?bill=h111-4173>.
3. La ley especifica algunas excepciones, entre las que cabe destacar la adquisición de instrumentos emitidos por agencias gubernamentales.
4. Los swaps incluidos en esta categoría están pendientes de especificar por parte de la SEC y la CFTC.
5. Son las denominadas *swap dealers* y *major swap participants* (MSP) que deberán ser definidas con mayor precisión por parte de la CFTC y la SEC.

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

GRÁFICO 4



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

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

*Las primas de riesgo de la deuda privada repuntaron con cierta intensidad durante este episodio.*

En el ámbito de la deuda privada, las primas de riesgo de crédito de los emisores con calidad crediticia media y baja repuntaron con cierta intensidad a raíz de la crisis de deuda soberana, aunque sus niveles continúan siendo similares a los existentes antes de la quiebra de Lehman Brothers (véase gráfico 4). El análisis por sectores revela que las entidades más afectadas han sido las financieras. De hecho, en los últimos meses se observa una relación muy estrecha entre los incrementos registrados por las primas de riesgo de crédito soberano y los observados en el sector financiero en Europa. Ahora bien, establecer relaciones de causalidad claras entre ambas observaciones es una tarea compleja. Por un lado, el amplio conjunto de medidas de apoyo adoptadas por los gobiernos a favor de los sistemas financieros ha dado lugar a un cierto trasvase de riesgos desde el sector financiero hasta el sector público. Por otro lado, las tenencias de títulos de deuda pública europea por parte de los bancos



de esta región, con el consiguiente impacto potencial que tendría una depreciación intensa de estos títulos en sus cuentas de resultados, sugiere que el anterior trasvase de riesgos ha podido invertir su sentido durante los últimos meses.

El volumen total de emisiones de deuda (en términos netos) en los mercados internacionales entre enero y septiembre de 2010 ascendió a 4,7 billones de dólares, lo que supone un descenso del 3,5% respecto al mismo periodo de 2009. El análisis por tipo de instrumento financiero (véase gráfico 5) revela que el descenso de las emisiones tuvo su origen, fundamentalmente, en la fuerte caída de las emisiones de instrumentos de deuda de alta calidad crediticia (*investment grade*) efectuadas por entidades financieras radicadas en Europa<sup>5</sup>. Las fuertes necesidades de financiación del sector público han dado lugar a un nuevo incremento de las emisiones de deuda soberana (un 7,2%), hasta alcanzar los 2,9 billones de dólares en el periodo de referencia, es decir, estos instrumentos representan más del 62% de la emisión total de deuda mundial. Las emisiones de otros instrumentos de renta fija como las titulizaciones o los bonos de calidad crediticia reducida (*high yield*) también mostraron avances respecto a las cifras del mismo periodo de 2009, aunque de un volumen inferior al de los instrumentos anteriores<sup>6</sup> (desde 149 mil millones de dólares hasta 217 mil millones entre 2009 y 2010 en el caso de las titulizaciones y desde 32 mil millones de dólares hasta 133 mil millones en el caso de los bonos). Atendiendo a la región emisora, se observa un comportamiento muy distinto entre EE.UU. y Japón, donde el volumen de emisión de deuda se incrementó un 21% y un 20% respectivamente, y Europa, donde cedió un 35%.

*El volumen de emisiones de deuda ha descendido ligeramente, a pesar del incremento de las emisiones del sector público.*

---

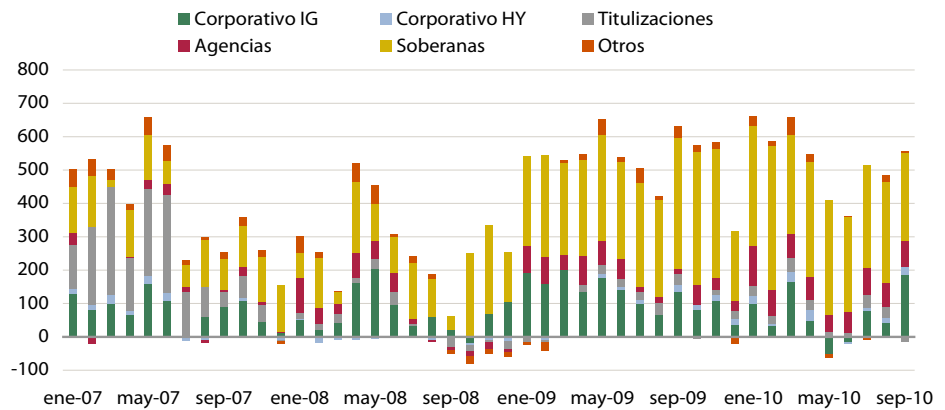
5 Los datos más recientes (septiembre) apuntan a una leve mejora de las emisiones de las entidades financieras.

6 Dado el reducido nivel de partida de estas series, la comparación de las tasas de variación en porcentaje no es satisfactoria.

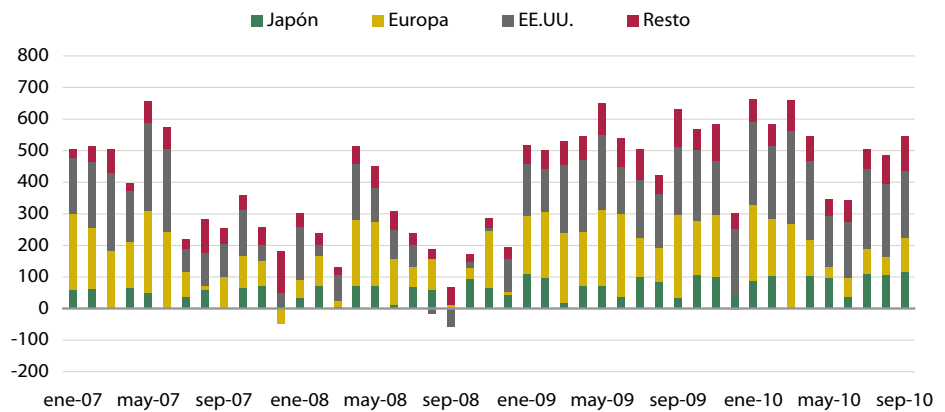
**Emisiones netas internacionales de renta fija,  
miles de millones de dólares**

GRÁFICO 5

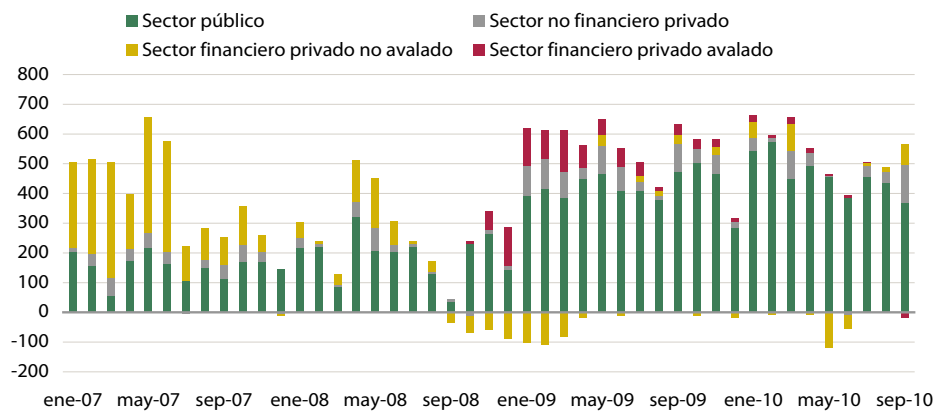
**Por tipo de instrumento financiero**



**Por región**



**Por tipo de emisor**



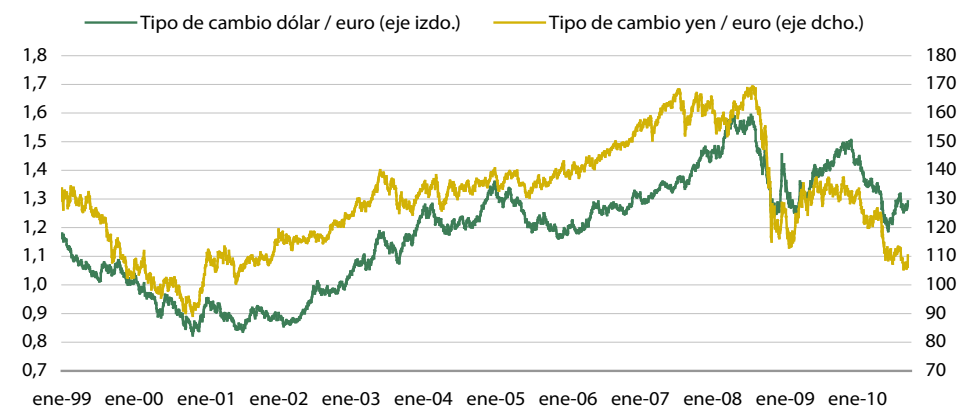
Fuente: Dealogic. Datos mensuales hasta el 15 de septiembre. Los datos de septiembre se mensualizan.

En los mercados de cambios, la crisis de deuda soberana europea propició una notable depreciación del euro frente al dólar y al yen en 2010. Respecto al dólar, la depreciación del euro ha sido prácticamente constante desde finales de 2009 hasta mediados de junio de 2010. En ese periodo, su cotización pasó de 1,50 dólares por euro a 1,2 dólares por euro. En las semanas de julio y agosto esa tendencia se ha atenuado

sustancialmente y, de hecho, al cierre de este informe el euro se ha recuperado hasta alcanzar valores cercanos a 1,3 dólares por euro. Respecto al yen, el euro ha caído desde valores cercanos a 135 yenes por euro a finales de 2009 hasta valores que oscilan en torno a los 110 yenes por euro a mediados de septiembre (véase gráfico 6).

## Tipo de cambio del euro frente al dólar y al yen

GRÁFICO 6



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

## 2.2 La evolución económica y financiera nacional

Durante el segundo trimestre, la actividad doméstica ofreció un comportamiento relativamente similar al de los primeros meses del año y mostró un leve crecimiento del 0,2% en términos trimestrales, manteniendo, aunque a tasas modestas, la reanudación del crecimiento de la actividad que comenzó en el trimestre precedente (0,1%). En términos interanuales, el PIB mostró en el segundo trimestre un ligero descenso del 0,1%, lo que representa la tasa negativa más reducida desde finales de 2008. La composición del crecimiento revela que éste continúa equilibrándose, ya que la aportación negativa de la demanda nacional se redujo desde 2,5 puntos porcentuales (p.p.) hasta 0,5 p.p., mientras que la aportación positiva de la demanda externa se redujo desde 1,5 p.p. hasta 0,4 p.p.

*La actividad doméstica creció un 0,2% en el segundo trimestre,...*

Desde el punto de vista de la demanda, cabe señalar la recuperación del consumo de los hogares, que creció un 1,3% en términos trimestrales (0,9% en el trimestre anterior), y el avance del consumo del sector público un 0,7% (0,3% en el trimestre previo). También resultó especialmente relevante la aceleración de la inversión en bienes de equipo, que aumentó un 4,6% en dicho trimestre. La recuperación de las tasas trimestrales ha permitido que las variaciones anuales de los principales componentes de la demanda estén ya en terreno positivo. Así, el gasto en consumo final, tanto privado como público, avanzó un 1,5% en el segundo trimestre (algo que no ocurría desde el tercer trimestre de 2008), la inversión en bienes de equipo se incrementó un 8,7% (tampoco crecía desde el segundo trimestre de 2008), las exportaciones aumentaron un 10,5% y las importaciones un 8,1%. Únicamente la inversión que no está relacionada con los bienes de equipo que, básicamente se corresponde con la construcción, siguió retrocediendo a tasas superiores al 10%.

*...impulsada por la recuperación del consumo de los hogares,...*

El repunte de la demanda nacional se debió, en gran medida, al crecimiento en el consumo privado que, como ya se ha señalado, aumentó un 1,3% con respecto al trimestre anterior. No obstante, persiste una cierta incertidumbre acerca de la sos-

...que se apoyó parcialmente en medidas de impulso que ya han finalizado y en un posible "efecto anticipación" de la subida del IVA.

Desde el punto de vista de la oferta destacaron los avances de la industria y los servicios.

tenibilidad de este comportamiento del consumo, puesto que el mismo se apoyó parcialmente en programas públicos de estímulo del consumo (automóviles) que ya han expirado y en un posible efecto de anticipación en las compras, fundamentalmente de bienes duraderos, debido al incremento del IVA previsto para el mes de julio. Adicionalmente, no es descartable que algunas de las medidas de ajuste fiscal anunciadas en mayo que tienen una incidencia más directa en la renta disponible de los hogares (como la rebaja del salario de los empleados públicos) puedan tener un cierto efecto negativo en el consumo privado durante los próximos meses.

Desde el punto de vista de la oferta, destacan los avances trimestrales del producto de las ramas industriales (0,6%) y del sector de los servicios (0,3%), que han permitido a ambos sectores abandonar el terreno negativo en tasa interanual (2,2% en el caso de la industria y 0,4% en el de los servicios). Por el contrario, la construcción cedió un 1,5% en el trimestre (-6,4% en términos anuales) y el producto de las actividades asociadas al sector primario cayó un 2,3% en términos trimestrales y un 3,5% en términos anuales.

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

CUADRO 3

	2006	2007	2008	2009	Comisión Europea*	
					2010P	2011P
<b>PIB</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>0,9</b>	<b>-3,7</b>	<b>-0,4 (+0,4)</b>	<b>0,8 (-0,2)</b>
Consumo privado	3,8	3,7	-0,6	-4,2	0,2 (+0,7)	1,2 (+0,3)
Consumo público	4,6	5,5	5,8	3,2	1,0 (-0,7)	-1,2 (-3,4)
Formación bruta de capital fijo, de la que:	7,2	4,5	-4,8	-16,0	-8,3 (+0,1)	-1,8 (-0,5)
Bienes de equipo	9,9	9,0	-1,7	-24,8	-4,3 (+1,7)	0,2 (-2,0)
Exportaciones	6,7	6,7	-1,1	-11,6	4,4 (+3,1)	4,7 (+1,4)
Importaciones	10,2	8,0	-5,3	-17,8	-1,1 (+1,6)	1,8 (-0,4)
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	-1,4	-0,8	1,5	2,7	1,3 (+0,3)	0,7 (+0,4)
<b>Empleo</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-6,6</b>	<b>-2,5 (-0,2)</b>	<b>-0,1 (+0,3)</b>
<b>Tasa de paro<sup>1</sup></b>	<b>8,5</b>	<b>8,3</b>	<b>11,3</b>	<b>18,0</b>	<b>19,7 (-0,3)</b>	<b>19,8 (-0,7)</b>
<b>IPC armonizado</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>	<b>4,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,6 (+0,8)</b>	<b>1,6 (-0,4)</b>
<b>Saldo cuenta corriente (% PIB)</b>	<b>-9,0</b>	<b>-10,0</b>	<b>-9,7</b>	<b>-5,5</b>	<b>-4,6 (=)</b>	<b>-4,5 (-0,3)</b>
<b>Saldo AAPP (% PIB)</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>-4,1</b>	<b>-11,2</b>	<b>-9,8 (+0,3)</b>	<b>-8,8 (+0,5)</b>

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

1 Definición de Eurostat.

\* Previsiones publicadas en primavera de 2010 (respecto a otoño de 2009).

La inflación ha aumentado ligeramente en el transcurso del año, en línea con el resto de la zona del euro.

La tasa de paro se mantiene relativamente estable en torno al 20% de la población activa.

La tasa anual del IPC se ha ido incrementando progresivamente a lo largo del año desde valores cercanos al 1% a principios del mismo hasta valores próximos al 2% en agosto. Esta evolución ha sido el reflejo del incremento tanto de los precios de los elementos más volátiles del índice como de aquéllos más estables, que conforman el núcleo de la inflación subyacente. El diferencial de inflación con la zona del euro se ha mantenido muy reducido y estable, al oscilar entre cero y 0,2 p.p. La escasa presión de la demanda nacional y la compresión de márgenes empresariales tenderá a contrarrestar el impacto alcista sobre los precios de la reciente entrada en vigor del incremento del IVA por lo que, previsiblemente, la inflación se mantendrá en niveles relativamente reducidos. En promedio, las previsiones de los principales organismos apuntan hacia crecimientos inferiores al 2% en 2010 y 2011.

Por su parte, los datos del mercado de trabajo correspondientes al segundo trimestre del año apuntan a una ligera caída del empleo y a una estabilización de la tasa de

paro. Así, en ese trimestre el número de ocupados aumentó en casi 83 mil personas respecto al trimestre anterior, hasta rozar los 18.477.000 ocupados, lo que atenuó el retroceso interanual del número de empleados desde el -3,6% hasta el -2,5%. El aumento del empleo no pudo impedir un nuevo incremento del número de desempleados como consecuencia del aumento de la población activa, con lo que la tasa de paro se mantuvo prácticamente inalterada en el 20,1%.

La crisis soberana europea provocó que algunas economías europeas adoptasen una serie de medidas de consolidación fiscal de acción inmediata para reducir el déficit públicos<sup>7</sup>. En el caso español, las medidas de ajuste fiscal aprobadas por el Gobierno el 20 de mayo adelantaron una parte importante del ajuste fiscal previsto en el Programa de Estabilidad 2010-2013 e introdujeron un conjunto de nuevas medidas de reducción del gasto de carácter estructural, entre las que destacaron el descenso de la inversión pública y de la remuneración de los asalariados públicos a partir del 1 de junio y la congelación de los salarios públicos y de las pensiones a partir de 2011. En conjunto, el recorte estimado del ajuste fiscal entre 2010 y 2011 es de 15 mil millones de euros (el 1,5% del PIB), por lo que el déficit público debería situarse en torno al 6% del PIB en 2011<sup>8</sup>. La información procedente de la ejecución presupuestaria del Estado hasta julio revela que el saldo negativo del mismo (-2,4% del PIB) se ha reducido sensiblemente en términos interanuales como consecuencia del notable incremento de la recaudación impositiva y de un moderado descenso del gasto.

Las previsiones más recientes de los principales organismos internacionales sobre la economía española apuntan a un descenso del PIB en 2010 cercano al 0,4% (-0,3% según las estimaciones del Gobierno) y a un crecimiento modesto en 2011, que se vería parcialmente lastrado por las medidas extraordinarias de recorte del gasto público, y que se situaría entre el 0,5% y el 1,3%, según diversas instituciones. De acuerdo a estas previsiones, la tasa de paro bajaría levemente del 20% y la tasa de inflación continuaría en tasas próximas al 1,5%. Las estimaciones que incorporan la información procedente del plan de ajuste fiscal rebajan la cifra prevista para el déficit público desde valores cercanos al 9% del PIB en 2010 hasta valores próximos a la banda del 6-7% del PIB en 2011.

El entorno financiero de la economía española mantiene una cierta dosis de complejidad, ya que a las dificultades que plantea una actividad económica débil en términos de volumen de negocio para las entidades de crédito y de deterioro de sus activos, coincidiendo con la reciente crisis de deuda soberana, se ha añadido un cierto endurecimiento en sus condiciones de financiación.

Por otro lado, el proceso de reestructuración del sector y un marco de solvencia relativamente confortable permiten a estas entidades afrontar los retos pendientes desde una situación sólida. Más recientemente, los resultados satisfactorios de las pruebas de resistencia de las entidades financieras españolas y una cierta mejora en sus condiciones de financiación apuntan hacia una mejoría en el entorno en que opera el sector.

*La crisis soberana ha impulsado el proceso de consolidación fiscal en algunas economías, entre ellas la española.*

*Las previsiones indican que la actividad continuará siendo débil y se estima una caída notable del déficit público en 2011.*

*La persistencia de las tensiones en los mercados de financiación mayorista añade complejidad al marco de actuación de las entidades financieras españolas.*

*Por otra parte, la reestructuración del sector y los resultados de las pruebas de resistencia deben contribuir a una mejora de la confianza de los inversores.*

7 En este sentido, un reciente análisis sobre la deuda pública de 23 países publicado por el FMI revela que la economía española se encuentra en un grupo intermedio de países junto con EE.UU., Reino Unido, Islandia e Irlanda, por lo que se refiere al margen de maniobra fiscal disponible para hacer frente a perturbaciones inesperadas (Jonathan D. Ostry, Atish R. Ghosh, Jun I. Kim, Mahvash S. Qureshi [septiembre de 2010], "Fiscal Space", IMF Staff Position Note).

8 Las previsiones del cuadro 3 de la Comisión Europea se hicieron antes de la adopción del plan de ajuste fiscal, por lo que no tienen en cuenta aún su impacto.

Los beneficios agregados de las entidades de crédito continúan descendiendo...

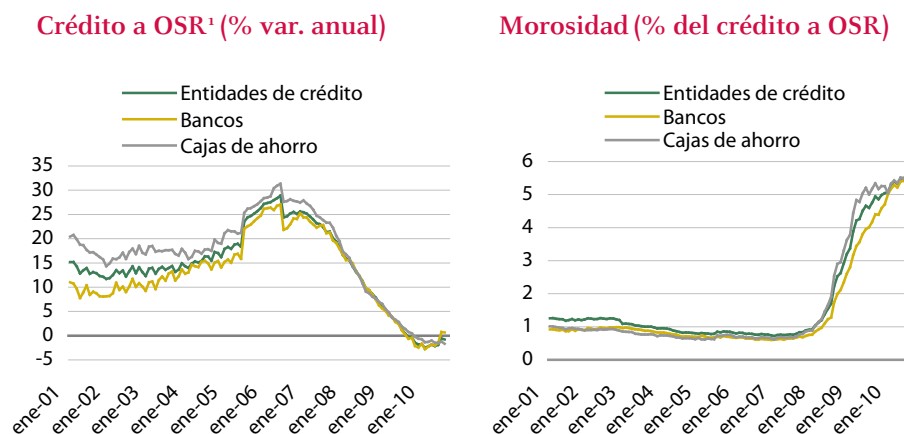
...al tiempo que se observa una cierta estabilización en las cifras de crédito y de morosidad.

La cuenta de resultados de las entidades de crédito en el primer trimestre de 2010 arrojó un resultado neto positivo de 2.836 millones de euros, una cifra sensiblemente inferior a los casi 5 mil millones del mismo periodo de 2009. La caída de los beneficios tuvo origen en el descenso del margen de intereses, el incremento de las pérdidas por deterioro de activos financieros y, sobre todo, el notable descenso del resto de resultados (desde los 1.723 millones de euros en el primer trimestre de 2009 hasta los 277 millones en el primer trimestre de 2010).

Las cifras más recientes de crédito y morosidad de las entidades de crédito parecen apuntar a una cierta estabilización en ambas variables. Así, la tasa de variación anual del crédito (saldo vivo) agregado a empresas y familias apenas descendía a mediados de año (-0,8% en julio), superando los mínimos de principios del mismo (-2,5%). Esta aparente estabilización fue consecuencia de una cierta reactivación del crédito a familias para adquisición de vivienda y, en menor medida, para financiación del consumo. En el caso de los bancos, la tasa de variación anual del crédito ha enlazado dos meses en terreno positivo (0,8% en junio, 0,7% en julio), después de casi un año de descensos. Por su parte, la morosidad de las entidades de crédito españolas parece haberse estabilizado en valores cercanos al 5,5% en los meses centrales del año. La mayor parte del aumento de la morosidad en el último año sigue asociada a la financiación de empresas constructoras y de actividades de promoción inmobiliaria (véase el gráfico 7).

#### Entidades de depósito: evolución del crédito y la morosidad

GRÁFICO 7



Fuente: Banco de España. Datos hasta julio.

1 Otros sectores residentes.

A raíz de las turbulencias en los mercados de deuda soberana, las entidades de crédito aumentaron sustancialmente su recurso a la financiación del Eurosistema,...

Como se ha señalado anteriormente, las turbulencias en los mercados de deuda soberana tuvieron su reflejo en las condiciones de financiación del sector privado. En el caso de las entidades financieras domésticas, el importe de sus emisiones brutas de renta fija en lo que va de año<sup>9</sup> ha descendido desde los 288 mil millones de euros en 2009 hasta los 155 mil millones en 2010, como consecuencia de la notable caída de las emisiones de pagarés, de bonos (con y sin aval) y, en menor medida, de las titulaciones. Tampoco se ha efectuado ninguna emisión de participaciones preferentes. Únicamente la emisión de cédulas hipotecarias se sitúa en niveles relativa-

9 Hasta el 15 de septiembre.

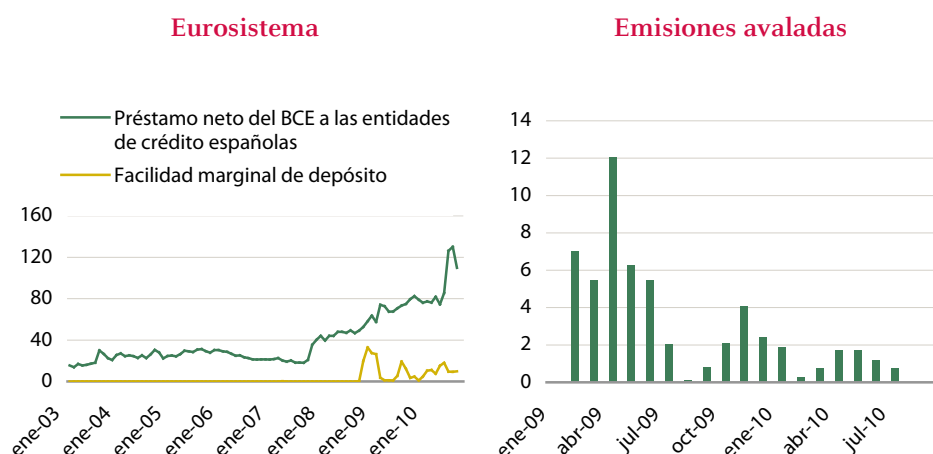
mente similares a los de 2009. La fuente de financiación que más ha incrementado su importancia en términos absolutos y relativos está relacionada con el recurso de las entidades a la financiación ofrecida por el Eurosistema. Esta modalidad de financiación, de uso creciente desde el inicio de la crisis, ha aumentado de forma sustancial en los meses centrales de 2010. Así, la financiación del BCE captada por las entidades de crédito españolas en agosto fue cercana a los 110 mil millones de euros en promedio diario (20 mil millones menos que en julio), lo que supone el 25,6% de la financiación total del Eurosistema, un porcentaje notablemente superior al que le correspondería a las entidades españolas atendiendo al volumen relativo de su capital en el Eurosistema, que se sitúa cerca del 12%. Paralelamente a este aumento en el uso de las facilidades de financiación, las entidades españolas también han aumentado su recurso a la facilidad de depósito (véase gráfico 8).

En este contexto, cabe señalar la reciente utilización por parte de algunas entidades financieras nacionales de las plataformas LCH.Clearnet y Eurox Repo, que canalizan préstamos interbancarios con garantía de deuda pública y cubren el riesgo de impago. El uso creciente de esta operativa permite diversificar las fuentes de financiación de estas entidades y, potencialmente, reducir su dependencia respecto a alguna de ellas. Esto coincide con una recuperación palpable de la actividad emisora de deuda de estas entidades en las últimas semanas de agosto y en septiembre, fundamentalmente a través de cédulas hipotecarias.

*...que ha tendido a reducirse en las últimas semanas.*

### Financiación de las entidades de crédito españolas (miles de millones de euros)

GRÁFICO 8



Fuente: Banco de España y CNMV. Los datos del Eurosistema son hasta agosto, los de emisiones avaladas hasta el 15 de septiembre.

El beneficio conjunto de las sociedades no financieras cotizadas en el primer semestre de 2010 ascendió a 14.700 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 4% respecto al mismo periodo de 2009 (véase cuadro 5). Los beneficios se incrementaron en todos los sectores salvo en el relacionado con la construcción y con las actividades inmobiliarias. El beneficio de las sociedades cotizadas ligadas a la energía creció un 6,3% hasta superar los 7 mil millones de euros, el de las sociedades relacionadas con el comercio y los servicios se incrementó un 11,7% hasta los 6.200 millones de euros y el de las empresas industriales se acercó a los 1.400 millones de euros (frente a los 450 millones de 2009). Las empresas relacionadas con

*El beneficio conjunto de las sociedades no financieras cotizadas creció un 2,3% en el primer semestre de 2010.*

la construcción y las actividades inmobiliarias dejaron atrás las abultadas pérdidas de ejercicios anteriores y mejoraron notablemente algunos márgenes intermedios, como el resultado bruto de explotación (EBITDA) o el resultado antes de intereses e impuestos (EBIT). Sin embargo, la comparación interanual del resultado neto del ejercicio en este sector se vio perjudicada por las elevadas plusvalías que obtuvieron algunas entidades en el primer semestre de 2009<sup>10</sup>.

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

CUADRO 5

Millones de euros	EBITDA <sup>2</sup>		EBIT <sup>3</sup>		Resultado ejercicio	
	1509	1510	1509	1510	1509	1510
Energía	14.745	16.827	9.954	11.224	6.663	7.083
Industria	2.162	3.320	1.082	2.169	454	1.376
Comercio y servicios	14.590	15.005	8.782	9.077	5.585	6.236
Construcción e inmobiliario	1.987	3.579	553	1.959	1.452	7
Ajustes	-159	-107	-72	-31	-22	-1
<b>TOTAL AGREGADO</b>	<b>33.325</b>	<b>38.624</b>	<b>20.299</b>	<b>24.398</b>	<b>14.132</b>	<b>14.701</b>

Fuente: CNMV.

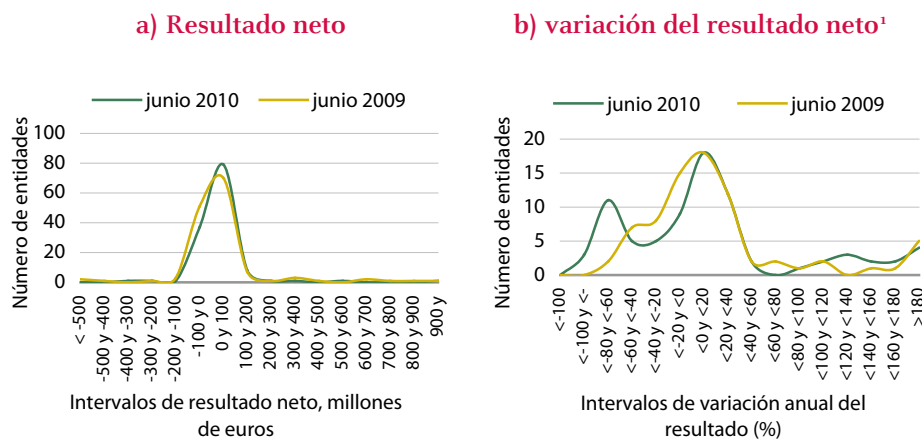
- 1 Resultados acumulados en el año.
- 2 Resultado bruto de explotación.
- 3 Resultados antes de intereses e impuestos.

*El número de entidades con pérdidas reducidas disminuyó, mientras que el número de entidades con beneficios reducidos se incrementó.*

La distribución del número de sociedades cotizadas en función del resultado neto (véase gráfico 9, panel a) muestra que el número de entidades con pérdidas reducidas (entre 100 millones de euros y cero) disminuyó significativamente respecto a las cifras del primer semestre de 2009, mientras que aumentó el número de entidades con beneficios reducidos (entre cero y 100 millones de euros). Las sociedades que pasaron de presentar pequeñas pérdidas a ligeros beneficios estaban relacionadas, mayoritariamente, con la industria, el comercio y los servicios. Cabe destacar que durante la primera mitad de 2010 no hubo ninguna entidad con pérdidas superiores a 400 millones de euros, debido al mejor comportamiento de las sociedades inmobiliarias. En cuanto a la variación del resultado, para aquellas entidades que obtuvieron beneficios positivos en el primer semestre de 2009 y de 2010 (véase gráfico 9, panel b), se observa tanto un incremento del número de entidades con un empeoramiento sustancial de los beneficios (reducción por encima del 60%) como del número de entidades con aumentos superiores al 100%.

10 En el primer semestre de 2009, los resultados de las operaciones interrumpidas ascendieron a 3.033 millones de euros, como consecuencia, principalmente, de las plusvalías obtenidas por la venta de determinadas participaciones empresariales efectuadas por varias sociedades. En el primer semestre de 2010, las pérdidas derivadas de las operaciones interrumpidas alcanzaron los 23 millones de euros.





Fuente: CNMV.

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

El endeudamiento total de las sociedades cotizadas no financieras creció un 3,7% entre diciembre de 2009 y junio de 2010, hasta alcanzar los 340.230 millones de euros (véase cuadro 6). Por sectores, se observa que este incremento fue generalizado, a excepción del sector energético, cuya deuda se mantuvo relativamente estable. El sector que experimentó un mayor incremento de su deuda fue el de las empresas relacionadas con el comercio y los servicios, situándose su endeudamiento en 115.600 millones de euros, un 6,4% superior al registrado a finales de 2009. Por su parte, los volúmenes de deuda de las empresas industriales y de las sociedades del sector de la construcción y las inmobiliarias aumentaron durante el primer semestre de 2010 un 2,8% y un 4,9%, respectivamente. Este crecimiento del endeudamiento a nivel agregado tuvo su reflejo en la ratio de apalancamiento (medido mediante la ratio entre deudas y patrimonio neto), que mostró un leve incremento desde el 1,63 en 2009 hasta el 1,65 a mediados de 2010. Todos los sectores, salvo el energético, mostraron un incremento en sus ratios de apalancamiento.

La ratio de cobertura de la deuda, que mide el número de años necesarios para pagar la deuda asumida si se mantuviera constante el EBITDA (resultado bruto de explotación), disminuyó desde 4,8 a finales de 2009 hasta 4,4 en junio de 2010. El mayor crecimiento relativo del EBITDA respecto al de las deudas permitió la mejora del indicador agregado. El mayor descenso de esta ratio se produjo en el sector de la construcción e inmobiliario (desde 22,5 hasta 15,4) como consecuencia del importante incremento del resultado bruto de explotación de este sector (un 80% en términos interanuales). Por su parte, los indicadores de la carga financiera que soportan las entidades, en su conjunto, mejoraron ligeramente (la ratio EBIT/carga financiera aumentó desde 2,4 hasta 2,8) como consecuencia del crecimiento de los beneficios antes de intereses e impuestos (un 20% en términos interanuales).

*El endeudamiento total de las sociedades cotizadas no financieras creció un 3,7% en el primer semestre del año.*

*Tanto la ratio de cobertura de la deuda como la carga financiera de las entidades (respecto al EBIT) mejoraron en la primera mitad del año.*

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

CUADRO 6

Millones de euros		2006	2007	2008	2009	1510
Energía	Deudas	59.191	69.172	82.608	100.572	100.315
	Deudas/ Patrimonio	0,89	0,78	0,89	1,08	1,01
	Deudas/ EBITDA <sup>1</sup>	2,17	2,48	2,82	3,46	2,98
	EBIT <sup>2</sup> / Carga financiera	4,65	4,10	3,67	3,38	3,60
Industria	Deudas	15.684	13.312	15.645	15.953	16.402
	Deudas/ Patrimonio	0,78	0,61	0,69	0,69	0,70
	Deudas/ EBITDA	2,07	1,82	2,71	3,05	2,47
	EBIT / Carga financiera	5,71	5,93	3,41	3,15	4,84
Construcción e inmobiliario	Deudas	111.000	138.933	119.788	104.762	109.853
	Deudas/ Patrimonio	3,10	3,08	3,77	4,08	4,21
	Deudas/ EBITDA	11,52	10,83	31,87	22,48	15,35
	EBIT / Carga financiera	2,04	1,17	0,01	0,31	0,76
Comercio y servicios	Deudas	91.522	96.941	112.322	108.579	115.571
	Deudas/ Patrimonio	2,52	1,70	2,14	1,78	1,96
	Deudas/ EBITDA	3,58	3,01	3,58	3,70	3,85
	EBIT / Carga financiera	2,44	3,23	2,86	3,28	3,49
Ajustes <sup>3</sup>		-11.199	-17.391	-20.802	-1.908	-1.909
<b>TOTAL AGREGADO<sup>4</sup></b>	<b>Deudas</b>	<b>266.198</b>	<b>300.967</b>	<b>309.561</b>	<b>327.958</b>	<b>340.232</b>
	Deudas/ Patrimonio	1,71	1,48	1,63	1,63	1,65
	Deudas/ EBITDA	3,86	3,96	4,63	4,82	4,40
	EBIT / Carga financiera	3,29	3,03	2,01	2,42	2,81

Fuente: CNMV.

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

*La tasa de ahorro de los hogares se ha estabilizado en valores ligeramente superiores al 18% de la renta bruta disponible.*

Los indicadores de posición patrimonial de los hogares referentes al primer trimestre de 2010 mantienen las tendencias observadas en los trimestres anteriores salvo en el caso de la tasa de ahorro, que se ha estabilizado en valores cercanos al 18% de la renta bruta disponible (véase recuadro 2 para un análisis más detallado de la evolución del ahorro de los hogares). Por su parte, la ratio de endeudamiento de los hogares se mantiene en tasas cercanas al 125% de la renta bruta disponible y la riqueza neta de los hogares<sup>11</sup> ha registrado un leve descenso como consecuencia del retroceso del componente inmobiliario. Por lo que se refiere a las variaciones de activos financieros y pasivos, no se observa un cambio de patrón relevante con respecto a la tendencia de trimestres anteriores por lo que se refiere a la magnitud de los mismos, si bien se percibe un cierto cambio en la composición de la cartera de activos. Así, la adquisición neta de activos financieros en el primer trimestre del año<sup>12</sup> se situó en el 4,1% del PIB (4,2% en 2009), mientras que el descenso de los pasivos ascendió al 1,1% del PIB (1,4% en 2009). Al mismo tiempo, se redujo la importancia relativa de

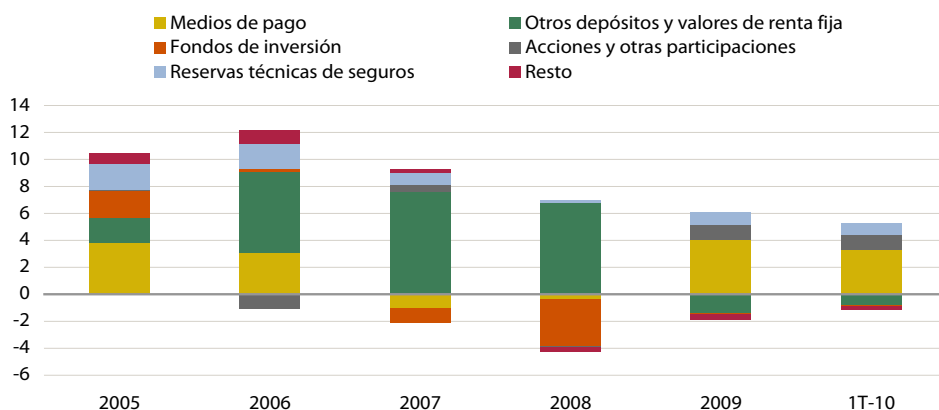
11 La riqueza neta de los hogares se obtiene mediante la suma de la cartera de activos financieros y no financieros (inmobiliarios) menos sus deudas.

12 Datos acumulados de cuatro trimestres.

los medios de pago (aunque siguen siendo el destino principal de los flujos), mientras que aumentó la de las acciones y las reservas técnicas de seguro.

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

GRÁFICO 10



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

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

CUADRO 7

Categoría	Suscripciones				Reembolsos			
	3T09	4T09	1T10	2T09 <sup>8</sup>	3T09	4T09	1T10	2T09 <sup>8</sup>
Rta. fija <sup>1</sup>	19.696,6	20.150,3	15.240,8	13.620,5	20.089,9	21.710,4	19.940,5	22.951,2
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	1.081,7	3.309,0	1.243,5	1.255,4	576,6	792,3	1.106,0	1.653,8
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	541,5	366,6	292,1	556,5	554,2	264,9	225,7	601,2
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	589,2	743,2	582,5	464,0	455,6	734,9	709,6	673,9
Rta. vble. interncal. <sup>5</sup>	775,0	1.165,3	1.259,1	1.190,3	457,5	609,5	704,9	991,1
Gar. rta. fija	2.544,8	2.246,8	2.359,6	3.244,1	4.046,6	4.070,5	2.135,7	1.529,0
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	1.683,7	1.899,6	1.607,4	1.576,3	3.100,5	2.574,1	1.818,0	1.852,4
Fondos globales	389,4	792,9	545,0	440,6	141,6	280,5	269,3	461,1
De gestión pasiva <sup>7</sup>	204,4	269,0	242,6	271,1	164,3	235,9	396,2	682,1
Retorno absoluto <sup>7</sup>	1.256,4	2.221,5	1.853,3	1.778,8	924,6	1.672,1	1.018,9	1.645,3
IIC de IL	66,4	73,8	107,9	n.d.	24,2	32,5	52,6	n.d.
IIC de IIC de IL	4,6	3,7	21,4	n.d.	56,6	9,7	48,0	n.d.
<b>TOTAL</b>	<b>28.833,7</b>	<b>33.241,3</b>	<b>25.355,2</b>	<b>24.397,6</b>	<b>30.592,2</b>	<b>32.987,2</b>	<b>28.425,4</b>	<b>33.041,1</b>

Fuente: CNMV.

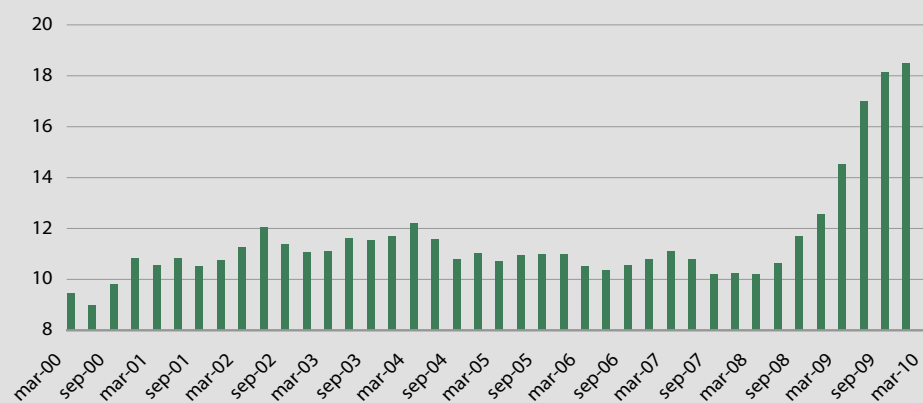
- Hasta 1T09 incluye: RF corto plazo, RF largo plazo, RF internacional y monetarios. Desde 2T09 incluye: RF euro, RF internacional y monetarios.
- Hasta 1T09 incluye: RF mixta y RF mixta internacional. Desde 2T09 incluye: RF mixta euro y RF mixta internacional.
- Hasta 1T09 incluye: RV mixta y RV mixta internacional. Desde 2T09 incluye: RV mixta euro y RV mixta internacional.
- Hasta 1T09 incluye: RV nacional y RV euro. Desde 2T09 incluye RV euro (que ya incluye RVN).
- Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EE.UU., RVI emergentes y RVI otros. Desde 2T09: RVI.
- Hasta 1T09: GRV. Desde 2T09: GRV y Garantía parcial.
- Nuevas categorías desde 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.
- Datos estimados.

## Recuadro 2: “Evolución reciente del ahorro de los hogares españoles”

A lo largo de la última década, hasta el estallido de la crisis, la tasa de ahorro de los hogares españoles se mantuvo relativamente estable en el entorno del 10-12% de su renta bruta disponible. En ese periodo, la inversión tanto en activos reales, fundamentalmente inmobiliarios, como financieros experimentó un importante crecimiento que fue posible, en gran medida, por el fuerte recurso al endeudamiento, favorecido por unas condiciones de financiación muy holgadas. Así, la ratio de endeudamiento de los hogares aumentó desde el 45% de la renta disponible a mediados de los noventa hasta máximos cercanos al 130% en 2008.

Tasa de ahorro de los hogares (% renta bruta disponible)

GRÁFICO R2.1

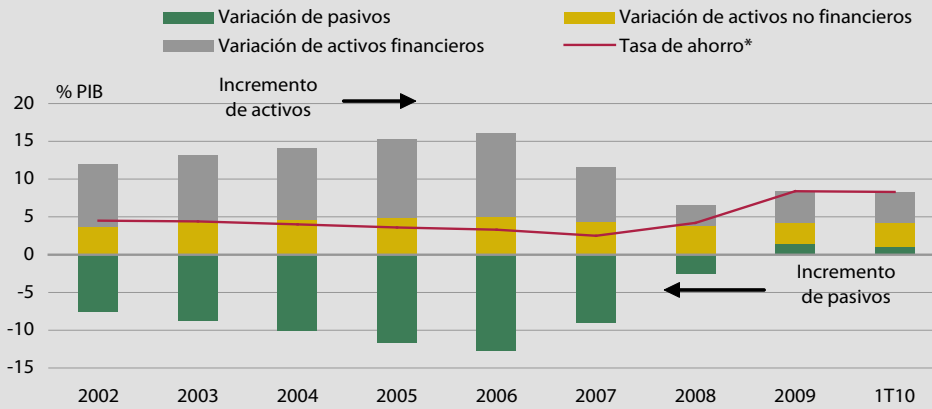


Fuente: Thomson Datastream.

El estallido de la crisis financiera elevó sustancialmente la incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento y, en particular, sobre el empleo. El ahorro de los hogares experimentó entonces un aumento histórico, situándose en 2009 por encima del 18% de la renta bruta disponible. Este aumento del ahorro se materializó en una reducción muy intensa del volumen de adquisición de pasivos que compensó la caída registrada en la acumulación de activos. Así, el aumento de los pasivos de los hogares, que crecían a tasas que oscilaban entre el 9% y el 14% del PIB en los años anteriores a la crisis, cayó hasta el 2,5% del PIB en 2008 y se tornó negativo desde 2009 (véase gráfico R2.2). De forma paralela, la inversión de los hogares, particularmente en activos financieros, también mostró un descenso sustancial. La adquisición de activos reales pasó de niveles cercanos al 5% del PIB en entre 2003 y 2007 hasta valores del 3%, mientras que, en ese mismo periodo, la adquisición de activos financieros cayó desde niveles próximos al 10% del PIB hasta el 3-4%.

## Descomposición de la tasa de ahorro de los hogares (% PIB)

GRÁFICO R2.2



Fuente: Cuentas Financieras del Banco de España.

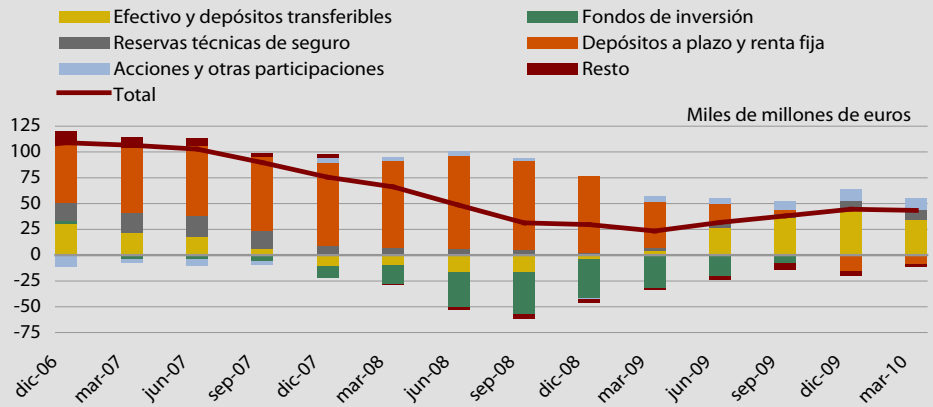
\* Tasa de ahorro más transferencias de capital.

El descenso de la inversión financiera de los hogares vino acompañado de un cambio sustancial tanto de la composición de los instrumentos financieros adquiridos como del sector emisor. Por lo que respecta al cambio en la composición de la cartera, se pueden distinguir dos fases en el comportamiento inversor de los hogares:

- 1) Desde el inicio de la crisis (mediados de 2007) hasta marzo de 2009. Durante este periodo, que vino marcado por un notable incremento de la aversión al riesgo de los agentes, los hogares mostraron con claridad una mayor preferencia por los depósitos (principalmente a plazo), en detrimento, fundamentalmente, de los fondos de inversión (véase gráfico R2.3).
- 2) Desde marzo de 2009 hasta el presente. Durante este tiempo, que se ha caracterizado, en términos generales, por un menor nivel de incertidumbre agregada en los mercados financieros, los depósitos han continuado siendo la inversión financiera preferida de las familias, pero se ha observado un trasvase desde los depósitos a plazo hacia los depósitos a la vista, más fácilmente transferibles. Además, se ha atenuado sustancialmente el elevado volumen de reembolsos en participaciones de fondos de inversión y, de forma paralela, se ha producido una cierta recuperación de la inversión en acciones cotizadas y seguros. En el primer trimestre de 2010 se ha observado que continúa manteniéndose una demanda sólida de acciones, seguros y depósitos a plazo, mientras que se ha reanudado el proceso de reembolsos de participaciones de fondos de inversión, que han sido especialmente intensos en los fondos de renta fija.

### Adquisición de activos financieros de los hogares<sup>1</sup>

GRÁFICO R2.3



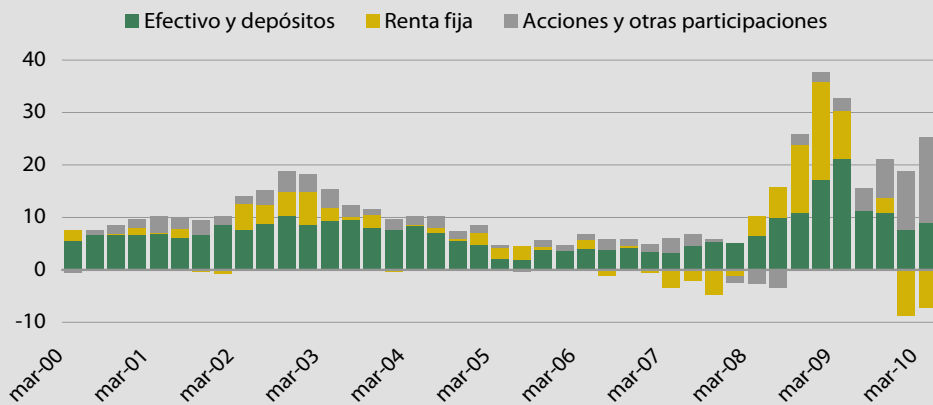
Fuente: Cuentas Financieras del Banco de España.

1 Datos acumulados de cuatro trimestres.

Finalmente, y como se observa en el gráfico R2.4, desde el inicio de la crisis la importancia relativa de la inversión de los hogares en instrumentos financieros emitidos en el exterior ha crecido sustancialmente, desde valores inferiores al 10% de la inversión total hasta valores superiores al 20%, alcanzando máximos cercanos al 40%, coincidiendo con los momentos de mayor incertidumbre. Hasta marzo de 2009, la inversión en instrumentos financieros emitidos en el resto del mundo se repartía con proporciones prácticamente similares entre efectivo y depósitos, por un lado, e instrumentos de renta fija, por el otro. En los últimos trimestres, por el contrario, la inversión en acciones y otras participaciones emitidas en el exterior es la más relevante en este epígrafe.

### Adquisición de activos financieros de los hogares emitidos en el exterior<sup>1</sup> (%)

GRÁFICO R2.4



Fuente: Cuentas Financieras del Banco de España.

1 % sobre la adquisición total de activos financieros. Datos acumulados de cuatro trimestres.

## 2.3 Perspectivas

Las previsiones del FMI y la OCDE indican que continuará la recuperación de la actividad económica en los próximos trimestres, con tasas esperadas de crecimiento mundiales cercanas al 4,5%. Las velocidades de recuperación seguirán siendo bastante heterogéneas entre las diferentes zonas y no se descarta una cierta variabilidad en el ritmo de crecimiento. Las economías emergentes continuarán liderando el crecimiento con tasas cercanas o superiores al 6,5%, mientras que las economías desarrolladas crecerán con algo menos de intensidad (entre el 1% y el 2%).

Las previsiones anteriores, no obstante, adolecen de un grado elevado de incertidumbre como consecuencia de la presencia de varios elementos de riesgo que se exponen a continuación. El primero de ellos, mencionado en ediciones anteriores de este informe, está relacionado con el grado de sostenibilidad del crecimiento de la actividad, en la medida en que una buena parte de las diferentes medidas de impulso adoptadas por las diversas autoridades han sido retiradas a lo largo del primer semestre del año. Un segundo elemento de incertidumbre está relacionado con las posibles consecuencias que se pueden derivar del reciente episodio de crisis de deuda soberana europea, el cual, en estos momentos, todavía no puede darse por superado definitivamente pues, como se ha señalado anteriormente, los indicadores de mercado del riesgo soberano para varias economías europeas siguen situados en niveles preocupantes.

Además de los efectos perjudiciales que tiene el propio incremento de la incertidumbre motivado por el deterioro de la posición fiscal de algunas economías, el riesgo más relevante es el derivado del impacto de esta crisis sobre el sistema bancario europeo. En este sentido, no es descartable que un empeoramiento acusado en las condiciones de financiación de estas entidades, como el registrado hace unos meses, acabe traducándose en un nuevo endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito bancario, dificultando en última instancia el incipiente proceso de recuperación. Un tercer elemento de riesgo está relacionado con la publicación reciente de diversos indicadores de actividad y empleo en EE.UU. y Japón, que apuntan a un crecimiento algo más débil en estas economías a lo largo de la segunda mitad de este año.

Como nota positiva, conviene destacar el mantenimiento del dinamismo del crecimiento mostrado por las principales economías emergentes, que está suponiendo un estímulo adicional para el sector exterior de economías europeas, lo cual puede compensar, al menos parcialmente, el impacto negativo sobre la actividad de los planes de ajuste fiscal recientemente adoptados por varias economías de esta región.

En este contexto de recuperación no exenta de ciertos riesgos importantes, existen varios elementos que resultan necesarios para anclar convenientemente las expectativas de los agentes. En particular, conviene resaltar, por una parte, la importancia de acometer planes de ajuste fiscal creíbles, sólidos y equilibrados, así como las reformas estructurales necesarias para aumentar la capacidad potencial de crecimiento, especialmente en aquellas economías que presentan mayores elementos de fragilidad. Por otra parte, impulsar la pronta aplicación de los acuerdos alcanzados para reformar el sistema financiero a escala internacional debe seguir siendo una tarea prioritaria. En particular, este proceso debe pasar por incrementar la transparencia relativa al funcionamiento de los mercados e instituciones financieras (la reciente publicación de las pruebas de resistencia en el ámbito europeo constituye

*Las previsiones apuntan al mantenimiento de la recuperación de la actividad mundial con diferencias entre regiones,...*

*...aunque la incertidumbre sigue siendo elevada.*

*Uno de los riesgos más relevantes está relacionado con el impacto de las turbulencias en los mercados de deuda soberana sobre el sistema bancario europeo.*

*Entre las fortalezas, destaca el dinamismo mostrado por las economías emergentes y la expansión del comercio internacional.*

*Sigue siendo crucial abordar medidas que favorezcan la reducción de la incertidumbre agregada y permitan estabilizar las expectativas de los agentes.*

un ejemplo relevante en esta dirección), avanzar en la elaboración de la nueva regulación prudencial y culminar los procesos de saneamiento y reestructuración de las entidades que presentan dificultades (véase recuadro 1 sobre la reforma financiera de EE.UU.).

*Las perspectivas para la economía española siguen siendo débiles...*

En cuanto a la economía española, las previsiones que ofrecen los distintos organismos continúan siendo algo más pesimistas que para el conjunto de las economías avanzadas. El crecimiento medio del PIB, que en 2010 será ligeramente negativo, pasaría a terreno positivo en 2011, aunque con un dinamismo todavía insuficiente para reducir significativamente la elevada tasa de desempleo. La dilatación de la corrección de los desequilibrios acumulados en el pasado y el impacto del programa de ajuste fiscal aprobado en mayo (que se estima cercano a medio punto del PIB) estarían detrás de este comportamiento.

*...si bien las medidas de consolidación fiscal y otras reformas estructurales, junto con los resultados de la prueba de resistencia del sector bancario han tenido un impacto positivo en la confianza.*

A pesar de que existe un grado elevado de incertidumbre asociado a las previsiones sobre la economía española, lo cierto es que las medidas de consolidación fiscal recientemente aprobadas junto a la adopción de algunas medidas estructurales, entre las que destaca la reciente reforma del mercado de trabajo, la reducción de la incertidumbre propiciada por la reciente prueba de resistencia aplicada al sector bancario y la mejora experimentada por algunos de nuestros principales socios comerciales en los últimos meses están teniendo un impacto positivo sobre la confianza de los agentes, dando lugar a una cierta estabilización en los indicadores de riesgo de crédito, que no obstante todavía se sitúan en niveles muy elevados de acuerdo a su media histórica reciente. Esta estabilización ha permitido la reciente reanudación de las emisiones de deuda pública y privada en condiciones más favorables y, en la ausencia de nuevos episodios de desconfianza inversora, esta tendencia debería consolidarse en los próximos meses.

*Los riesgos más relevantes están asociados a la debilidad del mercado de trabajo y a las potenciales dificultades de financiación en el sector público y en el privado.*

Por otro lado, existe un conjunto de riesgos relevantes que podrían afectar a las perspectivas de recuperación de la actividad doméstica en los próximos trimestres, algunos mencionados en informes anteriores y otros de carácter novedoso. Entre los riesgos ya conocidos están, por un lado, aquéllos relacionados con la posibilidad de que el mercado laboral no se recupere con la intensidad necesaria para reducir la tasa de desempleo y, por consiguiente, estimular la recuperación de los niveles de consumo privado, y, por otro lado, aquellos riesgos derivados de la finalización de las medidas de impulso adoptadas por el Gobierno. Además, no es descartable que la reciente crisis de deuda soberana todavía dé lugar a algún episodio de desconfianza en los mercados de financiación mayorista, con el consiguiente perjuicio para la normal financiación tanto del sector público como del privado.

## 3 La evolución de los mercados nacionales

### 3.1 Los mercados bursátiles

*Los mercados de renta variable nacional recuperaron en el tercer trimestre una parte de la caída registrada en los trimestres anteriores, en un marco de descenso notable de la volatilidad...*

Durante el tercer trimestre<sup>13</sup>, los mercados de renta variable nacional, con algunas excepciones, han recuperado un parte sustancial de la caída registrada en los primeros meses del año. La recuperación de las cotizaciones en el mercado español en este periodo, que ha sido superior a las de otros índices de referencia como también lo fue la caída previa, ha tenido lugar en un contexto de reducción progresiva de

<sup>13</sup> Hasta el 15 de septiembre.



la incertidumbre acerca del impacto de la crisis de deuda soberana en la economía española. Esto último ha permitido una cierta normalización en los niveles de volatilidad histórica del mercado, que habían alcanzado máximos cercanos al 70% en el mes de mayo, y una recuperación de la contratación, con indicadores del grado de liquidez en niveles incluso superiores a la media histórica reciente. Así, el Ibex 35, que registró descensos del 9% y el 14,8% en el primer y el segundo trimestre del año, respectivamente, había repuntado un 16,1% desde el comienzo del tercer trimestre hasta el cierre de este informe. Con todo, desde comienzos de año, este índice ha descendido un 10%.

La evolución más reciente de las cotizaciones muestra un comportamiento dispar según el tamaño y el mercado en cuestión. En cuanto al tamaño, el índice de empresas de mediana capitalización (Ibex Medium Cap) y el de empresas de pequeña capitalización (Ibex Small Cap), que se habían comportado de manera similar en el primer semestre del año, han mostrado incrementos de magnitud muy diferente en el tercer trimestre (del 14% y del 2,4%, respectivamente). En el conjunto del año acumulan caídas del 4,8% y el 15,6%, respectivamente. Las plataformas de valores de los mercados latinoamericanos, por su parte, han mostrado ligeras revalorizaciones en el tercer trimestre del año. El índice FTSE Latibex All-Share ha crecido un 1,1% mientras que el índice que representa los valores más líquidos (FTSE Latibex Top) lo ha hecho un 0,6%. Este último registra una mayor revalorización en el transcurso de 2010 debido, principalmente, a la menor caída que experimentó en el segundo trimestre. Estos dos últimos índices están más de un 20% por encima de los niveles de hace un año.

Por tipo de sector, las empresas químicas y las inmobiliarias han mostrado descensos significativos, que, prácticamente, han sido los únicos, durante el tercer trimestre, con caídas del 47,3% y el 20,8%, respectivamente. Así, la cotización del sector inmobiliario ha caído algo menos de un 60% en términos interanuales. El resto de los sectores ha mostrado un repunte de sus cotizaciones en el tercer trimestre que no ha podido compensar la caídas de la primera parte del año, salvo en el caso de las empresas relacionadas con los bienes de consumo y otros servicios financieros distintos de los bancarios, que experimentan una revalorización desde finales de 2009 (véase cuadro 8). La fuerte revalorización del sector bancario en el tercer trimestre (14,5%), tras la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia del sector bancario, ha sido un factor determinante del movimiento alcista del Ibex 35 en este trimestre. Otros sectores, de menor peso relativo en el mercado, también mostraron subidas significativas. Entre ellos destacaron los de bienes de consumo discrecional (21,1%), salud (20,3%), telecomunicaciones (18,6%), otros servicios financieros (15,2%), bienes industriales y servicios (15%) y construcción (14,3%).

En el gráfico 11 se observa cómo la crisis de deuda soberana en Europa ha tenido un impacto mayor en la cotización de las entidades financieras que en las no financieras. Por su parte, el grado de internacionalización de las empresas cotizadas en el Ibex 35 no parece ser un elemento discriminatorio relevante a la hora de interpretar el comportamiento de las empresas incluidas en este índice, al contrario de lo que ocurrió en 2009. Entonces, las entidades más internacionalizadas se revalorizaron desde los mínimos de marzo de ese mismo año un 96%, el doble que las empresas menos internacionalizadas (véase gráfico 12). En 2010, por el contrario, las cotizaciones de las empresas con ingresos más diversificados geográficamente han evolucionado

*...aunque se aprecian diferencias importantes según el tamaño de la empresa o el sector.*

*En el tercer trimestre del año, únicamente ha retrocedido la cotización de las empresas químicas y las inmobiliarias.*

*La crisis de deuda ha tenido un impacto mayor en la cotización de las entidades financieras.*

nado de forma relativamente similar a las del resto de empresas, con descensos del 10% frente al 13% de las empresas menos internacionalizadas.

### Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español (%) CUADRO 8

Índices	2006	2007	2008	2009	I-10 <sup>1</sup>	II-10 <sup>1</sup>	III-10 (hasta 15 septiembre)		
							% s/trim. ant.	% s/dic	% inter- anual
Ibex 35	31,8	7,3	-39,4	29,8	-9,0	-14,8	16,1	-10,0	-7,3
Madrid	34,5	5,6	-40,6	27,2	-9,6	-14,5	15,6	-10,5	-8,4
Ibex Medium Cap	42,1	-10,4	-46,5	13,8	-0,8	-15,9	14,0	-4,8	-9,4
Ibex Small Cap	54,4	-5,4	-57,3	17,6	-0,9	-16,9	2,4	-15,6	-23,6
FTSE Latibex All-Share	23,8	57,8	-51,8	97,2	6,9	-7,3	1,1	0,2	19,5
FTSE Latibex Top	18,2	33,7	-44,7	79,3	7,2	-2,5	0,6	5,1	27,0
<b>Sectores<sup>2</sup></b>									
Petróleo y gas	18,3	1,8	-30,8	-20,1	-6,7	-9,6	8,6	-8,4	-14,5
Químicas	-20,4	-58,4	-67,8	3,4	-0,7	-14,4	-47,3	-55,2	-57,6
Materiales básicos	69,3	-17,2	-45,4	23,1	2,7	-11,2	3,9	-5,2	-11,4
Construcción y mat. de construcción	61,6	-12,0	-51,0	25,5	-5,5	-21,2	14,3	-14,8	-16,2
Bienes industriales y servicios	28,4	6,9	-41,9	29,3	-4,1	-11,3	15,0	-2,2	1,5
Salud	40,7	19,2	-45,0	17,7	-3,7	-23,8	20,3	-11,7	-13,7
Utilities	42,0	18,5	-31,0	-7,8	-7,1	-19,1	12,5	-15,4	-12,1
Bancos	27,6	-4,5	-47,9	46,3	-14,6	-13,1	14,5	-15,1	-13,2
Seguros	44,7	-13,3	-25,0	19,8	-6,6	-17,4	7,4	-17,2	-18,2
Inmobiliaria	100,4	-42,6	-58,6	-43,8	-4,1	-19,8	-20,8	-39,1	-57,4
Servicios financieros	91,1	-35,6	-44,3	20,8	6,8	-9,8	15,2	11,1	5,2
Telecomunic. y medios de comunic.	29,4	26,3	-31,4	23,5	-9,0	-14,6	18,6	-7,8	-3,7
Consumo discrecional	21,2	-7,7	-39,2	37,0	10,5	-9,2	21,1	21,5	32,1
Consumo básico	12,9	6,9	-22,5	-8,4	1,6	-1,2	6,8	7,2	6,6

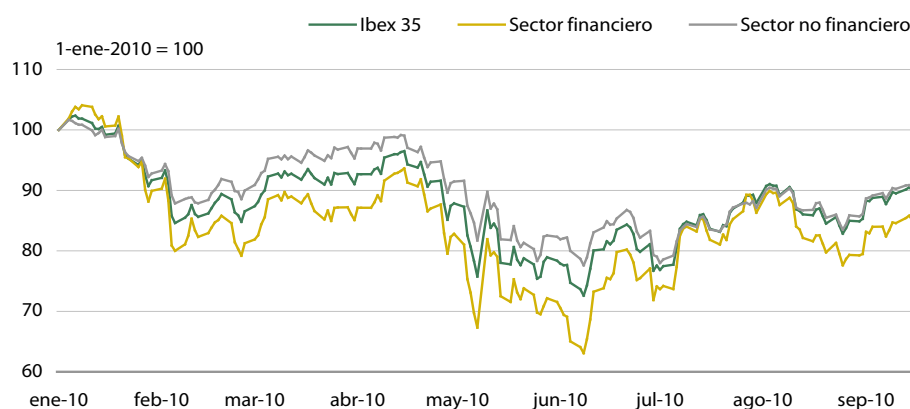
Fuente: Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

2 Clasificación obtenida en Thomson Datastream.

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

GRÁFICO 11



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

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



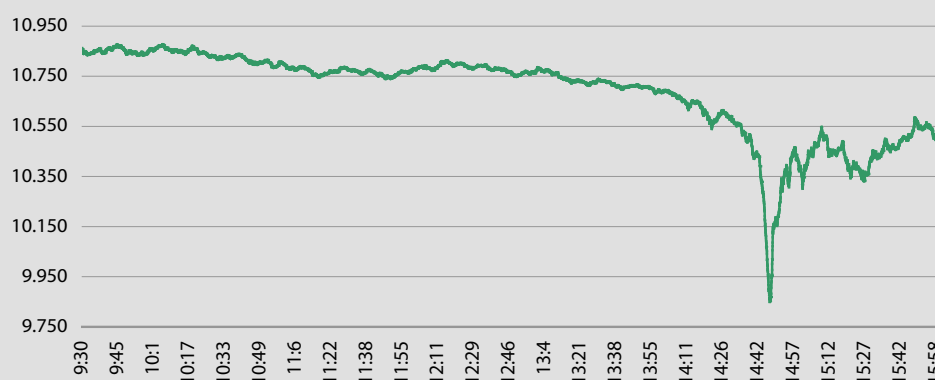
Fuente: Bloomberg y Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de septiembre.

- 1 Las ponderaciones de cada empresa corresponden al peso de su capitalización de mercado en la capitalización del Ibex 35 al cierre del año anterior. Para las entidades de crédito se utiliza como criterio de desglose los beneficios operativos de 2009. Para el resto de empresas se utiliza como desglose los ingresos de 2009.

### Recuadro 3: “El *flash crash* del 6 de mayo: hipótesis y mecanismos de prevención”

El pasado 6 de mayo, el índice Dow Jones Industrial Average (DJIA) perdió en unos minutos cerca de 1.000 puntos (un 9,16% del nivel de cierre de la jornada anterior). Tras un breve lapso, el mercado recuperó casi completamente esas pérdidas (véase gráfico R4.1). Durante este episodio, que ya se conoce comúnmente como *flash crash*, la cotización de doscientas empresas cotizadas se desplomó hasta situarse, momentáneamente, en unos pocos centavos de dólar.

Tras una investigación conjunta llevada a cabo por la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) y la SEC, las razones últimas que motivaron una de las mayores perturbaciones intradía de la historia de los mercados de valores todavía no están del todo claras. En un principio, todos los indicios apuntaban hacia un posible error humano en la introducción de una orden de venta, que podría haber provocado una súbita reducción en el precio de la acción afectada y el contagio casi simultáneo al resto de valores. Sin embargo, las últimas investigaciones, todavía en curso, parecen apuntar hacia una interacción entre varios factores, que incluirían la compleja estructura de los mercados de renta variable en EE.UU., caracterizada por una acusada fragmentación de la liquidez entre mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación, la utilización cada vez más intensiva de estrategias de negociación de alta frecuencia (*high frequency trading*) y un entorno regulatorio heterogéneo en el que, ante una misma circunstancia de mercado, se aplican diferentes previsiones normativas.



Fuente: Bloomberg

Otro de los factores implicados es la compleja interrelación entre las diferentes plataformas de negociación de ese país, ya que existe una norma, denominada National Market System (NMS), aplicable a todas las plataformas, que obliga a dirigir las órdenes al mercado con el mejor precio en cada momento, con objeto de lograr una consolidación de precios y ofrecer la mejor ejecución a los participantes. Sin embargo, existen varias exenciones a esta norma y, como señala Margerman<sup>1</sup> (2010), pueden producirse diversos problemas técnicos de interconexión o situaciones de elevada actividad que la hacen inaplicable bajo determinadas circunstancias, lo que puede dar lugar a desplazamientos inesperados de la liquidez de un mercado a otro. En este contexto, el reciente episodio ha avivado el debate en torno a la actual fragmentación de la liquidez entre las diferentes plataformas de negociación, con un 30% del volumen negociado en plataformas no públicas (*dark pools* e *internalizadores*) y la utilización, cada vez más intensa, de las estrategias de negociación de alta frecuencia<sup>2</sup>.

La última línea de investigación abierta por la SEC apunta a una práctica de manipulación conocida como *quote stuffing* y consistente en el envío al mercado de un elevado número de órdenes de compraventa que inmediatamente después de formularse son canceladas. El objetivo de esta operativa suele consistir en intentar colapsar y ralentizar el sistema de negociación y hacer que el resto de los participantes se centre en unas órdenes que posteriormente se van a retirar.

Por otro lado, algunos análisis del *flash crash* han señalado la disparidad normativa en los mecanismos de reducción de la volatilidad en las diferentes plataformas de negociación como un factor que podría haber exacerbado las fluctuaciones en las cotizaciones, aunque no pueda atribuirse tal perturbación a una norma concreta. Durante los veinte minutos que duró el episodio, se produjo un desplazamiento de las órdenes desde la NYSE hacia sistemas multilaterales de negociación que no tenían implantados mecanismos amortiguadores de la volatilidad. En la NYSE, el sistema de negociación pasó al modo “manual” (*go slow*), reduciéndose considerablemente la velocidad en la ejecución de las órdenes, pero, al no existir uniformidad normativa, en el resto de plataformas la negociación continuó funcionando sin restricciones. El resultado fue un agravamiento del descenso de precios al desplazarse parte de la actividad normal del NYSE a otras plataformas con menor liquidez y profundidad. Además, algunos participantes apuntan a que un

importante número de negociadores de alta frecuencia se retiraron del mercado, con el consiguiente impacto negativo sobre la liquidez y la profundidad.

En concreto, en la NYSE existen dos tipos de mecanismos de reducción de la volatilidad que, en ambos casos, se activan una vez alcanzada una variación pre-determinada en el precio:

- 1 Los “puntos de reposición de liquidez” (*liquidity replenishment points*, LPR), que se aplican de manera individualizada para cada valor y conllevan la ralentización de la negociación mediante el cese de las operaciones en el sistema automatizado de negociación y el traspaso al sistema tradicional de corros.
- 2 Los “cortacircuitos” (*circuit breakers*) que, una vez activados, suponen la suspensión de la negociación de algunos o de todos los valores del mercado. El objetivo de estos mecanismos es reducir la volatilidad y mejorar la confianza de los inversores mediante la introducción de pausas en la negociación para permitir un análisis sosegado de la nueva información que pueda llegar al mercado y reducir la posibilidad de fallos operativos. Los *circuit breakers* fueron introducidos en 1989 por la NYSE como respuesta a los episodios de volatilidad de octubre de 1987 y de ese mismo año. En su versión inicial de 1989, la medida era asimétrica, puesto que las paradas en la negociación únicamente se producían en caso de descensos significativos en el índice DJIA, pero nunca en caso de subidas bruscas. Cada trimestre, la bolsa calculaba y hacía públicos los puntos de variación del DJIA que supondrían un descenso del 10%, 20% y 30% y establecía, en función del tramo horario de la sesión en que se registrasen las caídas, las medidas a tomar. En caso de un descenso del 10%, se contemplaban tres posibilidades en función del tramo horario de la sesión en el que se registraba la caída. Así, si ésta se producía antes de las 14:00 horas, la negociación se suspendía durante una hora; entre las 14:00 y las 14:30, se cerraba la bolsa media hora y después de las 14:30, se mantenía la negociación. En situaciones de caídas del 20%, se suspendía el mercado durante dos horas cuando la caída tuviese efecto antes de las 13:00 horas, una hora si se registra entre las 13:00 y las 14:00 horas y, a partir de esa hora, cualquier caída del 20% suponía el cierre definitivo de la sesión. Por último un descenso del 30% suponía el cierre del mercado para el resto de la sesión con independencia del momento de la sesión en que se produjese.

Tras los acontecimientos del pasado 6 de mayo, la primera medida de la SEC, en coordinación con la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), fue la puesta en marcha de un sistema de “cortacircuitos” individualizados para cada acción y aplicable a todas las plataformas de negociación de acciones de EE.UU. El sistema entró en vigor el 11 de junio de este mismo año y estará en funcionamiento como experiencia piloto hasta el próximo 10 de diciembre. Esta primera fase de evaluación será aplicable exclusivamente a los 500 valores incluidos en el índice S&P 500 y, una vez analizados los resultados de su implantación, el objetivo es extender el sistema a todas las acciones cotizadas, incluidos los fondos cotizados (ETF).

De acuerdo con la nueva normativa, la negociación de un valor se suspenderá durante cinco minutos cuando la variación de precios durante los cinco minutos precedentes supere el 10%. La norma incorpora varias novedades importantes: i) se trata de una regla homogénea, al ser de aplicación a todas las plataformas de

negociación; ii) se aplica de manera individualizada a cada acción; iii) tiene un carácter más dinámico porque considera las variaciones de precios más recientes; y, por último, iv) incorpora un criterio de simetría al considerarse variaciones tanto al alza como a la baja.

En los mercados regulados de acciones españoles están vigentes desde el año 2001 mecanismos con objetivos similares a los descritos en el caso estadounidense, que en nuestra jurisdicción reciben la denominación de “subastas de volatilidad”. Las subastas de volatilidad tienen una duración de cinco minutos y entran en funcionamiento cuando los precios de una acción alcanzan un determinado porcentaje de variación con respecto al último precio negociado (*rango dinámico*) o a la última subasta celebrada para el valor (*rango estático*). Su objetivo es facilitar la difusión y asimilación de la nueva información sobre las acciones cotizadas o la coyuntura extraordinaria de mercado existente en cada momento.

1 *The Flash Crash*, David M. Magerman, 14 de mayo de 2010, Mill Creek Capital Advisors, LLC.

2 En un discurso reciente, la Presidenta de la SEC, Mary L. Schapiro señalaba la necesidad de establecer determinadas obligaciones a los negociadores de alta frecuencia para que su actividad sirva de apoyo a la estabilidad e integridad de los mercados (el discurso “Strengthening Our Equity Market Structure” fue pronunciado el 7 de septiembre de 2010 en el Economic Club of New York; disponible en <http://www.sec.gov/news/speech/2010/spch090710mls.htm>).

*El PER del Ibex 35 ha tendido a alinearse con los de las principales referencias europeas...*

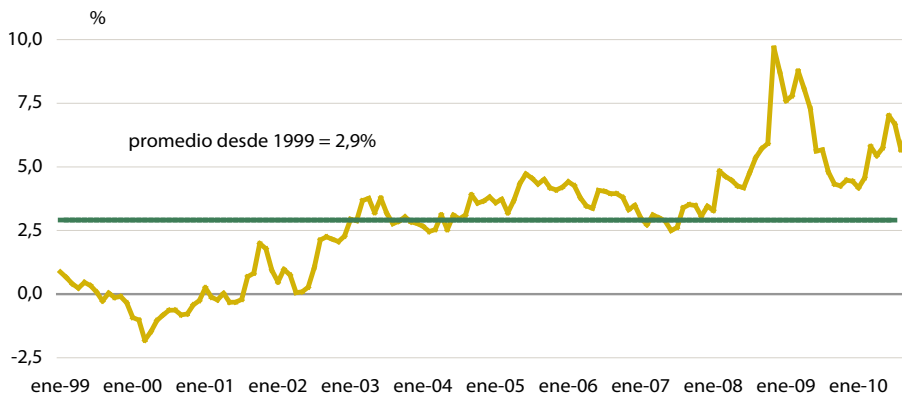
La ratio entre el precio y el beneficio por acción (PER) del Ibex 35, que había registrado valores muy reducidos durante la primera parte del año en comparación con las principales referencias internacionales, ha tendido a alinearse con las ratios de las referencias europeas más relevantes a lo largo del tercer trimestre del año.

*...mientras que el indicador que aproxima la prima de riesgo de la renta variable nacional ha revertido su tendencia al alza.*

Durante el tercer trimestre de este año, el indicador que aproxima la prima de riesgo de la renta variable nacional (frente a la deuda pública española), el *earning yield gap*, ha revertido su tendencia al alza iniciada a principios de año, tras el fuerte descenso que había registrado el año anterior desde su máximo de marzo de 2009. La evolución de este indicador, que normalmente suele responder más a los movimientos de los precios de la renta variable nacional que a los de la renta fija pública, desde el segundo trimestre del año ha estado más condicionada por las variaciones experimentadas por la rentabilidad de la deuda pública española a raíz de la elevada volatilidad registrada en ese mercado. Este indicador, que se situó en el 6,4% en el mes de septiembre, todavía dista del nivel promedio desde 1999, que es del 2,9% (véase gráfico 13).

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

GRÁFICO 13

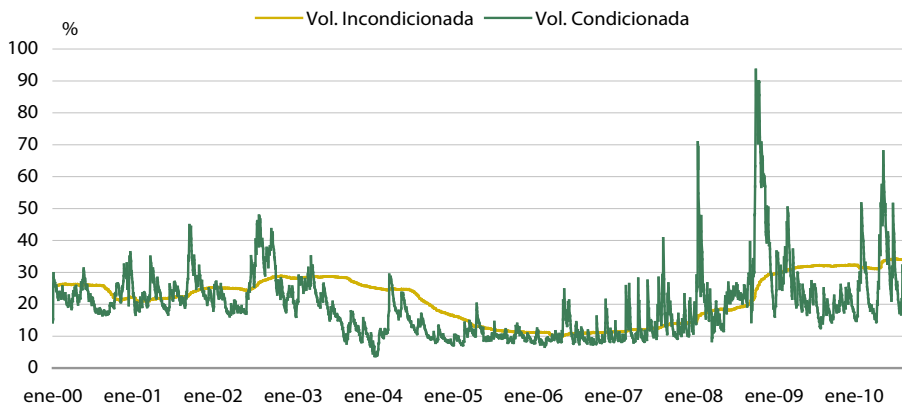


Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Diferencia entre la rentabilidad bursátil, medida como la inversa del PER y la rentabilidad del bono del Estado español a diez años. Datos mensuales hasta septiembre de 2010.

### Volatilidad histórica. Ibex 35

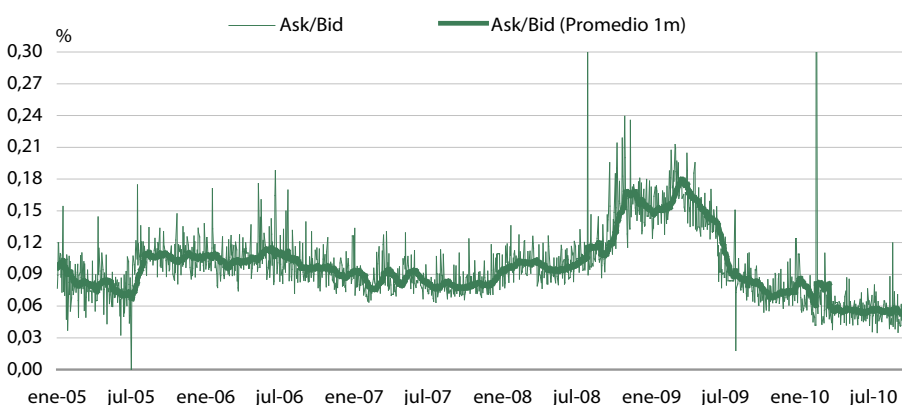
GRÁFICO 14



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

### Liquidez del Ibex 35. Spread bid-ask

GRÁFICO 15



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

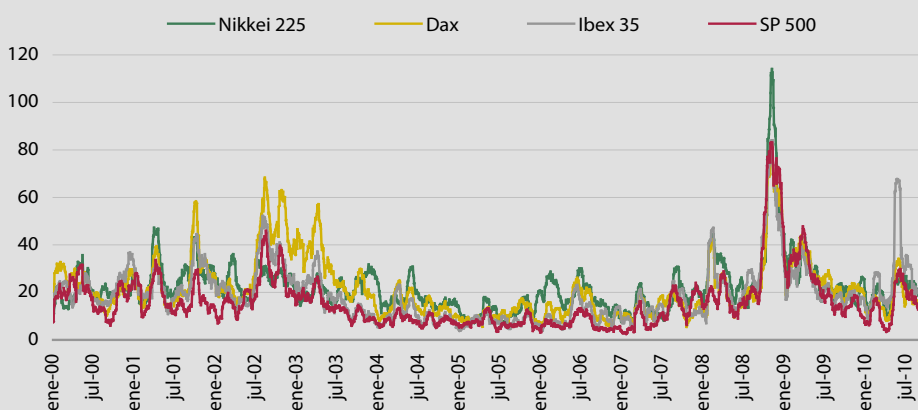
#### Recuadro 4: “La volatilidad de la bolsa española: una comparativa internacional”

La volatilidad es una medida de la intensidad con la que fluctúan los precios de los activos financieros y se asocia, por tanto, con el riesgo de mercado de dichos activos. Existen diversas maneras de estimar la volatilidad de un activo financiero. Las medidas utilizadas con más frecuencia son las de carácter *histórico* y las *implícitas*. Entre las primeras, la alternativa más sencilla es la de estimar la volatilidad de un activo o de un índice como la desviación típica de los rendimientos diarios del mismo a lo largo de un periodo de tiempo concreto. Algunos modelos suponen que la volatilidad no es constante en el tiempo y la dividen en dos componentes, uno variable y otro fijo<sup>1</sup>. El enfoque histórico se puede utilizar también para medir volatilidades intradía, por ejemplo, mediante la variación temporal entre el precio máximo y el mínimo que ha tomado un activo en cada jornada a lo largo del periodo de referencia. En cuanto a la volatilidad implícita, ésta se deriva de la valoración de las opciones sobre el activo en cuestión negociadas en el mercado.

En el segundo trimestre de 2010, las diferentes medidas disponibles de volatilidad del mercado de renta variable español (aproximado a través del Ibex 35) se incrementaron notablemente a raíz de la crisis de deuda soberana europea. La volatilidad histórica del Ibex 35 (medida como la desviación típica de los rendimientos diarios) alcanzó niveles próximos al 70% en la primera quincena del mes de mayo, claramente superiores a los mostrados por los índices de otras bolsas de referencia (véase gráfico R4.1), aunque posteriormente ha descendido nuevamente a valores del 20%.

Volatilidades históricas de índices bursátiles internacionales (%)

GRÁFICO R4.1



Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre.

En el cuadro R.4.1 se exponen las volatilidades históricas medias de diferentes índices en varios periodos de tiempo, agrupados por regiones (economías centrales europeas, EE.UU. y Japón y economías europeas periféricas). Para cada uno de los índices se ha comparado su volatilidad media con la del Ibex 35 en periodos de normalidad o ausencia de turbulencias (concretamente entre 2005 y junio de 2007) y en el reciente periodo de crisis (desde junio de 2007).



Con carácter general, el análisis estadístico revela que la volatilidad del Ibex 35: (i) se muestra en línea con la volatilidad de los principales índices de referencia europeos tanto en momentos de normalidad como en momentos de turbulencias, (ii) es significativamente superior a la de los índices norteamericanos e inferior a la de los índices japoneses y (iii) se encuentra en un rango intermedio en el conjunto de índices de las economías periféricas europeas (es inferior a la volatilidad del mercado griego e irlandés, pero superior a la del italiano y el portugués<sup>2</sup>). En términos generales, los contrastes efectuados son robustos a diferentes periodos de tiempo y a otras medidas de volatilidad (véase gráfico R.4.2 que expone los promedios para la medida de volatilidad histórica intradía).

**Cuadro comparativo de las volatilidades históricas<sup>1</sup> de diferentes índices de renta variable (%)**

CUADRO R4.1

	Índice\Periodo	Desde 2005	ene-05 - jun-07 (normalidad)	Desde jun 07 (crisis)	Último dato <sup>2</sup>
	Ibex 35	20,6	11,5	27,2	20,6
Principales europeas	Euro stoxx 50 (Euro)	20,4	12,3	26,4	19,6
	Euronext 100	18,9	11,1	24,6	18,1
	Dax 30 (Alemania)	19,9	13,1	24,9	15,4
	Cac 40 (Francia)	20,7	12,3	26,8	21,0
	FT 100 (Reino Unido)	18,0	10,2	23,7	16,0
EE.UU. y Japón	Dow Jones (EE.UU.)	17,2	9,5	22,8	16,1
	S&P 500 (EE.UU.)	18,6	9,8	25,1	18,3
	Nasdaq-Cpte (EE.UU.)	20,5	12,7	26,2	20,3
	Nikkei 225 (Japón)	22,3	15,4	27,4	25,8
	Topix (Japón)	20,8	14,8	25,3	20,1
Euro periféricas	Índice bolsa Atenas (Grecia)	23,7	14,8	30,3	30,2
	Índice bolsa Portugal	15,2	7,4	20,9	11,0
	Índice bolsa Irlanda (Irlanda)	23,9	12,2	32,4	27,4
	Mib-30 (Italia)	15,9	8,9	21,0	17,5

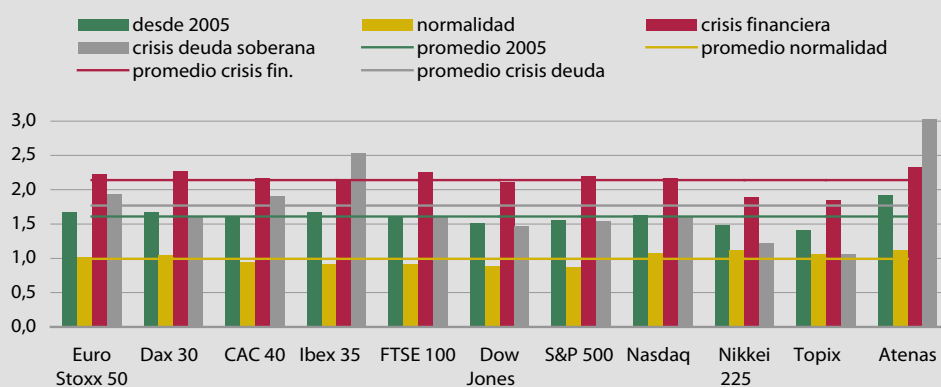
1 Calculada como la desviación típica de las rentabilidades diarias de los últimos veinte días.

2 15 de septiembre.

Atendiendo a los momentos de mayor inestabilidad en los mercados financieros a lo largo de la última década, se puede observar que los mayores incrementos relativos en la volatilidad se han producido generalmente en los índices de aquellas economías sobre las que en ese momento existía un grado de incertidumbre mayor. Así, en el periodo de los escándalos contables de varias compañías europeas en 2002/2003, los índices europeos, y particularmente el alemán, fueron los más volátiles. Por el contrario, a finales de 2008, con la quiebra de algunas entidades financieras estadounidenses de gran tamaño, fueron los índices de ese país los que marcaron volatilidades máximas en términos históricos (superiores al 100%). Finalmente, en el reciente periodo de turbulencias asociado a la crisis de deuda soberana europea, las economías sobre las que se han percibido mayores elementos de fragilidad, entre ellas la española, han tendido a mostrar una volatilidad superior en el mercado de renta variable.

## Volatilidad histórica intradía<sup>1</sup>

GRÁFICO R4.2



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

1 Calculada como la diferencia entre el precio máximo y el mínimo sobre el precio mínimo en porcentaje. Para cada índice se ofrecen promedios en varios periodos de tiempo.

Respecto a esta última apreciación, conviene destacar que los diferentes conjuntos de medidas de ajuste fiscal adoptados por algunas de estas economías y otras iniciativas de carácter europeo (mecanismo de asistencia financiera, medidas del BCE para favorecer la liquidez, etc.) han permitido que las volatilidades en estos mercados hayan alcanzado niveles relativamente similares a aquellos existentes en momentos de normalidad, como puede apreciarse en el tramo final de las series representadas en el gráfico R4.1.

- 1 En el gráfico 14 se presenta una descomposición de este tipo para la volatilidad del Ibex 35, estimada a través de un modelo GARCH.
- 2 El hecho de que la volatilidad de la bolsa española sea superior a la de la bolsa portuguesa o la de la italiana puede estar relacionado con las diferentes características de estos mercados en términos de profundidad o de liquidez.

*La contratación en los mercados ha mostrado un aumento significativo...*

La contratación en los mercados cotizados españoles de renta variable ascendió a más de 776 mil millones de euros en los nueve primeros meses de 2010 (hasta el 15 de septiembre), un 32% superior a la del mismo periodo del año anterior. La contratación media diaria del tercer trimestre se situó en los 4.520 millones de euros, en línea con las cifras del primer semestre del año (4.190 millones), sensiblemente superior a los 3.489 millones del conjunto de 2009. Estos valores distan de los alcanzados en 2008 (4.895 millones) y del máximo de 2007 (6.590 millones).

*...pero el volumen de emisiones continúa siendo reducido, a pesar de la activación de algunas operaciones.*

Respecto a las emisiones de renta variable, en el segundo trimestre de 2010 se activaron algunas operaciones de salida al mercado después de la atonía que dominó los dos años precedentes, aunque los volúmenes de estas operaciones (534 millones de euros en total) son aún mucho más reducidos que los registrados en los años anteriores a la crisis (véase cuadro 10). Las ampliaciones de capital contabilizadas hasta el 15 de septiembre ascendieron a algo más de 7 mil millones de euros, ligeramente por debajo de los 9.079 millones de hace un año y bastante alejados de los previos a la crisis.

## Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 9

Importes en millones de euros

	2006	2007	2008	2009	I-10	II-10	III-10 <sup>1</sup>
<b>Total bolsas</b>	<b>1.154.294</b>	<b>1.667.219</b>	<b>1.243.387</b>	<b>886.135</b>	<b>229.120</b>	<b>298.811</b>	<b>248.611</b>
Mercado continuo	1.146.390	1.658.019	1.235.330	880.544	227.866	297.495	247.251
Corros	5.318	1.154	207	73	17	13	25
de los que SICAV <sup>2</sup>	4.581	362	25	20	3	4	7
MAB <sup>3</sup>	1.814	6.985	7.060	5.080	1.089	1.141	1.231
Segundo mercado	49	193	32	3	0	1	0
Latibex	723	868	758	435	147	162	103
Pro-memoria: contratación de no residentes (% s/ total bolsas)							
	58,4	61,6	65,5	64,2	64,8	nd	nd

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados desde el 1 de julio hasta el 15 de septiembre.

2 Sociedades de inversión de carácter financiero.

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

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

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

CUADRO 10

	2006	2007	2008	2009	2010		
					I-10	II-10	III-10 <sup>2</sup>
<b>IMPORTES EFECTIVOS<sup>3</sup> (millones de euros)</b>	<b>29.436</b>	<b>69.955</b>	<b>16.349</b>	<b>11.391</b>	<b>241</b>	<b>5.115</b>	<b>2.323</b>
Ampliaciones de capital	26.977	67.887	16.340	11.389	241	4.581	2.323
De ellas, mediante OPS	645	8.503	292	17	15	924	6
Tramo nacional	303	4.821	292	17	15	924	6
Tramo internacional	342	3.681	0	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.459	2.068	10	2	0	534	0
Tramo nacional	1.568	1.517	10	2	0	534	0
Tramo internacional	891	551	0	0	0	0	0
<b>NÚMERO DE EXPEDIENTES<sup>4</sup></b>	<b>86</b>	<b>100</b>	<b>54</b>	<b>53</b>	<b>10</b>	<b>18</b>	<b>12</b>
Ampliaciones de capital	77	91	53	53	10	17	12
De ellas, mediante OPS	8	8	2	2	2	4	2
De ellas, liberadas	20	19	18	11	1	4	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	14	12	2	1	0	2	0

Fuente: CNMV.

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

2 Datos disponibles hasta el 15 de septiembre de 2010.

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

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

### Recuadro 5: “El nuevo régimen de transparencia sobre posiciones en corto de CESR y su implementación por la CNMV”

A partir del tercer trimestre de 2008, coincidiendo con la agudización de la crisis financiera, un buen número de supervisores financieros establecieron nuevos regímenes de transparencia de posiciones cortas en los mercados de acciones<sup>1</sup>. Este fue el caso de muchas jurisdicciones europeas, en las que se activaron determinados requisitos de información sobre este tipo de posiciones frente al supervisor y, en algunos casos, al resto de participantes en el mercado<sup>2</sup>.

A pesar del elevado grado de consenso mostrado en torno a la conveniencia de establecer requisitos de transparencia en este ámbito, las distintas autoridades nacionales europeas siguieron, en ocasiones, criterios distintos a la hora de aplicarlos. La mayoría de países optaron por que los inversores con posiciones superiores al 0,25% debían informar acerca de las mismas. Sin embargo, hubo excepciones como Grecia, que fijaron ese umbral en el 0,1%. Otro de los aspectos donde hubo cierta divergencia fue en lo relativo a la obligatoriedad de comunicar las posiciones cortas al supervisor únicamente o también al mercado, aunque la opción mayoritaria fue informar a ambos, aunque hubo países como Portugal y Austria que optaron por que los inversores sólo informaran al supervisor.

En este contexto, el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR), tras una consulta pública, alcanzó un acuerdo sobre los criterios de transparencia que debería contener un régimen paneuropeo. CESR publicó en marzo de 2010 el documento titulado “Model for Pan-European Short Selling Disclosure Regime”<sup>3</sup>, en el que se exponía un régimen común de transparencia sobre posiciones cortas. Asimismo, se proponía a la Comisión Europea que iniciara el proceso para su incorporación en la legislación europea sobre mercados de valores.

Este régimen prevé dos niveles de comunicación:

- Comunicación al supervisor competente cuando la posición corta supere el umbral del 0,2% del capital social del emisor. Una vez que un inversor comunique una posición de esta cuantía, la posición se actualizará siempre que la misma varíe más de un 0,1%.
- Comunicación al mercado cuando la posición supere el umbral del 0,5% del capital social del emisor. Una vez que un inversor comunique una posición de esta cuantía, ésta se actualizará siempre que varíe más de un 0,1%.

En el cómputo de la posición neta en el capital social de un emisor, CESR establece que el inversor debe tener en cuenta cualquier instrumento financiero que implique una exposición económica al precio de cotización de la acción. Esto supone que, además de tener en cuenta su posición neta en el mercado de contado de acciones, también debe considerar su posición en derivados cuyo subyacente sean las acciones del emisor en cuestión (futuros, *equity-swaps*, contratos por diferencias, opciones, cestas, índices, etc.)<sup>4</sup>.

En cuanto a su ámbito objetivo, el nuevo régimen se aplicará a las acciones admitidas a cotización en cualquier mercado regulado del Área Económica Europea o en cualquier plataforma de negociación multilateral si el mercado primario del emisor está localizado fuera del Área Económica Europea. Los proveedores de

liquidez se encuentran exentos de esta normativa, mientras que los creadores de mercado deberán solicitar a la CNMV su exención y ésta ha de autorizarla.

España ha sido el primer país donde entró en vigor el acuerdo. En concreto, el 27 de mayo de 2010, el Comité Ejecutivo de la CNMV tomó las medidas oportunas para poder aplicar con carácter inmediato las medidas propuestas por CESR. Desde el 10 de junio de este año, la CNMV exige a los inversores el cumplimiento de la obligación de informar al supervisor y al mercado de sus posiciones cortas cuando éstas superen los umbrales del 0,2% y del 0,5% del capital social, respectivamente. El 11 de junio de 2010, la CNMV hizo público por primera vez a través de su página web<sup>5</sup> los datos sobre los inversores cuya posición neta sobre el capital social de un emisor superaba el 0,5%.

Unas semanas antes del cierre de este informe, en septiembre de 2010, la Comisión Europea ha hecho pública una propuesta de reglamento en la que se establece la obligatoriedad de que todos los países de la UE implanten el régimen de comunicación de posiciones cortas de CESR.

- 1 El artículo "Los efectos de las restricciones sobre las ventas en corto en los mercados de renta variable: Algunos resultados recientes," elaborado por A. Ispuerto Maté y R. Losada López, publicado en este mismo Boletín, analiza los efectos de este tipo de requisitos de transparencia en el funcionamiento de los mercados de acciones.
- 2 En el artículo "Las ventas en corto de acciones (*short selling*)", elaborado por Rodrigo Buenaventura, publicado en el Boletín de la CNMV del cuarto trimestre de 2008, se describen las principales medidas adoptadas entonces.
- 3 Disponible en: [http://www.cesr.eu/data/document/10\\_088.pdf](http://www.cesr.eu/data/document/10_088.pdf).
- 4 Quedan excluidas del cálculo de la posición neta los derechos de suscripción preferente, las obligaciones convertibles y los *equity-warrants* emitidos por el emisor de la acción hasta que no sean admitidas a cotización las acciones subyacentes. La ejecución del derecho de conversión de estos instrumentos en acciones supone la creación de un número de nuevas acciones igual a su delta.
- 5 <http://www.cnmv.es/Portal/Consultas/Busqueda.aspx?id=29>.

### 3.2 Los mercados de renta fija

Los mercados de renta fija nacionales han tendido a estabilizarse en relación al periodo de turbulencias registrado en los primeros meses de 2010. Así, en los meses centrales del año, los tipos de interés de la deuda pública cedieron ligeramente y las emisiones de este tipo de instrumentos se están realizando con una cierta comodidad. De hecho, a finales del tercer trimestre del año se ha observado un incremento en las emisiones de deuda de las entidades financieras.

Los tipos a corto plazo de la deuda pública, que habían repuntado sustancialmente en el segundo trimestre de 2010, tendieron a relajarse durante el tercer trimestre. En la fecha de cierre de este informe, el tipo de interés de las letras hasta tres meses rondaba los 67 p.b., el de las letras a seis meses quedaba en 118 p.b. y el de las letras a doce meses era ligeramente superior a los 160 p.b. El comportamiento de los tipos de interés a corto plazo de la renta fija privada fue diferente. El repunte de los tipos de interés en el segundo trimestre fue menos intenso que el de la deuda pública y, además, los tipos siguieron aumentando en el tercer trimestre, en contraposición con los descensos de las rentabilidades de la deuda pública a corto plazo.

*El mercado de deuda pública nacional ha tendido a estabilizarse en los últimos dos meses...*

*...mostrando descensos moderados en las rentabilidades de los diferentes plazos,*

...que han sido algo más intensos en los plazos más cortos.

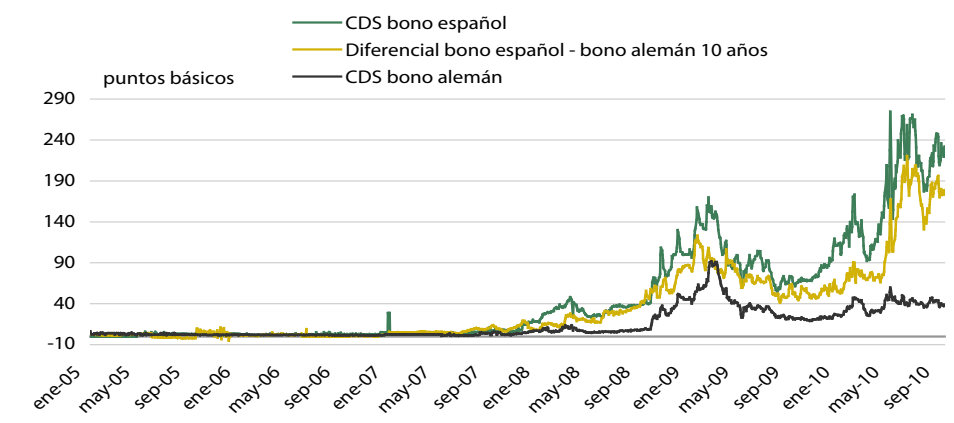
La prima de riesgo de la deuda pública española permanece contenida, pero en niveles relativamente elevados.

Los tipos a plazos más largos de la deuda pública han mostrado un comportamiento similar a los de los plazos más reducidos, es decir, un repunte en el segundo trimestre y una cierta relajación en el tercero, si bien esta última no ha compensado en su totalidad el aumento inicial. En consecuencia, la rentabilidad de la deuda pública española a tres y cinco años, que aumentó en 140 p.b. y 104 p.b. respectivamente en el segundo trimestre y descendió en torno a 70 p.b. durante el tercero, se situó a mediados de septiembre en el 2,6% y 3,1% respectivamente. Los movimientos de los tipos en el plazo a diez años han sido algo menores.

La prima de riesgo de la deuda pública española, aproximada por su diferencial con la alemana a diez años, ha experimentado un repunte desde principios de agosto de más de 45 p.b., hasta superar los 175 p.b., tras un notable descenso desde principios de julio de más de 80 p.b., cuando registraba valores alrededor de 210 p.b., todo ello después del fuerte incremento en el segundo trimestre. La evolución reciente de este indicador sugiere que, aunque las tensiones en los mercados de deuda pública permanecen contenidas, todavía distan de disiparse completamente. La evolución de la prima de riesgo soberano que se desprende de la información de los CDS apunta en la misma dirección, aunque presenta oscilaciones algo más intensas, como muestra el gráfico 16.

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

GRÁFICO 16

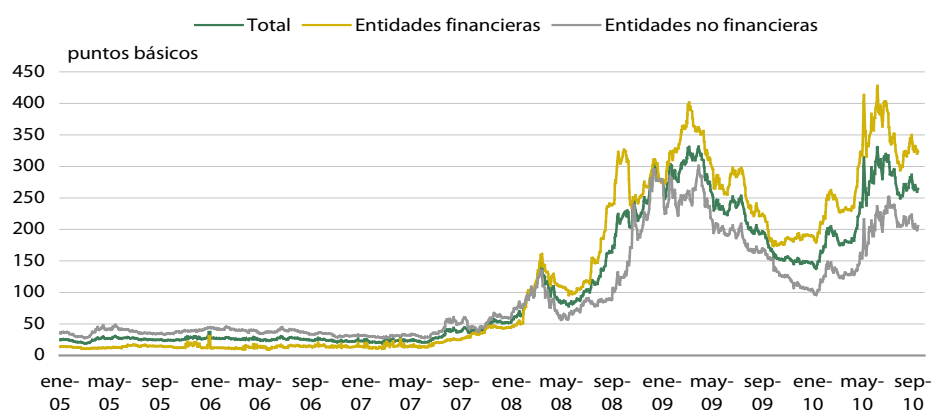


Fuente: Thomson Datastream.

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

Las primas de riesgo de los emisores privados también permanecen contenidas, tras los máximos de mayo, pero en niveles elevados.

Las primas de riesgo de los emisores privados, que habían descendido desde principios de julio, especialmente en el caso de las entidades financieras, tras el fuerte repunte del segundo trimestre, experimentaron de nuevo una tendencia al alza en el mes de agosto (véase gráfico 17). Las pruebas de resistencia sobre las entidades de crédito europeas publicadas en julio provocaron una disminución de los *spreads*, pero la preocupación por una recuperación débil, los vencimientos de deuda que afrontarán las entidades de crédito en los próximos años y la incertidumbre sobre el potencial impacto de la nueva regulación financiera en ciernes contribuyen a mantener la percepción general de que la normalización de las condiciones de financiación del sector puede ser un proceso largo.



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

<sup>1</sup> Media simple.

La emisión bruta de renta fija registrada en la CNMV en el conjunto del año (hasta el 15 de septiembre) ha ascendido a 158 mil millones de euros, un 47% menos que el mismo periodo del año anterior (véase cuadro 11). De este importe, las entidades financieras han emitido algo más de 155 mil millones (el 98% del total), lo que supone un descenso del 46% respecto al mismo periodo de 2009. Las sociedades no financieras han emitido 2.950 millones de euros en el periodo de referencia, un 64% menos que en 2009. La evolución por instrumento fue la siguiente:

- Los pagarés de empresa siguen siendo el principal instrumento de captación de recursos, si bien han experimentado una caída acumulada desde comienzos de año del 53% interanual, hasta los 69 mil millones de euros. Como consecuencia de ello, su peso en las emisiones totales ha descendido hasta el 44% (49% en 2009).
- El segundo instrumento financiero en importancia, los bonos de titulización, cuyas emisiones habían sido inferiores a los tres mil millones de euros en el primer trimestre del año, crecieron sustancialmente en el segundo y el tercer trimestre (hasta el 15 de septiembre) del año (16 y 27 mil millones, respectivamente), llegando a concentrar el 29% del total de las emisiones a lo largo de 2010. Con todo, el retroceso interanual alcanza el 31%. Cabe señalar, por las posibles implicaciones que puede tener sobre la emisión de los bonos de titulización, el anuncio del BCE de finales de julio acerca del establecimiento de un nuevo marco para el descuento de colateral con un endurecimiento de los márgenes (*haircuts*) que se aplicarán en las operaciones de concesión de liquidez<sup>14</sup> en las que se utilicen instrumentos con menor calificación crediticia.

*La emisión bruta de renta fija registrada en la CNMV ha retrocedido un 47% en términos interanuales, aunque recientemente se han observado signos de reactivación en algunos segmentos.*

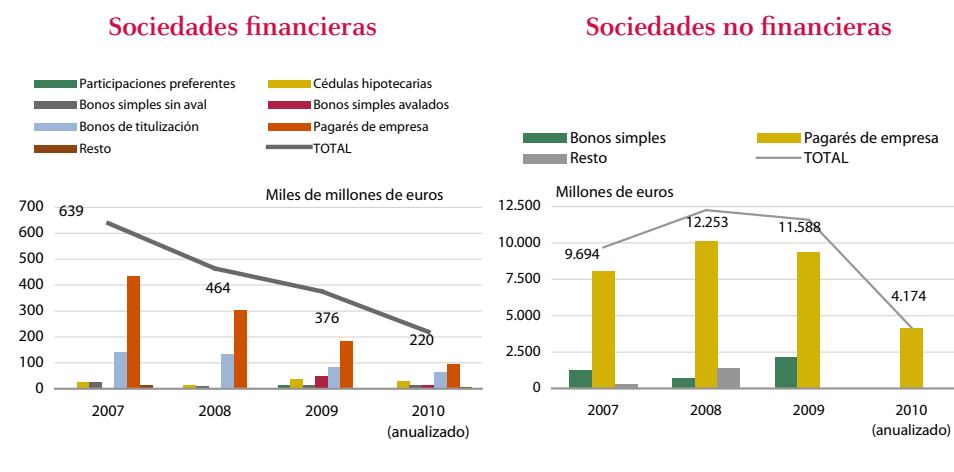
14 Este nuevo marco se aplicará a partir de enero de 2011 y es un paso más hacia la normalización de las extraordinarias condiciones en las que el BCE otorga financiación en la actualidad. Concretamente, con esta medida el BCE quiere desincentivar el uso de activos con una calificación más baja por parte de los bancos. El BCE va a seguir aceptando activos con una calificación crediticia BBB- en 2011 (antes de la crisis financiera la calificación mínima para los activos elegibles era de A-) pero lo va a hacer con limitaciones, al aplicar un *haircut* más elevado. Para más detalles sobre este programa véase: [http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/sp090728\\_1annex.en.pdf?2e693e1817cc1b3276a5f9d012cfee82](http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/sp090728_1annex.en.pdf?2e693e1817cc1b3276a5f9d012cfee82).

- Las cédulas hipotecarias mantienen el ritmo de emisiones del año anterior, en torno a 21 mil millones desde comienzos de año (caída interanual del 6%) pero, debido a la mayor debilidad del resto de instrumentos, han incrementado su peso en el total en 6 p.p. hasta el 13%. Destaca, además, el notable incremento de la emisión de cédulas territoriales, que ascendió a 5.400 millones de euros entre enero y septiembre de 2010, frente a los 500 millones emitidos en el conjunto de 2009.
- La emisión de bonos simples, efectuada en su totalidad por las entidades financieras, quedó cerca de los 17 mil millones de euros en los tres primeros trimestres del año, lo que supone un descenso del 65% respecto al año anterior. Cerca de la mitad de estas emisiones estaban avaladas por el Estado como consecuencia, fundamentalmente, del uso que algunas cajas de ahorro siguen haciendo de este tipo de emisiones.
- Ninguna participación preferente ha sido emitida por el momento. Esta tendencia no se circunscribe únicamente a España, sino que en otros países también se está reduciendo considerablemente el importe de estas emisiones como consecuencia de los cambios regulatorios previstos en el marco del acuerdo de capital de Basilea II, que incluyen la exclusión de estos instrumentos en el cómputo del capital regulatorio de máxima calidad.

Las emisiones brutas de renta fija en el exterior por emisores españoles descendieron hasta los 73 mil millones de euros entre enero y julio de 2010 (véase cuadro 11), aunque se observa un comportamiento notablemente dispar entre las emisiones a corto plazo, fundamentalmente de pagarés de empresa, que cayeron un 38%, frente a las emisiones de bonos y obligaciones, que se incrementaron más de un 14%.

### Emisión bruta de renta fija por tipo de entidad e instrumento<sup>1</sup>

GRÁFICO 18



Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> Datos hasta el 15 de septiembre. A efectos comparativos, los datos de 2010 se han anualizado.



## Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 11

a) registradas <sup>1</sup> en la CNMV	2006	2007	2008	2009	2010		
					I-10	II-10	III-10 <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>	<b>335</b>	<b>334</b>	<b>337</b>	<b>512</b>	<b>70</b>	<b>121</b>	<b>52</b>
Cédulas hipotecarias	37	32	47	75	11	32	18
Cédulas territoriales	6	8	8	1	2	4	1
Bonos y obligaciones no convertibles	115	79	76	244	39	58	19
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	0	1	6	0	0	0
Bonos de titulización	82	101	108	76	5	9	6
Programas de pagarés	83	106	88	73	13	18	8
De titulización	3	3	2	2	0	1	0
Resto de pagarés	80	103	86	71	13	17	8
Otras emisiones de renta fija	0	3	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	11	5	9	37	0	0	0
<b>IMPORTE NOMINAL (mill. de euros)</b>	<b>523.131</b>	<b>648.757</b>	<b>476.276</b>	<b>387.476</b>	<b>51.667</b>	<b>57.410</b>	<b>48.929</b>
Cédulas hipotecarias	44.250	24.696	14.300	35.574	4.650	10.892	5.667
Cédulas territoriales	5.150	5.060	1.820	500	400	4.700	300
Bonos y obligaciones no convertibles	46.688	27.416	10.490	62.249	8.733	6.811	1.287
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	68	0	1.429	3.200	0	0	0
Bonos de titulización	91.608	141.627	135.253	81.651	2.875	15.699	27.190
tramo nacional	30.886	94.049	132.730	77.289	2.875	15.205	27.190
tramo internacional	60.722	47.578	2.522	4.362	0	494	0
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	334.457	442.433	311.738	191.342	35.010	19.307	14.485
De titulización	1.993	465	2.843	4.758	995	930	1.433
Resto de pagarés	332.464	441.969	308.895	186.583	34.015	18.377	13.052
Otras emisiones de renta fija	0	7.300	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	911	225	1.246	12.960	0	0	0
<b>Pro memoria:</b>							
Emisiones subordinadas	27.361	47.158	12.950	20.989	3.284	1.984	833
Emisiones aseguradas	92.213	86.161	9.170	4.794	299	0	0
<b>b) en el exterior por emisores españoles</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>		
<b>IMPORTE NOMINAL (mill. de euros)</b>	<b>98.975</b>	<b>103.631</b>	<b>112.366</b>	<b>149.686</b>	<b>36.792</b>	<b>23.862</b>	<b>12.450</b>
A largo plazo	76.257	65.629	39.894	47.230	15.671	8.990	6.585
Participaciones preferentes	1.504	2.581	0	3.765	0	0	0
Obligaciones subordinadas	5.758	8.984	70	2.061	0	0	0
Bonos y obligaciones	64.292	53.327	39.360	41.404	15.671	8.990	6.585
Bonos de titulización	1.703	736	464	0	0	0	0
A corto plazo	25.718	38.003	72.472	102.456	21.121	14.871	5.865
Pagarés de empresa	25.718	38.003	72.472	102.456	21.121	14.871	5.865
de titulización de activos	16.517	12.119	425	108	95	67	3

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 septiembre de 2010.
- 3 Las cifras de emisión de pagarés de empresa corresponden a los importes colocados.
- 4 Datos disponibles: 31 de julio.

## 4 Los agentes de los mercados

### 4.1 Vehículos de inversión

#### IIC de carácter financiero<sup>15</sup>

*El patrimonio de los fondos de inversión se redujo un 9% en el primer semestre de 2010, debido al notable incremento de los reembolsos.*

El patrimonio del conjunto de fondos de inversión se redujo un 8,9% en el primer semestre de 2010, hasta situarse en algo más de 155 mil millones de euros, el mismo nivel que el registrado a finales de 1997. La mayor parte de este retroceso tuvo su origen en el notable incremento de los reembolsos, fundamentalmente en los fondos de renta fija<sup>16</sup>, que, tras haberse reducido drásticamente en los últimos meses de 2009, han retornado a los volúmenes observados justo tras el estallido de la crisis. Los fondos de renta fija, que por sus propias características poseen un carácter conservador y mantienen un riesgo limitado, se están viendo afectados por el incremento de la competencia de las entidades de depósito nacionales en la captación de ahorro, fundamentalmente, a través de la oferta de depósitos a plazo con rentabilidades elevadas. No obstante, es importante señalar que no todas las categorías de fondos han mostrado salidas de recursos en el primer semestre del año. Los fondos garantizados de renta fija y los fondos de retorno absoluto recibieron en conjunto unas suscripciones netas cercanas a los tres mil millones de euros. También resultan relevantes las salidas de recursos en los fondos de renta variable euro frente a las entradas en los fondos de renta variable internacional.

*La pérdida de valor de la cartera tuvo un impacto más reducido.*

El resto de la caída del patrimonio de los fondos estuvo asociada a la pérdida de valor de los instrumentos de sus carteras, fundamentalmente, los de renta variable, en línea con los fuertes descensos de las cotizaciones bursátiles en dicho periodo. De este modo, la rentabilidad conjunta de los fondos de inversión, que en el primer trimestre del año fue del 0,6%, volvió a terreno negativo en el segundo trimestre (-1,8%). En ese periodo, todas las categorías de fondos mostraron retrocesos, que fueron especialmente intensos en los fondos de renta variable euro (-10,7%), de gestión pasiva (-7,3%) y de renta variable internacional (-5%).

*Se mantiene el proceso de fusiones entre fondos de inversión.*

A lo largo del primer semestre de 2010, el número de fusiones entre fondos de inversión siguió siendo elevado (57 fusiones en el primer trimestre y 98 en el segundo<sup>17</sup>), lo que contribuyó al descenso en el número de fondos, que se situó en 2.436 a mediados de año. El número de partícipes también descendió, en casi 53 mil, a lo largo del semestre, hasta situarse en algo menos de cinco millones y medio, con una fuerte recomposición entre categorías. Así, mientras que los fondos de renta fija perdían 176 mil partícipes, los fondos garantizados de renta fija y los fondos de renta variable internacional ganaron cerca de 120 mil y 30 mil partícipes, respectivamente.

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

16 Los reembolsos netos acumulados en el primer semestre del año en esta categoría de fondos fueron superiores a los 11.700 millones de euros.

17 En este periodo una sociedad gestora concentró casi todas las fusiones efectuadas.

## Principales magnitudes de los fondos de inversión\*

CUADRO 12

	2008	2009	2009	2009	2010	2010	2010
Número			II	III	IV	I	II
Total fondos de inversión	2.912	2.536	2.735	2.628	2.536	2.500	2.436
Rta. fija <sup>1</sup>	629	582	612	598	582	567	547
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	195	169	190	171	169	171	168
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	202	165	181	174	165	161	143
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	237	182	193	185	182	179	179
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	330	242	271	252	242	239	233
Gar. rta. fija	260	233	253	241	233	239	251
Gar. rta. vble <sup>6</sup>	590	561	610	593	561	549	530
Fondos globales	469	187	208	193	187	182	181
De gestión pasiva <sup>7</sup>		69	69	69	69	66	64
Retorno absoluto <sup>7</sup>		146	148	152	146	147	140
<b>Patrimonio (millones de euros)</b>							
Total fondos de inversión	175.865,3	170.547,7	167.161,0	169.458,4	170.547,7	167.524,3	155.295,5
Rta. fija <sup>1</sup>	92.813,1	84.657,2	86.711,3	85.913,9	84.657,2	79.655,6	69.654,5
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	5.803,0	8.695,5	5.421,8	6.322,4	8.695,5	8.867,1	8.264,2
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	3.958,8	3.879,6	3.480,1	3.812,4	3.879,6	3.930,7	3.441,5
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	5.938,9	6.321,6	4.946,0	6.094,1	6.321,6	6.017,6	5.181,2
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	4.254,67	5.902,4	4.108,3	5.020,9	5.902,4	6.869,4	6.682,5
Gar. rta. fija	21.150,3	21.033,4	21.664,1	21.322,7	21.033,4	22.047,8	23.520,3
Gar. rta. vble <sup>6</sup>	30.873,7	25.665,8	29.120,6	27.857,4	25.665,8	24.814,2	23.981,7
Fondos globales	11.072,8	3.872,5	3.350,7	3.400,4	3.872,5	4.130,3	3.991,1
De gestión pasiva <sup>7</sup>		3.216,6	2.714,5	3.066,3	3.216,6	2.971,9	2.350,2
Retorno absoluto <sup>7</sup>		7.303,0	5.643,6	6.647,7	7.303,0	8.219,9	8.228,4
<b>Participes</b>							
Total fondos de inversión	5.923.346	5.475.403	5.498.325	5.461.473	5.475.403	5.489.598	5.422.414
Rta. fija <sup>1</sup>	2.204.652	2.041.487	2.067.091	2.042.556	2.041.487	1.994.558	1.864.776
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	277.629	290.151	241.097	254.599	290.151	298.542	295.325
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	209.782	182.542	187.244	184.985	182.542	180.722	185.118
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	377.545	299.353	270.079	277.093	299.353	290.734	280.529
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	467.691	458.097	419.928	434.299	458.097	478.952	487.813
Gar. rta. fija	538.799	570.963	540.428	550.041	570.963	617.901	690.600
Gar. rta. vble <sup>6</sup>	1.402.948	1.188.304	1.339.321	1.272.792	1.188.304	1.153.385	1.142.072
Fondos globales	444.300	88.337	96.581	79.288	88.337	94.630	99.163
De gestión pasiva <sup>7</sup>		85.403	91.738	97.399	85.403	92.352	97.949
Retorno absoluto <sup>7</sup>		270.766	244.818	268.421	270.766	287.822	279.069
<b>Rentabilidad<sup>8</sup>(%)</b>							
Total fondos inversión	-4,21	5,73	2,43	2,80	0,73	0,61	-1,83
Rta. fija <sup>1</sup>	2,06	1,91	0,55	0,88	0,24	0,46	-0,62
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	-7,14	6,85	3,48	4,18	0,63	0,42	-2,18
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	-22,21	16,47	9,86	10,18	1,99	-0,14	-6,00
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	-39,78	32,41	23,34	19,76	3,06	-2,57	-10,67
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	-41,71	37,28	20,08	15,15	6,30	5,63	-4,97
Gar. rta. fija	3,29	3,81	0,94	1,31	0,37	0,98	-1,24
Gar. rta. vble <sup>6</sup>	-2,61	3,56	0,85	1,40	0,16	0,39	-1,91
Fondos globales	-8,64	10,90	4,90	5,18	1,87	1,43	-2,82
De gestión pasiva <sup>7</sup>		-	16,50	12,09	4,61	-1,26	-7,28
Retorno absoluto <sup>7</sup>		-	1,54	1,90	0,70	0,98	-1,19

Fuente: CNMV.

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

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

- Hasta 1T09 incluye: RF corto plazo, RF largo plazo, RF internacional y monetarios. Desde 2T09 incluye: RF euro, RF internacional y monetarios.
- Hasta 1T09 incluye: RF mixta y RF mixta internacional. Desde 2T09 incluye: RF mixta euro y RF mixta internacional.
- Hasta 1T09 incluye: RV mixta y RV mixta internacional. Desde 2T09 incluye: RV mixta euro y RV mixta internacional.
- Hasta 1T09 incluye: RV nacional y RV euro. Desde 2T09 incluye RV euro (que ya incluye RVN).
- Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EEUU, RVI Emergentes y RVI Otros. Desde 2T09: RVI.
- Hasta 1T09: GRV. Desde 2T09: GRV y Garantía Parcial.
- Nuevas categorías desde 2T09. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.
- Rentabilidad anual para 2008 y 2009. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

La importancia de los activos de liquidez reducida en la cartera de los fondos se redujo en la primera mitad del año.

Las estimaciones más recientes sobre las condiciones de liquidez de los fondos de inversión en el ámbito de la cartera de renta fija privada revelan que el volumen de activos de liquidez reducida disminuyó significativamente en la primera mitad de 2010, desde los 14.870 millones de euros a finales de 2009 hasta los 11.421 millones en junio (véase cuadro 13). La importancia de estos activos sobre el patrimonio total de los fondos de inversión descendió desde el 8,7% en diciembre de 2009 hasta el 7,4% en junio de 2010, lo que supone la mayor caída desde que comenzó el seguimiento de este indicador (tercer trimestre de 2007). La menor exposición a activos de liquidez reducida ha sido generalizada tanto para los activos de renta fija financiera como para las titulaciones, siendo destacable la contracción de activos de menor liquidez en el segmento de activos de renta fija financiera de *rating* inferior a AA (1.900 millones de euros en el primer semestre del año).

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

CUADRO 13

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s./total de la cartera		
	dic-09	mar-10	jun-10	dic-09	mar-10	jun-10
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	4.637	3.977	3.724	20,7	17,9	18,3
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	4.619	4.231	2.740	31,4	26,0	19,6
Renta fija no financiera	190	304	246	3,9	3,9	3,5
Titulaciones	5.423	5.318	4.711	73,4	72,4	79,9
Titulización AAA	3.179	2.806	2.346	81,7	77,8	79,6
Resto titulaciones	2.244	2.512	2.366	64,1	67,1	80,2
<b>TOTAL</b>	<b>14.870</b>	<b>13.832</b>	<b>11.421</b>	<b>30,1</b>	<b>25,8</b>	<b>24,2</b>
<b>% sobre patrimonio FI</b>	<b>8,7</b>	<b>8,3</b>	<b>7,4</b>			

Fuente: CNMV.

Las perspectivas sobre la industria son complejas por la elevada presión competitiva que están ejerciendo las entidades de depósito.

Las perspectivas sobre la evolución de la industria de la inversión colectiva son relativamente complejas como consecuencia de la elevada presión competitiva que están ejerciendo las entidades de depósito y las IIC extranjeras en la captación de recursos. De hecho, el volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España creció un 28,5% en el primer semestre del año hasta los 32.365 millones de euros. El elevadísimo volumen de reembolsos en los fondos de renta fija a lo largo del primer semestre del año apunta a que esta tendencia puede prolongarse en los próximos meses. Así, la recuperación de la industria, que había mostrado una incipiente mejoría a finales de 2009, requerirá que las sociedades gestoras continúen racionalizando su oferta de fondos, de tal modo que éstos sean lo suficientemente atractivos en términos de costes y de rentabilidades. El proceso de fusiones de fondos podría repercutir en una mayor eficiencia de los mismos, mientras que el proceso de normalización de los mercados financieros, y en particular, los de renta fija, debería tender a facilitar una mayor rentabilidad obtenida por estas instituciones.

## IIC inmobiliarias

Las IIC inmobiliarias continúan su actividad en un marco complejo. Ante el incremento sustancial en las solicitudes de reembolso registradas durante los momentos más turbulentos de la crisis, algunos fondos de inversión inmobiliarios (FII) optaron por realizar ventas anticipadas de activos, reducir la frecuencia de los reembolsos o realizar tasaciones adicionales de los inmuebles. Además, como se apuntó en varias ediciones anteriores de este Boletín, a petición de las gestoras de dos FII, la CNMV autorizó la suspensión de los reembolsos de varios fondos por un periodo de dos años. Con ello, las gestoras de los fondos disponen de margen razonable para aplicar un plan de venta ordenado.

Los datos más recientes revelan que se mantiene el mismo número de FII que había a finales de 2009 (ocho). De ellos, uno se encuentra en proceso de liquidación y otros tres presentan reembolsos suspendidos o aplazados. Por tanto, únicamente existen cuatro FII propiamente activos. En tres de estos últimos, una parte significativa de su patrimonio está en manos de inversores que pertenecen al grupo financiero de la gestora del fondo<sup>18</sup>. En lo que va de 2010, los fondos propiamente activos han seguido experimentando reembolsos de cierta relevancia, si bien en los últimos meses se observa una cierta ralentización en los mismos. Todos los fondos han atendido sus respectivas ventanas de liquidez con cierta comodidad.

En este marco, el patrimonio de los FII descendió un 3,1% en los primeros siete meses de 2010 hasta situarse en los 6.263 millones de euros en julio de 2010, mientras que el número de partícipes lo hizo en un 7,9% hasta los 76.966. La rentabilidad del conjunto de FII se mantiene en terreno negativo, aunque ha presentado una leve mejoría con respecto a los valores observados desde el último trimestre de 2008.

Las sociedades de inversión inmobiliarias (SII) presentaron durante ese periodo una evolución opuesta a la de los FII, con un incremento tanto de su patrimonio (un 5,2% en los primeros siete meses de 2010 hasta los 324,6 millones de euros) como del número de accionistas (desde 928 a finales de 2009 hasta los 937 en julio de 2010).

*Las IIC inmobiliarias siguen operando con ciertas dificultades.*

*De los ocho fondos dados de alta, únicamente cuatro permanecen activos y continúan haciendo frente a los reembolsos con cierta comodidad.*

*El patrimonio de los FII descendió un 3,1% y el número de partícipes retrocedió casi un 8% entre enero y julio.*

*Las SII, por el contrario, mostraron una leve expansión.*

### Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 14

	2006	2007	2008	2009	2009	2010			
					IV	I	II	III'	
<b>FONDOS</b>									
Número	9	9	9	8	8	8	8	8	8
Partícipes	150.304	145.510	97.390	83.583	83.583	81.647	76.772	76.966	
Patrimonio (millones de euros)	8.595,9	8.608,5	7.406,9	6.465,1	6.465,1	6.363,7	6.279,6	6.262,8	
Rentabilidad (%)	6,12	1,27	0,69	-8,32	-1,45	-1,63	-0,99	-0,30	
<b>SOCIEDADES</b>									
Número	8	9	9	8	8	8	8	8	8
Accionistas	749	843	937	928	928	927	942	937	
Patrimonio (millones de euros)	456,1	512,9	371,9	308,6	308,6	304,6	327,0	324,6	

Fuente: CNMV.

1 Datos disponibles: julio 2010. En este caso, la rentabilidad es mensual.

18 Estos porcentajes ascendían al 80%, 78% y 41% en cada uno de los tres fondos que comparten esta característica.

Las perspectivas para el sector, marcadas por la debilidad del mercado inmobiliario, siguen siendo desfavorables.

El comportamiento de las IIC de inversión libre difiere del de las IIC de inversión libre de carácter puro...

...con retrocesos en el primer caso y una cierta expansión en el segundo.

De lo expuesto anteriormente, se deduce que las perspectivas para el conjunto de IIC inmobiliarias siguen siendo desfavorables, ya que sus fundamentos difícilmente mejorarán mientras no se comience a vislumbrar una reactivación clara del sector inmobiliario español y el volumen de reembolsos continúe ejerciendo presión sobre la liquidez de estas instituciones.

### IIC de inversión libre

La evolución más reciente de las instituciones de inversión libre muestra un comportamiento dispar entre las IIC de inversión libre (de carácter puro) y las IIC de inversión libre (fondos de fondos). En este ámbito, conviene recordar que las instituciones que experimentaron más dificultades tanto de liquidez como de valoración de activos, a raíz de la crisis, fueron las IIC de inversión libre, como consecuencia de las restricciones de los *hedge funds* extranjeros en los que habían invertido. Al mismo tiempo, estas instituciones también experimentaron problemas de cierto calibre a la hora de atender al aumento de los reembolsos solicitados. Por ello, y a pesar de la incipiente mejoría que se observó para el conjunto de estas instituciones en los últimos meses de 2009, la recuperación de este segmento continúa demorándose.

En este contexto, la industria de IIC de inversión libre retrocedió con cierta intensidad en el primer semestre de 2010. En concreto, se produjeron tres bajas durante ese periodo, quedando el número total de instituciones en 35. El patrimonio del sector cayó un 8% respecto a la cifra de diciembre de 2009, hasta los 763,9 millones de euros, mientras que el número de partícipes cedió con algo menos de intensidad, un 3,1%, hasta los 5.241. Por el contrario, las IIC de inversión libre mostraron crecimientos de cierta intensidad en sus variables más relevantes. Así, el número de instituciones de este tipo quedó en 30, una más que en 2009, su patrimonio creció un 25%, hasta los 767,2 millones de euros, y el número de partícipes se incrementó un 14%, hasta los 2.192. Sin embargo, la evolución de la rentabilidad agregada de estas instituciones durante este año ha sido desfavorable, pasando de registrar una tasa positiva del 2,2% en el primer trimestre del año al -3,5% en el segundo trimestre.

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

CUADRO 15

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Número	31	40	40	40	40	38	37	35
Partícipes	3.950	8.151	5.321	5.577	5.303	5.321	5.311	5.241
Patrimonio (millones de euros)	1.000,6	1.021,3	810,2	709,5	846,8	810,2	793,9	763,9
Rentabilidad (%)	-0,43	-17,80	7,85	2,59	2,88	0,83	1,72	0,13
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Número	21	24	29	26	27	29	31	30
Partícipes	1.127	1.589	1.917	1.768	1.778	1.917	2.137	2.192
Patrimonio (millones de euros)	445,8	539,4	652	536,9	602,6	652,0	722,4	767,2
Rentabilidad (%)	0,84	-4,82	14,94	8,12	5,21	1,45	2,23	-3,47

Fuente: CNMV.

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

Las perspectivas para la industria de la inversión libre, como las del resto de IIC, no son favorables. El número de instituciones en proceso de liquidación continúa siendo elevado, por lo que no se descarta un retroceso en el patrimonio de estas instituciones a medida que finalicen el proceso de liquidación. Este retroceso puede ser especialmente relevante en el segmento de los fondos de fondos (IIC de IIC de inversión libre). Entre los elementos positivos, cabe destacar la expansión de las IIC de carácter puro en un periodo en el que prácticamente todos los tipos de IIC han mostrado retrocesos de cierta intensidad. En principio, la progresiva normalización de los mercados financieros y la desaceleración en los reembolsos son factores que deben jugar a favor de estas instituciones.

*A corto plazo, el elevado número de instituciones en proceso de liquidación podría tener una incidencia notable en el patrimonio del sector.*

## 4.2 Empresas de servicios de inversión

La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) continúa estando, en líneas generales, notablemente afectada por la crisis, aunque se atisban diferencias palpables entre los distintos tipos de entidades y líneas de negocio. Los beneficios continúan a la baja en el conjunto de las sociedades de valores, pero este descenso tiene su origen, fundamentalmente, en las actividades por cuenta propia. De hecho, las actividades típicas de este negocio (la prestación de servicios de inversión) parecen mostrar una cierta mejoría en los últimos meses. Por el contrario, para el conjunto de las agencias de valores, el beneficio ha tendido a recuperarse como consecuencia de una contención de los gastos de explotación, en un contexto en el que sus ingresos han descendido. Finalmente, destaca la favorable evolución de las sociedades gestoras de cartera tanto en la vertiente de los ingresos percibidos por su actividad ordinaria como en la moderación de sus gastos. Así, la posición de solvencia del sector continúa siendo suficientemente holgada. A continuación se analizan estas tendencias con un mayor grado de detalle.

*La actividad de las ESI continúa estando notablemente afectada por la crisis, aunque existen diferencias importantes entre entidades y líneas de negocio.*

En el caso de las **sociedades de valores**, el beneficio agregado antes de impuestos ascendió a 148 millones de euros durante el primer semestre de 2010, lo que representa un 24,8% menos que en el mismo período de 2009 (véase cuadro 16). Este descenso en los beneficios fue el producto de una caída del margen bruto de un 12% y de un incremento en los gastos de explotación de un 13%. La contribución en el resultado total de otras partidas, como las relacionadas con el deterioro de activos financieros o los elementos de carácter extraordinario, también fue negativa.

*El beneficio agregado de las sociedades de valores se redujo un 25% en el primer semestre del año...*

Las conclusiones del análisis de la evolución de las principales vías de ingresos de las sociedades de valores (margen bruto) no son del todo negativas, en la medida en que su retroceso a nivel agregado está asociado exclusivamente a aquellas actividades que no forman parte de la actividad ordinaria de estas compañías. Así, la caída del margen bruto fue consecuencia del descenso del margen de intereses y de las elevadas pérdidas por diferencias de cambio (producto de la debilidad del euro en el primer semestre del año), mientras que los ingresos percibidos por comisiones netas crecieron más de un 6%, marcando un punto de inflexión respecto al comportamiento observado en los últimos ejercicios. En el conjunto de comisiones percibidas, destaca el avance, en un 12%, de aquéllas relacionadas con la tramitación y ejecución de órdenes en los mercados financieros (las más importantes por su volumen) y con la comercialización de IIC, que crecieron un 17%. Las comisiones percibidas por asesoramiento en materia de inversión retrocedieron un 11%, pero la caída más

*...debido al retroceso de algunas actividades que no forman parte de su actividad ordinaria y a pesar de que los ingresos percibidos por comisiones netas crecieron.*



relevante se produjo en la actividad relacionada con la colocación y el aseguramiento de emisiones, en línea con la atonía de los mercados primarios.

## Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (jun-10)

CUADRO 16

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores			S. gestoras de cartera		
	jun-09	jun-10	% var.	jun-09	jun-10	% var.	jun-09	jun-10	% var.
1. Margen de intereses	98.211	43.915	-55,3	1.679	732	-56,4	247	165	-33,2
2. Comisiones netas	263.559	279.871	6,2	63.582	56.876	-10,6	5.175	5.967	15,3
2.1. Comisiones percibidas	393.081	423.657	7,8	72.250	65.412	-9,5	10.653	11.440	7,4
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	274.323	306.583	11,8	30.001	21.791	-27,4	-	-	-
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	21.567	2.906	-86,5	1.081	610	-43,5	-	-	-
2.1.3. Depósito y anotación de valores	7.911	11.218	41,8	166	186	12,3	-	-	-
2.1.4. Gestión de carteras	4.858	6.366	31,0	9.284	8.808	-5,1	8.995	9.218	2,5
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	27.581	24.477	-11,3	890	1.291	45,0	1.316	1.921	46,0
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	6	7	8,7	0	115	-	-	-	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	10	5	-50,5	3	10	286,2	-	-	-
2.1.8. Comercialización de IIC	27.509	32.261	17,3	10.010	12.004	19,9	7	26	245,7
2.1.9. Otras	29.317	39.834	35,9	20.816	20.596	-1,1	335	275	-17,9
2.2. Comisiones satisfechas	129.523	143.785	11,0	8.668	8.536	-1,5	5.479	5.473	-0,1
3. Resultado de inversiones financieras	51.163	76.990	50,5	102	-104	-	25	65	156,9
4. Diferencias de cambio netas	-5.749	-38.210	-564,6	113	278	145,8	13	16	17,7
5. Otros productos y cargas de explotación	6.132	1.437	-76,6	-402	-654	-62,7	-261	-173	33,8
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>413.316</b>	<b>364.004</b>	<b>-11,9</b>	<b>65.074</b>	<b>57.128</b>	<b>-12,2</b>	<b>5.200</b>	<b>6.040</b>	<b>16,2</b>
6. Gastos de explotación	185.780	209.760	12,9	61.891	50.836	-17,9	4.597	4.543	-1,2
7. Amortizaciones y otras dotaciones	5.143	1.776	-65,5	1.249	1.430	14,5	95	86	-9,1
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	36.436	3.159	-91,3	16	-32	-	0	0	-
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>185.957</b>	<b>149.310</b>	<b>-19,7</b>	<b>1.919</b>	<b>4.894</b>	<b>155,1</b>	<b>508</b>	<b>1.411</b>	<b>177,9</b>
9. Otras ganancias y pérdidas	11.395	-929	-	110	551	403,0	-15	-6	56,8
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>197.353</b>	<b>148.381</b>	<b>-24,8</b>	<b>2.028</b>	<b>5.445</b>	<b>168,5</b>	<b>493</b>	<b>1.405</b>	<b>184,9</b>
10. Impuesto sobre beneficios	24.057	16.200	-32,7	1.904	1.003	-47,3	202	234	16,2
<b>RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS</b>	<b>173.296</b>	<b>132.181</b>	<b>-23,7</b>	<b>125</b>	<b>4.443</b>	<b>3.458,4</b>	<b>291</b>	<b>1.170</b>	<b>301,5</b>
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-	0	0	-
<b>RESULTADO NETO DEL EJERCICIO</b>	<b>173.296</b>	<b>132.181</b>	<b>-23,7</b>	<b>125</b>	<b>4.443</b>	<b>3.458,4</b>	<b>291</b>	<b>1.170</b>	<b>301,5</b>

Fuente: CNMV.

*Por el contrario, el beneficio agregado de las agencias de valores se incrementó...*

*...como consecuencia de una reducción de los gastos más intensa que el retroceso de los principales ingresos,...*

*...que fue especialmente notoria en la partida de gastos de personal.*

*El beneficio de las sociedades gestoras de cartera creció por el buen comportamiento tanto de ingresos como de gastos.*

Por su parte, las **agencias de valores** obtuvieron un beneficio agregado antes de impuestos de 5,4 millones de euros en el primer semestre de 2010 (véase cuadro 16), sustancialmente por encima de los dos millones obtenidos en el mismo periodo de 2009, pero aún muy por debajo de los 16 millones alcanzados en junio de 2008.

Como se observa en el cuadro 16, la recuperación del beneficio de estas entidades fue el resultado de una reducción de los gastos de explotación más intensa que el retroceso de los principales ingresos. De hecho, las comisiones netas percibidas por las agencias de valores cayeron cerca de un 11% en el primer semestre del año, debido a la menor recaudación en las líneas principales de negocio, con la excepción de aquellos ingresos percibidos por comercialización de IIC.

Los gastos de explotación descendieron cerca de un 18% por la reducción de los gastos de personal, que cayeron un 15% como resultado del reajuste de las plantillas. Los beneficios por recuperación de provisiones y otras partidas de carácter extraordinario también contribuyeron positivamente al incremento de los beneficios antes de impuestos.

Finalmente, las **sociedades gestoras de cartera** obtuvieron unos beneficios antes de impuestos entre enero y junio de 2010 de 1,4 millones de euros, casi tres veces más que en 2009. El crecimiento de los beneficios estuvo asociado al buen compor-



tamiento de las comisiones netas, que aumentaron un 15%, y a la contención de los gastos de explotación, que retrocedieron un 1,2%. En el conjunto de comisiones percibidas destaca el crecimiento en un 2,5% de la principal fuente de ingresos de estas entidades, que son las comisiones asociadas a la gestión de carteras y, especialmente, el de aquéllas percibidas en materia de asesoramiento financiero, que aumentaron en un 46%.

#### **Recuadro 6: “Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad”**

Tal y como recoge el Plan de Actividades para el 2010<sup>1</sup>, la CNMV está en estos momentos poniendo especial énfasis en fomentar la transparencia y mejorar la comunicación entre los distintos agentes que participan en los mercados. Entre las actuaciones previstas en estos ámbitos, se incluye la publicación de pautas sobre buenas prácticas en materia de evaluación de la conveniencia y la idoneidad en la comercialización de instrumentos financieros.

En el marco de estas áreas de actuación, el pasado 17 de junio la CNMV hizo pública una guía para el análisis de la conveniencia y la idoneidad en la prestación de servicios de inversión a clientes minoristas<sup>2</sup>. La guía tiene por finalidad transmitir al sector pautas adecuadas para el cumplimiento de la normativa aplicable, facilitando su comprensión y la adaptación de las entidades a la misma. A continuación se recogen los principales aspectos que se desarrollan en la Guía.

##### **Análisis de la conveniencia**

Se revisa el concepto de “iniciativa”, determinante para establecer cuándo es necesario evaluar la conveniencia en el caso de productos no complejos. Así, se señala que un servicio de inversión se presta a iniciativa de la entidad cuando el cliente lo solicite en respuesta a una comunicación personalizada procedente de la empresa, que establece contacto directo y personal con el mismo, por cualquier medio. Dicha comunicación debe contener una invitación o pretende influir en el cliente con respecto a un instrumento financiero específico o a una operación específica.

En las evaluaciones de conveniencia, para determinar que la experiencia previa del cliente es suficiente, será necesario que las posiciones vivas o las operaciones realizadas con anterioridad se refieran a los mismos instrumentos financieros o a otros de características similares a los que se está evaluando, que tal experiencia se fundamente en más de una operación y que no haya transcurrido un periodo de tiempo prolongado desde que se produjo la operativa previa.

La Guía recoge asimismo determinadas cautelas en relación con la valoración del nivel general de formación y experiencia profesional y el grado de familiaridad del cliente con los diferentes tipos de instrumentos financieros. Así, por ejemplo, a un cliente sin experiencia inversora previa le podría resultar conveniente la adquisición de un producto no complejo si cuenta con una cierta formación, con experiencia profesional o si sus características y los riesgos asumidos le resultan familiares.

La Guía también incluye otras cuestiones prácticas referidas a las pautas para el establecimiento de cuestionarios y la forma de realizar las oportunas advertencias

al cliente. La entidad debe poder acreditar, en todo caso, la evaluación de conveniencia realizada. Cuando la entidad utilice cuestionarios para obtener de los clientes la información necesaria, podrá realizarlos por escrito recabando la firma del cliente o utilizar otro soporte que permita dejar constancia fehaciente de la evaluación realizada. Las entidades deben poner especial atención en la elaboración y valoración de los resultados de los citados cuestionarios, de forma que no se produzcan incoherencias y sesgos que desvirtúen el análisis de conveniencia.

Asimismo, la entidad debe poder acreditar que hizo las oportunas advertencias al cliente, que serán diferentes según se trate de una situación de “sólo ejecución”, de que el producto se estime no conveniente o de que resulte imposible realizar el análisis de conveniencia por falta de datos. El texto de la advertencia será conciso y comprensible y revelará claramente al cliente el mensaje que la entidad debe transmitir en cada caso.

Por último, la Guía enfatiza que las entidades tienen el deber de actuar en el mejor interés del cliente en el ámbito de la conveniencia. En particular, si una entidad contacta con un cliente para ofrecerle un instrumento financiero complejo, disponiendo de información previa no desfasada relativa a la evaluación de la conveniencia que le permita presumir razonablemente que el citado instrumento no es conveniente para el cliente, aunque realice la correspondiente advertencia, se considerará que la entidad no se ha comportado con la diligencia y la transparencia exigibles.

### **Análisis de la idoneidad**

La Guía describe determinadas características que podrían permitir diferenciar distintos contextos en los que puede prestarse el servicio de asesoramiento en materia de inversión, a efectos de graduar las exigencias normativas y las implicaciones del deber de actuar en el mejor interés del cliente, tales como la periodicidad con la que se presta el servicio y la realización o no de un seguimiento de las recomendaciones formuladas.

Así, el documento recuerda que la gestión de la cartera o las recomendaciones en el ámbito del asesoramiento deben ser coherentes con los aspectos analizados. En particular, las recomendaciones o decisiones de inversión sobre la cartera gestionada deben adaptarse, en todo caso, a los objetivos de inversión del cliente. No obstante, aunque el cliente esté dispuesto a asumir elevados niveles de riesgo, si esto no le resulta asumible desde el punto de vista financiero o se estima que no comprende suficientemente la naturaleza y riesgos de la inversión planteada, las entidades deben tener en cuenta estos factores a la hora de realizar la recomendación o gestionar la cartera.

Se destacan asimismo otras cuestiones relativas a la valoración de los objetivos de inversión, como la necesidad de establecer variables o parámetros comprensibles para los clientes, la posible consideración del riesgo global de la cartera frente a los riesgos individuales de los instrumentos que la componen y la posible graduación del análisis y valoración de los conocimientos y experiencia en función del servicio prestado, al considerar que en el caso de la gestión de carteras estos aspectos resultan menos relevantes.

Como en el caso de los análisis de conveniencia, la Guía establece que las entidades deben poder acreditar la evaluación de la idoneidad realizada y facilita pautas

respecto al establecimiento de los cuestionarios en los mismos términos expuestos anteriormente.

Por último, se señala que las entidades deben contar con procedimientos para asegurarse de que disponen de información sobre sus clientes para evaluar la idoneidad que no esté desfasada y que los cambios, actualizaciones o revisiones que se hayan producido sobre los distintos aspectos que se deben analizar estén debidamente documentados y acreditados.

- 1 Disponible en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/PlanActividad/PlanActividades2010web.pdf>
- 2 Disponible en <http://www.cnmv.es/porta1/verDoc.axd?t={ab8acb8a-dfb2-4200-9863-ee3708d0da86}>

Siguiendo la tendencia de los resultados, la **rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios**<sup>19</sup> (ROE) para el conjunto de ESI descendió en el segundo trimestre del año, aunque de forma menos intensa que en 2009 (véase gráfico 19). Este descenso de la rentabilidad fue producto de la caída del rendimiento de las sociedades de valores, que pasó del 21,4% en junio de 2009 hasta el 15,5% en el mismo semestre de 2010. Por el contrario, tanto las agencias de valores como las sociedades gestoras de cartera mostraron aumentos significativos en sus rentabilidades (del 5,7% al 9% en las primeras y del 3,2% hasta el 7,2% en las segundas).

La descomposición de la variación de la rentabilidad del conjunto de empresas de servicios de inversión muestra diferencias interesantes entre los años 2009 y 2010. Como se observa en el gráfico 19 (panel derecho), la caída de la rentabilidad de las ESI en 2009 estuvo básicamente marcada por el descenso del apalancamiento y por la pérdida de eficiencia de las entidades<sup>20</sup>. Sin embargo, la reducción de la rentabilidad a lo largo de 2010, bastante más moderada, está asociada a tres elementos: el descenso de la productividad de los activos, una cierta pérdida de eficiencia de las entidades, y el efecto negativo de los elementos de carácter extraordinario de la cuenta de resultados.

*La rentabilidad sobre fondos propios de las ESI descendió nuevamente, aunque de forma menos intensa que en 2009,...*

*...debido a un cierto retroceso en la productividad de los activos y en la eficiencia de las entidades.*

19 El ROE se ha calculado como:

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

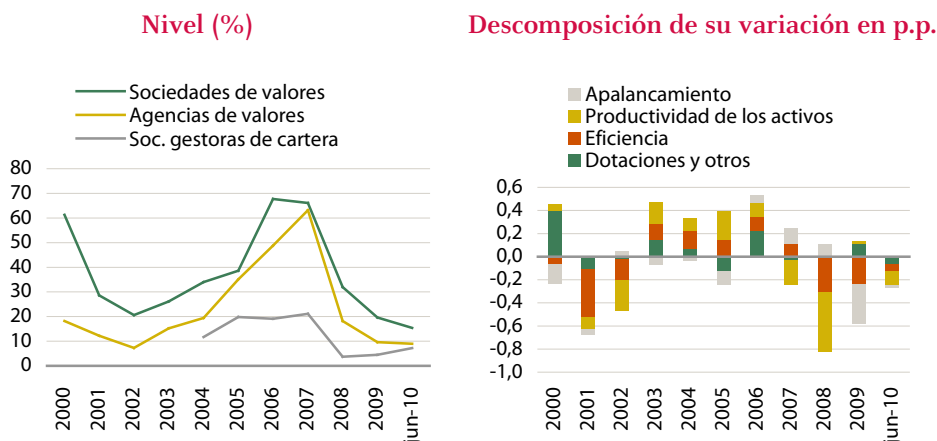
donde:

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

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

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

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



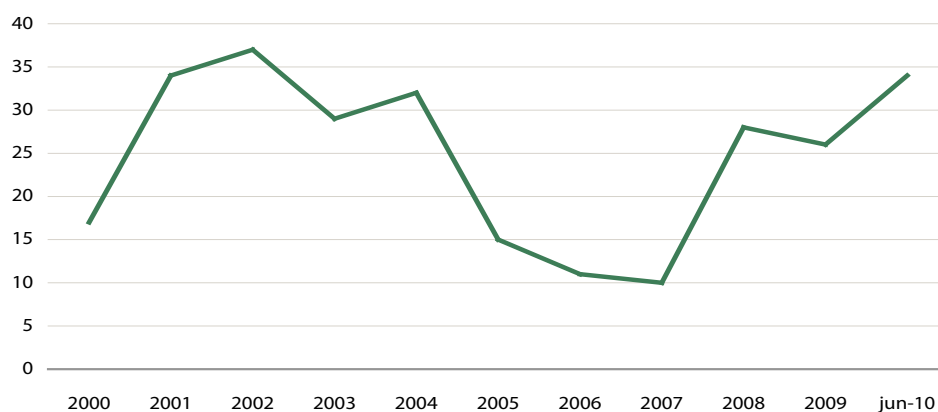
Fuente: CNMV.

*El número de entidades en pérdidas ha seguido aumentando en 2010.*

El número de entidades en pérdidas (antes de impuestos) ha continuado ascendiendo durante el primer semestre del año, desde las 26 a finales de 2009 hasta las 34 en junio de 2010 (32 en junio de 2009, véase gráfico 20). De las 34 entidades en pérdidas que había en esa fecha, 15 eran sociedades de valores, 16 eran agencias de valores y tres eran sociedades gestoras de cartera (un año antes esta distribución contenía once sociedades de valores, 23 agencias de valores y dos sociedades gestoras de cartera). El volumen agregado de las pérdidas de estas entidades ascendió a 12,4 millones de euros, lo que supone cerca del 8% del beneficio total agregado antes de impuestos del sector.

### Número de ESI en pérdidas

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

*Las condiciones de solvencia del sector continúan siendo holgadas...*

En cuanto a las condiciones de solvencia del sector, éstas continúan siendo holgadas y, en líneas generales, apenas han sufrido variaciones durante este primer año tras la entrada en vigor de la nueva normativa de solvencia (Circular 12/2008 sobre solvencia de las ESI). Aún así, se aprecia un descenso en el margen de solvencia respecto a los años anteriores, en la medida en que han aumentado los recursos propios exigibles como consecuencia de los nuevos requerimientos por riesgo operacional.

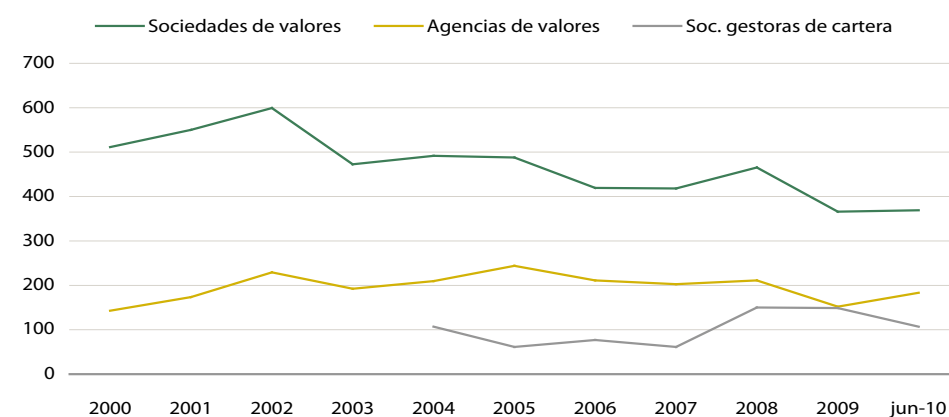
...especialmente en el conjunto de las sociedades de valores.

Al finalizar el primer semestre de 2010, el exceso de recursos propios de las sociedades de valores era 3,7 veces superior al volumen de recursos exigidos (igual que en el cierre de 2009 y ligeramente por encima de las 3,5 veces registradas en junio de 2009), mientras que el de las agencias de valores era 1,8 veces superior a lo exigido (frente al 1,9 de un año antes, y al 1,5 de diciembre de 2009) y el de las sociedades gestoras de cartera sufrió un fuerte retroceso desde las 1,9 veces de junio de 2009 hasta las 1,1 del mismo mes de 2010 (véase gráfico 21). Como dato positivo, cabe destacar que a 30 de junio de 2010 ninguna empresa de servicios de inversión mostraba déficit de recursos propios. De las cinco entidades con déficit de solvencia a diciembre de 2009, cuatro de ellas se dieron de baja y la restante consiguió retornar al cumplimiento de la normativa a partir de un plan de viabilidad adecuado.

### Margen de solvencia de las ESI

GRÁFICO 21

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



Fuente: CNMV.

Las perspectivas para el conjunto de ESI son ligeramente más optimistas que en trimestres anteriores como consecuencia de la, todavía tímida, recuperación que se observa en los ingresos percibidos en algunas de las líneas de negocio más relevantes, como aquéllas relacionadas con la contratación en los mercados, y la tendencia a la contención de los gastos, especialmente en el caso de las agencias de valores y de las sociedades gestoras de cartera. En el caso de las sociedades de valores, el impacto de los elementos que están repercutiendo de forma más negativa en la cuenta de resultados, que son el margen de intereses y las diferencias de cambio, previsiblemente tenderá a disiparse en los próximos trimestres, por lo que la caída de los beneficios tenderá también a atenuarse. Algo más complicada resulta la situación de las agencias de valores, para las que aún no se observa una recuperación relevante en su actividad de prestación de servicios. En términos generales, la continuidad del proceso de recuperación de la contratación en los mercados respaldaría la recuperación de la cuenta de pérdidas y ganancias de estas entidades en su conjunto. Finalmente, es preciso señalar que a pesar de que en los últimos meses se han producido algunas bajas de ESI, todavía se percibe un cierto exceso de capacidad del sector.

*Las perspectivas para las ESI son algo más optimistas como consecuencia de la incipiente recuperación de algunas líneas de negocio relevantes.*

### 4.3 Sociedades gestoras de IIC

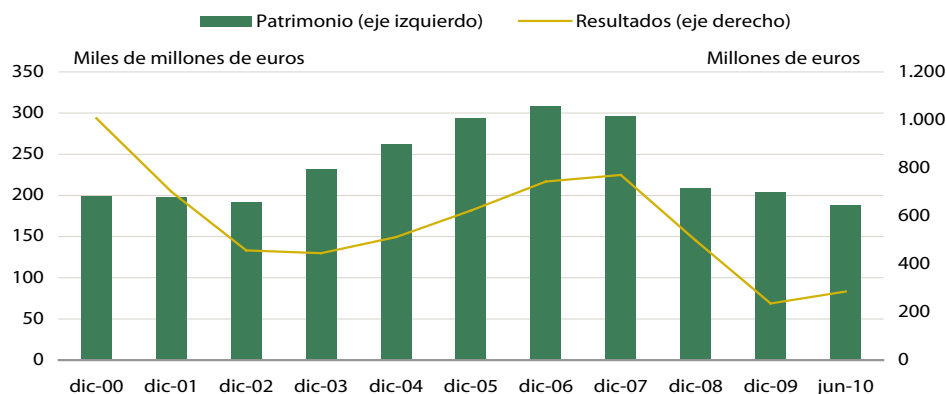
Los datos agregados de las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) correspondientes al primer semestre de 2010 muestran que el patrimonio gestionado por estas institu-

El patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC descendió un 7,5% en el primer semestre del año,...

ciones descendió un 7,5%, hasta los 188 mil millones de euros. La caída del patrimonio gestionado, cercana a los 15 mil millones respecto a las cifras de diciembre de 2009, fue muy superior a la experimentada en el conjunto de 2009 (algo más de 5 mil millones de euros), si bien permanece alejada del fuerte retroceso de la industria en 2008, cuando el patrimonio gestionado por estas instituciones cayó en 87 mil millones de euros (véase gráfico 22 y cuadro 18).

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

GRÁFICO 22



Fuente: CNMV. Datos hasta junio de 2010. El dato de resultados de junio de 2010 ha sido anualizado.

...pero sus beneficios se incrementaron ligeramente.

A pesar del descenso del patrimonio gestionado, los beneficios agregados antes de impuestos de estas instituciones en la primera mitad del año ascendieron a 285 millones de euros (en términos anualizados), una cifra superior a los 236 del conjunto de 2009. Las comisiones de gestión percibidas por las entidades se mantuvieron relativamente estables en valores cercanos al 0,85% del patrimonio de junio de 2010. El número de entidades en pérdidas se incrementó desde 31 en 2009 hasta 37 en junio de 2010 (además de una entidad adicional en pérdidas que se dio de baja). La rentabilidad agregada sobre fondos propios (anualizada) repuntó levemente desde el 16,7% en diciembre de 2009 hasta el 19,4% en junio de 2010, en línea con el incremento de los beneficios.

### Sociedades gestoras de IIC: resultados antes de impuestos y ROE

CUADRO 17

Importes en millones de euros

	Resultados antes de impuestos	ROE antes de impuestos (%)
2001	701,7	72,9
2002	457,1	50,1
2003	445,4	50,1
2004	512,2	57,3
2005	622,8	66,2
2006	744,0	68,9
2007	771,1	60,5
2008	497,8	36,8
2009	235,9	16,7
2010 (junio <sup>1</sup> )	285,4	19,4

Fuente: CNMV.

1 Los datos de junio han sido anualizados.

El retroceso de la industria de la inversión colectiva en la primera mitad de este año ha elevado sustancialmente la incertidumbre sobre las perspectivas de las sociedades gestoras de estas instituciones. El modesto aumento en los beneficios de las SGIIC a lo largo de este periodo podría carecer de continuidad, al estar estrechamente ligado al cambio en la importancia relativa de las diferentes vocaciones de fondos (a favor de las de renta variable, que tradicionalmente están asociadas a comisiones de gestión más elevadas). Lo cierto es que más del 30% de estas instituciones se mantiene en una situación de pérdidas, por lo que no se puede descartar un proceso de reestructuración del sector que reduzca su exceso de capacidad. Finalmente, la tarea de racionalizar la oferta de fondos de inversión y la de ganar eficiencia a través de la reducción de costes deben seguir siendo objetivos prioritarios para las sociedades gestoras de IIC.

*El retroceso de la industria de la inversión colectiva ha elevado la incertidumbre sobre las perspectivas de estas instituciones, mientras que se percibe un cierto exceso de capacidad en el sector.*

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

CUADRO 18

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) <sup>1</sup>
2000	198.280	2.869	1,45	63,5
2001	198.115	2.465	1,24	65,8
2002	192.099	2.259	1,18	72,7
2003	231.458	2.304	1,00	73,8
2004	262.132	2.670	1,02	73,6
2005	293.973	2.976	1,01	72,2
2006	308.476	3.281	1,06	71,5
2007	295.922	3.194	1,08	70,5
2008	209.014	2.302	1,10	70,8
2009	203.379	1.702	0,84	68,6
2010 (junio <sup>2</sup> )	188.159	1.636	0,86	68,5

Fuente: CNMV.

- 1 Relación entre los gastos por comisiones de comercialización de fondos y los ingresos por comisiones de gestión de IIC.
- 2 Los datos de ingresos por comisiones y la comisión media de gestión están anualizados.

#### 4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo

Según el registro de entidades de capital-riesgo (ECR) de la CNMV, desde final de 2009 hasta el 31 de agosto de 2010, se registraron diez nuevas entidades de capital-riesgo (cuatro fondos y seis sociedades) y se dio de baja una sociedad de capital-riesgo. Así, el número total de entidades quedaba en 337, de las cuales 105 eran fondos de capital-riesgo (FCR), 158 eran sociedades de capital-riesgo (SCR) y 74 eran sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo (SGEGR).

*Continúan aumentando las entidades de capital-riesgo registradas en la CNMV.*

	Situación a 31/12/2009	Altas	Bajas	Situación a 15/09/2010
<b>Entidades</b>	<b>328</b>	<b>10</b>	<b>1</b>	<b>337</b>
Fondos de capital-riesgo	101	4	0	105
Sociedades de capital-riesgo	153	6	1	158
Sociedades gestoras de ECR	74	0	0	74

Fuente: CNMV.

*El patrimonio de los fondos de capital-riesgo, que está mayoritariamente en manos de inversores institucionales, aumentó un 16,5% en 2009.*

Las estadísticas anuales sobre las entidades inscritas en la CNMV revelan que el patrimonio total de los FCR ascendió en 2009 a un total de 3.177 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 16,5% respecto a las cifras de 2008 (véase cuadro 20). La distribución del patrimonio por tipo de inversor revela que la mayor participación corresponde a inversores institucionales, que incluso en el último año habrían incrementado su importancia relativa en el total. Así, el porcentaje del patrimonio de los FCR en manos de personas jurídicas pasó del 93,2% en 2008 al 95,6% en 2009, mientras que el de las personas físicas pasó del 6,8% al 4,4% en 2009 en los mismos periodos. En el conjunto de personas jurídicas, las entidades de crédito, particularmente las cajas de ahorro, son las que ostentan la mayor participación, que se mantuvo estable en el 22% a lo largo de 2009. Le siguen en importancia las sociedades no financieras (14,4%), las Administraciones Públicas (12,2%), los fondos de pensiones (11,2%) y, finalmente, las entidades foráneas, con un 10%.

*Por su parte, el capital social de las SCR se situó en 4.170 millones de euros en 2009, lo que supone prácticamente la misma cifra que en 2008, lo que supuso una cierta estabilización de los descensos mostrados en ejercicios anteriores.*

Por su parte, el capital social de las SCR se situó en 4.170 millones de euros en 2009, lo que supone prácticamente la misma cifra que en 2008, lo que supuso una cierta estabilización de los descensos mostrados en ejercicios anteriores. Los mayores suscriptores de capital de estas entidades siguen siendo las empresas no financieras, si bien su importancia relativa ha descendido desde el 46% en 2008 hasta el 36% en 2009. Por el contrario, las entidades de crédito, particularmente las cajas de ahorro, han incrementado notablemente su presencia en estas entidades (desde el 23% al 33% del capital de las mismas).

*Los activos totales de las entidades de capital-riesgo crecieron un 1,1% en 2009, mientras que el volumen invertido se incrementó un 8%.*

Los activos totales de las ECR crecieron un 1,1% a lo largo de 2009, hasta alcanzar los 9.896 millones de euros. De ellos, el 74% correspondía a SCR y el 26% a FCR. Del total del activo, las ECR mantenían invertido en actividades de capital-riesgo un volumen de 6.190 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 8% respecto a 2008. Del total invertido, el 76% correspondía a inversiones de las SCR y el resto a inversiones de los FCR. El apalancamiento del sector (calculado como la ratio de acreedores a largo plazo sobre el pasivo total) aumentó para el conjunto de entidades de capital-riesgo desde el 4,7% hasta el 5,8%, si bien se observan diferencias palpables entre entidades. El apalancamiento de los FCR se mantuvo en niveles mínimos (pasó del 0,1% al 0,2%), mientras que el de las SCR pasó del 6,1% al 7,7%.



Importes en millones de euros	FCR		SCR	
	2008	2009	2008	2009
<b>Personas físicas</b>				
Residentes	185,47	138,00	68,76	66,54
No residentes	1,15	1,65	0,55	0,57
<b>Personas jurídicas</b>				
Bancos	202,49	207,70	530,25	551,92
Cajas de ahorros	413,18	488,37	438,10	819,37
Fondos de pensiones	295,84	356,91	24,20	27,19
Compañías de seguros	59,06	77,09	15,85	15,83
Sociedades y agencias de valores	-	-	0,88	0,89
Instituciones de inversión colectiva	32,58	22,39	10,31	8,20
Entidades de capital-riesgo nacionales	31,26	49,46	39,55	85,41
Entidades de capital-riesgo extranjeras	123,65	247,67	7,98	50,53
Administraciones públicas	310,66	386,46	120,43	132,44
Fondos soberanos	20,27	26,02	-	-
Otras empresas financieras	281,85	263,84	680,06	717,56
Empresas no financieras	391,87	455,92	1.914,95	1.500,53
Entidades extranjeras	286,04	347,26	32,69	36,34
Otros	91,41	108,15	290,94	156,43
<b>TOTAL</b>	<b>2.726,78</b>	<b>3.176,89</b>	<b>4.175,49</b>	<b>4.169,74</b>

Fuente: CNMV.

Los datos facilitados por la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (AS-CRI) para el primer semestre de 2010 revelan que el sector ha dado ciertas señales de reactivación, después de marcar mínimos en 2009. Así, el volumen de inversión del sector alcanzó los 1.091 millones de euros en este periodo, lo que supone un crecimiento del 43% en términos interanuales. El número total de operaciones cerradas descendió un 10% respecto a 2009, si bien se observa un incremento notable en el número de operaciones nuevas. En cuanto a la fase preferente de la inversión, el 45% del volumen de inversión se dirigió a empresas en expansión. Por su parte, las operaciones apalancadas concentraron el 25% de la inversión del sector, lo que supone una clara ruptura del patrón observado en los últimos años. En cuanto al destino de estos fondos, los sectores que más volumen de inversión recibieron fueron comunicaciones (32%), transporte (19%), energía y recursos naturales (12%) y productos de consumo (10%).

En conjunto, todas las variables de relevancia para el análisis del sector de capital-riesgo revelan que en 2010 parece haber comenzado un proceso de reactivación, que coincide con la mejora registrada en otros países europeos, tras varios ejercicios de retroceso en los que las dificultades de acceso a la financiación han sido clave a la hora de condicionar los volúmenes de inversión del sector y, particularmente, la ejecución de operaciones de mayor tamaño. Las perspectivas para el sector son moderadamente favorables por el hecho de que no se observan graves problemas de liquidez en estas entidades y porque el crecimiento de las operaciones apalancadas y de las de mayor tamaño sugiere que las entidades financieras han comenzado a reactivar, aún desde niveles reducidos, el flujo de crédito hacia aquellos proyectos que se valoran positivamente.

*Los datos de ASCRI revelan que el sector ha dado señales de reactivación en la primera mitad de 2010.*

*El crecimiento de las operaciones apalancadas y las de mayor tamaño sugiere que las entidades financieras han comenzado a reactivar el crédito hacia estas actividades.*



## II Informes y análisis



# **Evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en el segundo semestre de 2009**

**Óscar Casado, José María Fernández y Alejandro Romera (\*)**

\* Óscar Casado, José María Fernández y Alejandro Romera pertenecen al Departamento de Informes Financieros y Contables de la CNMV.



# 1 Introducción

En este artículo se analizan las principales magnitudes de la información periódica<sup>1</sup> que los emisores han comunicado a la CNMV referida al segundo semestre de 2009. Dicha información se refiere a los resultados, la posición financiera, los flujos de efectivo, el número de empleados y los dividendos distribuidos.

Las entidades analizadas, que ascienden a 197, pertenecen a los siguientes sectores: energía (12 entidades); comercio y servicios (45 entidades); construcción e inmobiliario (33 entidades); industria (56 entidades); bancos (12 entidades); cajas de ahorro (37 entidades); y entidades de seguros (2 entidades).

El análisis tiene en cuenta las siguientes consideraciones:

- Los datos analizados se obtienen de los informes financieros periódicos<sup>2</sup>, consolidados o individuales, remitidos a la CNMV por los emisores de acciones e instrumentos de deuda<sup>3</sup> cotizados en un mercado regulado español, cuando España sea Estado Miembro de origen.
- Las cifras agregadas excluyen a los emisores que son dependientes de otro grupo cotizado. Sin embargo, cuando esos emisores desarrollan su actividad en un sector distinto al de su sociedad dominante, sus magnitudes financieras se integran en las de su sector.
- Los datos correspondientes a periodos distintos al segundo semestre de 2009 se han extraído de una muestra representativa de las entidades cotizadas en el periodo de referencia.

En la sección 2 de este artículo se analiza la evolución, desde el año 2005, del importe neto de la cifra de negocios; en las secciones 3 y 4, el comportamiento de los resultados y la rentabilidad del patrimonio y de las inversiones, respectivamente; la sección 5 se refiere al endeudamiento de las entidades no financieras; las secciones 6, 7 y 8 recogen la evolución de los flujos de efectivo, 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 cuyos 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.

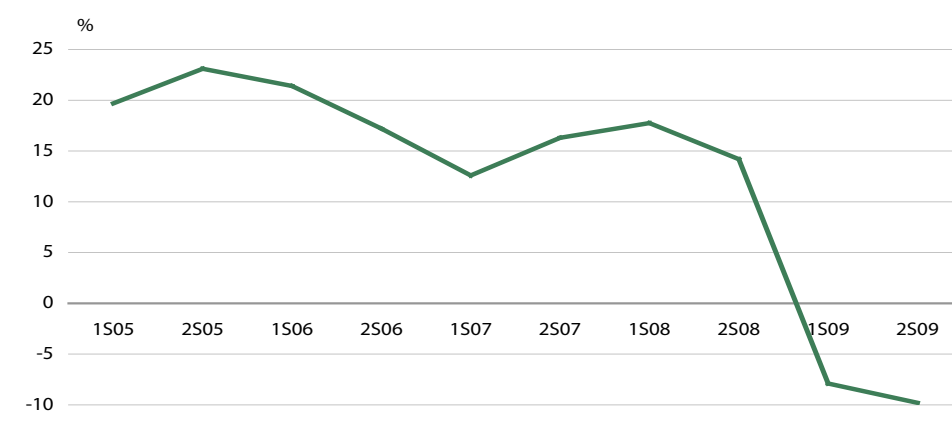
3 Excepto las entidades que han emitido participaciones preferentes y otras sociedades instrumentales constituidas para la emisión de valores de renta fija y el ICO.

## 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<sup>4</sup> para el periodo comprendido entre el primer semestre de 2005 y el segundo semestre de 2009. La tasa de variación interanual del ejercicio 2009 es negativa (-9,8%), rompiendo la tendencia de crecimiento de los últimos ejercicios. Cabe destacar, en particular, la evolución negativa de la cifra de negocios de las entidades de crédito, que ha disminuido un 16,6% en 2009 con respecto al ejercicio anterior. No obstante, la información disponible en el primer trimestre de 2010, relativa a las principales entidades de la muestra<sup>5</sup> indica una cierta recuperación de la cifra de negocios, que, de acuerdo a estos datos, habría crecido, en términos netos agregados, a una tasa interanual del 7,6%.

Tasas de variación del importe neto de la cifra de negocios

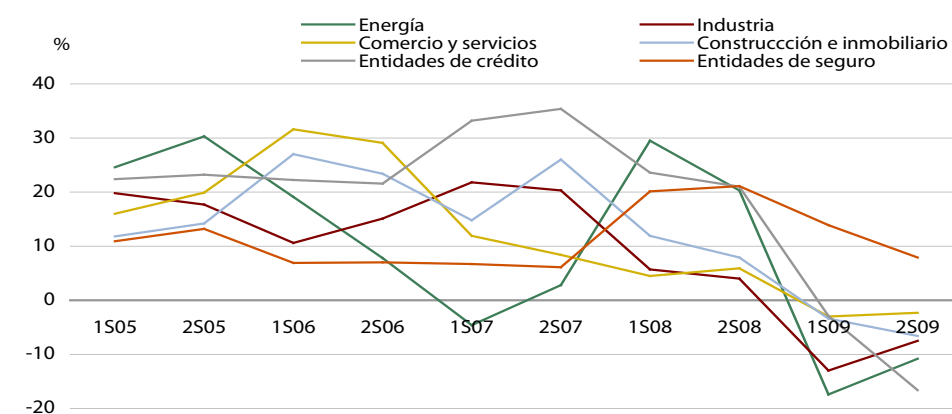
GRÁFICO 1



Fuente: Elaboración propia.

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

GRÁFICO 2



Fuente: Elaboración propia.

4 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 de seguros, el importe de las primas imputadas al ejercicio, netas de reaseguro, de vida y no vida.

5 Se ha tomado una muestra de 60 entidades, entre las que se incluyen la totalidad de las sociedades del Ibex 35 cuyo Estado Miembro de origen es España.



En el gráfico 2 se presenta la evolución de la cifra de negocios para las distintas ramas de actividad. Por sectores, los aspectos más destacados son los siguientes:

- **Energía.** El importe neto de la cifra de negocios disminuyó, en términos interanuales, un 10,8%, debido a la caída del precio medio del crudo (descenso del 36,6% del precio medio del barril *brent* y del 39,1% del precio medio del *pool* eléctrico). Adicionalmente se ha producido una caída generalizada de la demanda. Con todo, el descenso interanual en diciembre de 2009 fue inferior, en porcentaje, al observado al finalizar el primer semestre del año.
- **Industria.** En el ejercicio 2009 se registró una caída interanual del importe neto de la cifra de negocios del 7,5%, que refleja el descenso de la demanda de bienes industriales y de materiales auxiliares de la construcción. Este sector ha intentado ajustar la producción a la nueva demanda adoptando diversas medidas entre las que se encuentran el cierre temporal de algunas plantas y la aplicación de expedientes de regulación de empleo. No obstante, como en el caso de la energía, el descenso interanual de la cifra de negocios observado en diciembre fue inferior, en porcentaje, al observado en el primer semestre.
- **Comercio y servicios.** Este sector registró la menor tasa de decrecimiento del importe neto de la cifra de negocios entre las entidades cotizadas no financieras en el ejercicio 2009, al situarse ésta en un 2,3%. La evolución de las empresas de este sector fue dispar, aunque la mayoría experimentó una disminución en su cifra de ventas debido a la caída del consumo.
- **Construcción e inmobiliario.** La disminución en un 6,6% de la cifra de negocios agregada de ambos sectores es el resultado de descensos del 37,5% en el sector inmobiliario, donde se acentuó la tendencia negativa de los últimos periodos, y del 3,5% en el sector de la construcción. En ambos sectores, los descensos registrados a cierre del ejercicio fueron mayores que los observados en el primer semestre de 2009 (18,2% en el sector inmobiliario y 2,2% en el de la construcción).

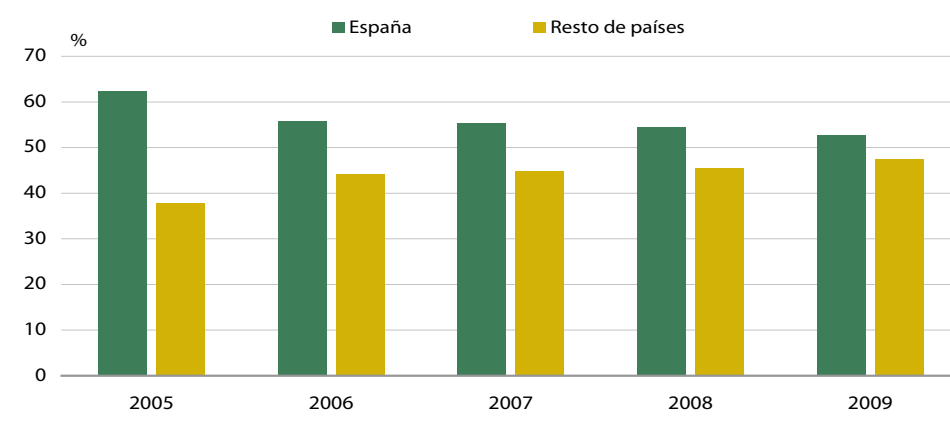
La disminución del importe neto de la cifra de negocios de las empresas del sector de la construcción se debió, fundamentalmente, a los menores ingresos en la actividad constructora nacional y al impacto de la apreciación del euro frente a la libra esterlina.

- **Entidades de crédito.** Como se ha indicado, en el ejercicio 2009 el volumen agregado de ingresos por intereses y rendimientos asimilados registrado por el conjunto de las entidades de crédito disminuyó un 16,6% con respecto al año anterior. Esta variación se justifica, fundamentalmente, por la crisis económica y la caída de los tipos de interés iniciada a finales del ejercicio 2008, que en el segundo semestre de 2009 alcanzaron mínimos históricos. El impacto es mayor en las cajas de ahorro que en los bancos, con caídas del 23,9% y el 12,7%, respectivamente.
- **Empresas de seguros.** En contra de la tendencia generalizada, el importe de las primas imputadas al ejercicio, netas de reaseguro, ha experimentado un crecimiento en el ejercicio 2009 del 7,9% debido a la expansión del negocio en el extranjero (especialmente en América del Sur).

En el gráfico 3 se muestra la distribución geográfica de la cifra de negocios de las entidades no financieras desde 2005 hasta el ejercicio 2009. En el ejercicio 2009 ha seguido aumentando el peso relativo de la cifra de negocios que se obtiene fuera de España, lo que puede reflejar la intensidad de la desaceleración económica en el mercado interior comparada con otros mercados internacionales. El porcentaje de la cifra de negocios procedente de los negocios en el extranjero se ha incrementado en 2009 1,9 puntos porcentuales respecto al cierre del ejercicio 2008, hasta situarse en el 47,4%.

**Distribución geográfica del importe neto de la cifra de negocios**

GRÁFICO 3



Fuente: Elaboración propia.

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 observa en el mismo, la actividad exterior continuó ganando peso durante el ejercicio 2009, especialmente en el sector de la industria y en el de la construcción e inmobiliario, lo que refleja la debilidad relativa de la demanda interna y, en particular, de la actividad constructora nacional.

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

CUADRO 1

	2005	2006	2007	2008	2009
Energía	32,7	37,8	41,8	42,5	43,3
Industria	56,2	59,8	55,2	59,3	62,6
Comercio y servicios	44,1	54,8	52,3	50,1	51,1
Construcción e inmobiliario	23,1	28,9	33,2	36,2	38,4
Subtotal no financiero	37,7	44,2	44,7	45,5	47,4

Fuente: Elaboración propia.

### 3 Resultados

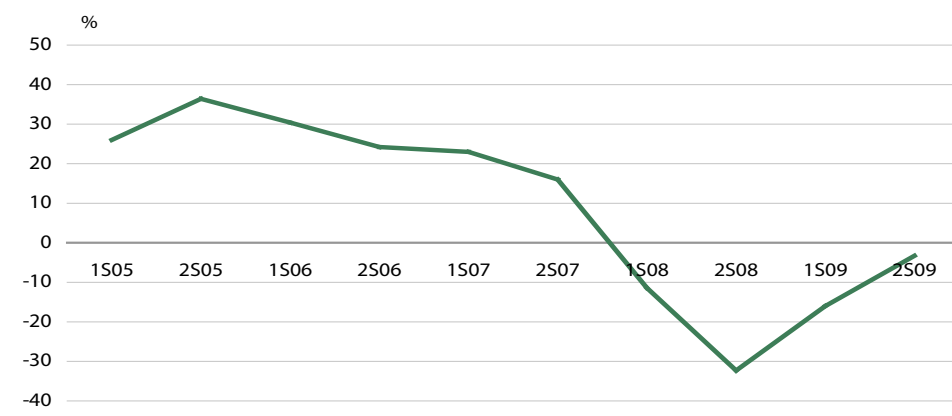
El gráfico 4 muestra las tasas de variación interanuales de los resultados antes de impuestos agregados de las empresas cotizadas para las actividades continuadas<sup>6</sup>

6 Es el resultado antes de impuestos excluidos los resultados de las actividades en interrupción, 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.

desde el primer semestre del año 2005. En el ejercicio 2009 se ha registrado un descenso del resultado agregado antes de impuestos del 3,3%, que supone, no obstante, una mejoría con respecto a los dos periodos anteriores, motivada por la evolución del sector de la construcción e inmobiliario.

#### Tasas de variación interanual de los resultados antes de impuestos

GRÁFICO 4

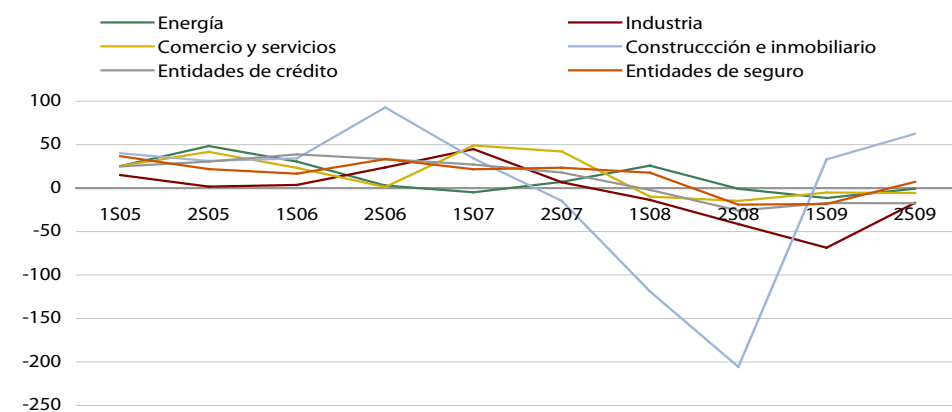


Fuente: Elaboración propia.

En el gráfico 5 se recoge la evolución de esta magnitud para los distintos sectores.

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

GRÁFICO 5



Fuente: Elaboración propia.

En este ámbito, cabe destacar la evolución mostrada por el sector de la construcción e inmobiliario, que ha registrado un incremento del 62,5% en los resultados antes de impuestos de sus actividades continuadas, disminuyendo en 4.451 millones de euros las pérdidas registradas en 2009 con respecto al ejercicio anterior. Esta mejora en los resultados no tiene su origen en la reactivación del mercado inmobiliario en el ejercicio 2009, sino que refleja el elevado volumen de deterioro de los activos y de pérdidas por enajenaciones de activos registrado en 2008.

El cuadro 2 recoge la evolución de las entidades que han tenido pérdidas en el periodo 2005-2009. El porcentaje de entidades que presentan resultados netos negativos se ha incrementado significativamente en el ejercicio 2009 con respecto al ejercicio

anterior hasta alcanzar el 28,1% de la muestra, frente al 23,7% en 2008. No obstante, el importe agregado de las pérdidas se ha reducido un 48,7%, debido a los resultados negativos que obtuvieron dos inmobiliarias en el ejercicio 2008.

Las sociedades que presentan pérdidas se concentran en el sector de la construcción e inmobiliario (19 entidades que han tenido 3.349 millones de euros de pérdidas) y el sector de la industria (21 entidades con 1.396 millones de euros de pérdidas).

### Evolución del número de entidades con pérdidas

CUADRO 2

Año	Importe pérdidas (Millones de euros)	Nº sociedades en pérdidas	% sobre la muestra
2005	264	14	8,0
2006	387	16	8,7
2007	720	16	8,2
2008	12.972	46	23,7
2009	6.654	54	28,1

Fuente: Elaboración propia.

En el cuadro 3 se muestran los principales márgenes de la cuenta de resultados, correspondientes al cierre de los ejercicios 2009 y 2008.

### EBITDA<sup>1</sup>, resultado de explotación y resultado del ejercicio

CUADRO 3

Millones de euros	EBITDA		Resultado de explotación		Resultado del ejercicio	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Energía	26.899	29.043	18.174	18.385	16.118	11.797
Industria	5.692	5.239	3.507	2.957	2.143	1.436
Comercio y servicios	30.683	29.366	18.901	17.537	11.352	10.971
Construcción e inmobiliario	1.915	4.661	-1.106	1.545	-7.135	1.069
Entidades de crédito	--	--	22.817	24.333	22.774	18.926
Entidades de seguros	--	--	--	--	999	1.074

Fuente: Elaboración propia.

1 EBITDA = Resultado de explotación + Amortización del inmovilizado.

Por sectores, los hechos más destacados son los siguientes:

- **Energía.** Los resultados de explotación del sector se mantienen prácticamente igual que el ejercicio anterior, pues tan sólo se incrementan un 1,2%. Sin embargo, esta magnitud incluye en 2009 1.049 millones de euros de plusvalías obtenidas por la venta de activos. Excluyendo estos resultados no recurrentes, el resultado de explotación agregado del sector se habría reducido un 4,8% respecto al ejercicio 2008.

El resultado del ejercicio se redujo en un 26,8% debido a los resultados procedentes de operaciones interrumpidas registrados en el ejercicio 2008. Considerando exclusivamente las operaciones continuadas, el resultado neto de este sector se habría incrementado un 4,7%.

- **Industria.** Este sector, junto con el de la construcción e inmobiliario, está siendo el más afectado por la situación económica actual, registrando en 2009 una disminución de los resultados de explotación del 33%, muy superior a la caída de la cifra de ventas (7,5%). Las sociedades industriales han ajustado la producción y han reducido sus inventarios, pero en algunos casos el coste de las existencias

era superior a los precios actuales de mercado, lo que se ha traducido en un deterioro de los márgenes. Adicionalmente, las indemnizaciones y otros costes de personal derivados de los ajustes de plantilla, junto con la amortización del inmovilizado, han contribuido a empeorar los resultados de explotación.

- **Comercio y servicios.** Las políticas de reducción de costes aplicadas por este sector para disminuir los gastos de personal, otros gastos de explotación y las amortizaciones no han compensado la disminución de las ventas del 2,3%, de tal forma que el resultado de explotación ha disminuido un 7,2%.

Dentro de este grupo se han visto especialmente afectadas las empresas hoteleras y de transportes –por la disminución de los viajes de negocio y del turismo–, así como las de medios de comunicación, al no existir una correlación directa entre sus ingresos (básicamente por la venta de espacios publicitarios) y sus provisionamientos (correspondientes a la adquisición de derechos de emisión).

El descenso de los tipos de interés, junto con el mantenimiento del nivel de endeudamiento del sector, ha permitido reducir los gastos financieros en un 13%, lo que se ha traducido en que el resultado neto haya retrocedido un 3,4%, dato que, no obstante, mejora en cuatro puntos porcentuales el mostrado por el resultado de explotación.

- **Construcción e inmobiliario.** Durante el ejercicio 2009 la tendencia del sector ha mejorado, aunque el volumen de ventas sigue decreciendo y el resultado generado por las operaciones continuadas sigue siendo negativo y, de hecho, los márgenes negativos se han reducido notablemente respecto al ejercicio anterior.

El menor nivel de endeudamiento de las compañías, junto con la bajada de los tipos de interés, ha reducido la carga financiera del sector en un 28,4%, desde 7.003 millones de euros a 5.013 millones de euros. No obstante, el resultado de explotación sigue sin cubrir los resultados financieros, de manera que el resultado antes de impuestos agregado se sitúa en unas pérdidas de 2.667 millones de euros.

La evolución de las empresas constructoras e inmobiliarias ha sido diferente durante el ejercicio. Así, los resultados de explotación de las constructoras han sido positivos, pero se han reducido significativamente respecto al ejercicio anterior, siendo el resultado antes de impuestos un 51,4% inferior al de 2008. Sin embargo, en 2009 se han realizado importantes enajenaciones de activos que han generado al sector un resultado por operaciones interrumpidas de 3.309 millones de euros, lo que ha permitido que el resultado consolidado agregado de las empresas constructoras alcance los 3.959 millones de euros, frente a los 1.744 millones de 2008.

En cuanto a las inmobiliarias, el comportamiento es opuesto al de las constructoras: mantienen márgenes de explotación y resultados negativos, pero las cifras son más moderadas que las de 2008, cuando se registraron fuertes pérdidas de explotación por la actualización a valor razonable de los activos inmobiliarios adquiridos en combinaciones de negocios y por el deterioro de valor de las existencias. En concreto, todas las magnitudes analizadas –EBITDA, resultado de explotación, resultado antes de impuestos y resultado neto– han mejorado más de un 60% respecto al ejercicio anterior.

- **Entidades de crédito.** La importante moderación del coste del pasivo y una adecuada gestión de los diferenciales ha permitido a cajas y, especialmente, a bancos, compensar la ralentización de su actividad y la menor rentabilidad de sus activos, derivada de la reducción de los tipos de interés, alcanzando el margen de intereses incrementos del 9,3% y el 32,9%, respectivamente.

El incremento de la morosidad ha supuesto elevadas dotaciones de provisiones por deterioro, especialmente en el caso de los bancos, afectando muy negativamente al margen de explotación. En particular, las pérdidas por deterioro de activos financieros de cajas y bancos han aumentado un 10,3% y un 77,9%, respectivamente, hasta absorber el 33,4% y el 29,3% del margen bruto.

Las políticas de contención de costes, con una reducción en los gastos generales del 1,4% en cajas y un incremento del 13,5% en bancos, aunque inferior al crecimiento del margen bruto, han permitido una mejora de las ratios de eficiencia<sup>7</sup> de bancos y cajas, situándose al cierre del ejercicio 2009 en el 37,2% y el 43,3%, respectivamente, frente al 39,4% y el 46,3% alcanzados en el ejercicio anterior.

- **Entidades de seguros.** El incremento de la cifra de negocios (8,4%), a pesar del aumento de la siniestralidad (8%) y de los gastos de explotación (10,7%) de la rama “no vida”, han implicado un crecimiento del resultado en el ejercicio 2009 del 7,5% con respecto a 2008.

Con la información disponible en el primer trimestre de 2010, publicada por las principales entidades de la muestra<sup>8</sup>, se observa una tasa de variación interanual positiva del 8,8% en el resultado neto del periodo.

## 4 Rentabilidad del capital y de las inversiones

En el gráfico 7 se muestra la evolución del ROE (rentabilidad sobre el patrimonio) y del ROI (rentabilidad sobre las inversiones)<sup>9</sup> desde el ejercicio 2005. Durante el ejercicio 2009 ambas rentabilidades han disminuido por la reducción de los resultados generados en el periodo, el incremento del patrimonio neto motivado por la disminución de los ajustes negativos por valoración registrados contra patrimonio y el mantenimiento de las inversiones.

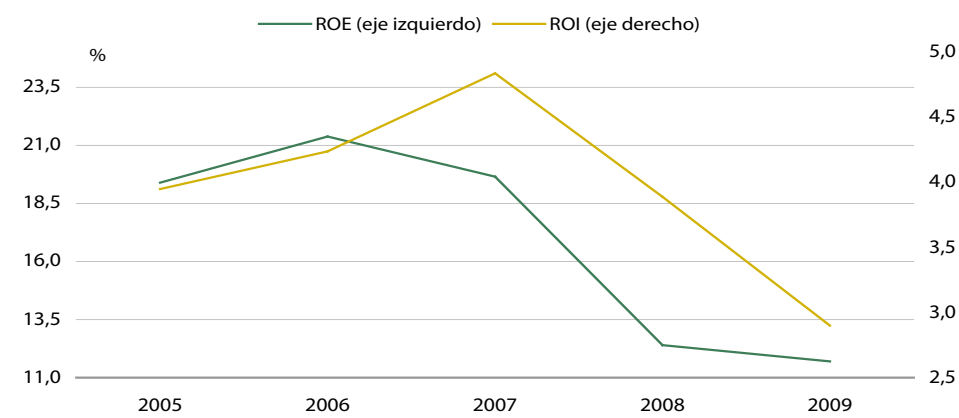
7 Es un indicador del grado de eficiencia de una entidad y se determina como el porcentaje del margen bruto que es absorbido por los gastos generales (gastos de personal y otros gastos generales de administración).

8 Se ha tomado una muestra de 60 entidades, entre las que se incluyen la totalidad de las sociedades del Ibex 35.

9 Para la definición de ROE y ROI empleada en este artículo, véase “La 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: Elaboración propia.

Los cuadros 4 y 5 muestran la evolución de ROE y ROI para los distintos sectores. Las empresas del sector industrial y de la energía registran las disminuciones más significativas del ROE y del ROI en este periodo.

Las empresas del sector de comercio y servicios presentan las rentabilidades por patrimonio y por inversiones más elevadas de los distintos sectores, si bien son inferiores a las rentabilidades obtenidas de 2005 a 2008.

Respecto a las entidades de crédito y seguro, 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, acentúa el descenso del ROE al cierre de los ejercicios 2008 y 2009. El ROE alcanzado por las entidades de crédito y seguros en el ejercicio 2009 disminuye en 2,6 puntos porcentuales respecto al del cierre de 2008.

Sin embargo, el sector constructor e inmobiliario mejora la rentabilidad del capital y de las inversiones, por el crecimiento en los resultados logrado en el ejercicio 2009, aunque sigue obteniendo rentabilidades significativamente inferiores a las generadas entre 2005 y 2007.

## ROE

CUADRO 4

%	2005	2006	2007	2008	2009
Energía	20,6	18,6	15,9	19,5	13,2
Industria	16,0	20,6	17,7	10,6	6,3
Comercio y servicios	25,4	27,6	32,4	20,1	19,3
Construcción e inmobiliario	19,4	29,8	18,3	-17,6	3,7
Entidades de crédito y seguro	17,2	19,1	19,1	13,0	10,4
<b>TOTAL</b>	<b>19,4</b>	<b>21,4</b>	<b>19,7</b>	<b>12,4</b>	<b>11,7</b>

Fuente: Elaboración propia.

## ROI

CUADRO 5

%	2005	2006	2007	2008	2009
Energía	10,2	9,6	9,1	10,5	7,2
Industria	9,0	11,6	11,5	7,7	4,9
Comercio y servicios	10,5	10,8	12,1	8,3	7,7
Construcción e inmobiliario	8,3	10,1	7,8	0,4	3,2
Entidades de crédito y seguro	2,8	3,0	3,8	3,8	2,5
<b>TOTAL</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,8</b>	<b>3,9</b>	<b>2,9</b>

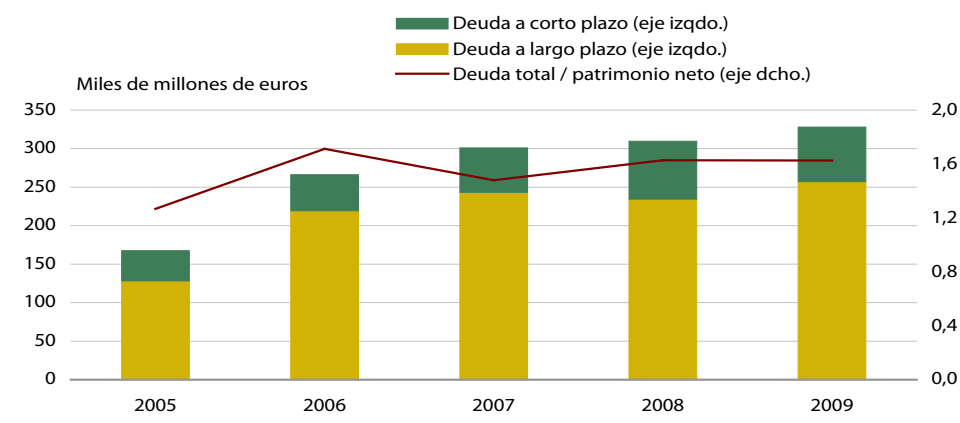
Fuente: Elaboración propia.

## 5 Endeudamiento

En el gráfico 7 se muestra la evolución del endeudamiento financiero bruto<sup>10</sup>, en millones de euros, de las entidades de la muestra excluidas las entidades de crédito y seguros.

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

GRÁFICO 7



Fuente: Elaboración propia.

A finales del ejercicio 2009, el endeudamiento financiero bruto ascendió a 327.958 millones de euros, un 5,9% superior al volumen registrado el año anterior. Este incremento tiene su origen, principalmente, en las operaciones corporativas realizadas durante este periodo por las entidades del sector de la energía. Sin tener en cuenta dicho impacto, el volumen de endeudamiento de las entidades cotizadas habría registrado un ligero incremento del 0,2%, destacando la reducción del volumen de la deuda financiera del sector de la construcción e inmobiliario, derivado de la enajenación de activos.

Paralelamente, ante las dificultades financieras muchas empresas cotizadas, en particular las constructoras e inmobiliarias, se han visto obligadas a iniciar procesos de renegociación con las entidades acreedoras con el objetivo de reestructurar los vencimientos y condiciones de sus créditos. Las renegociaciones se están traduciendo en un alargamiento de los plazos de los créditos y un incremento de los diferenciales exigidos respecto a los tipos de interés de referencia.

Tal y como se refleja en el gráfico anterior, en 2009 el porcentaje de deuda que venció a corto plazo se redujo ligeramente hasta situarse a cierre de ejercicio en un 21,6% del total (un 24,3% en 2008) como consecuencia de los acuerdos de refinanciación alcanzados y la amortización de la deuda con vencimiento más próximo con los flujos obtenidos a partir de desinversiones.

La ratio de apalancamiento agregada, que relaciona las deudas con el patrimonio neto, se ha situado en 1,63 veces los recursos de capital en el ejercicio 2009, cifra idéntica a la del ejercicio 2008.

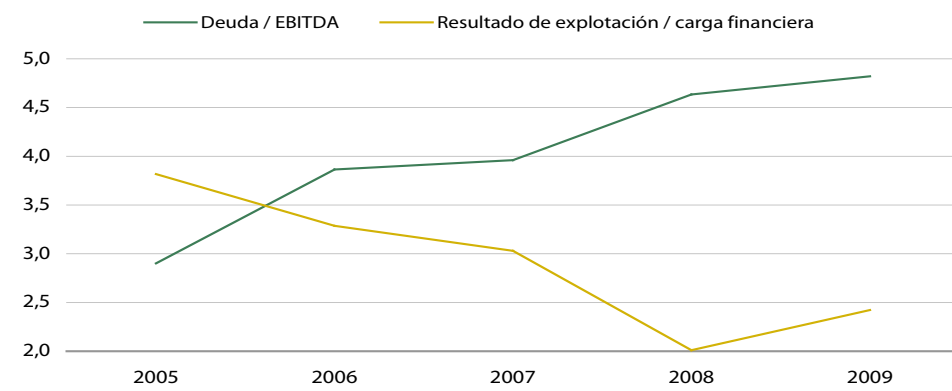
<sup>10</sup> Endeudamiento bruto = Deudas entidades de crédito + emisiones de obligaciones y valores negociables.



En el gráfico 8 se recoge la evolución de las ratios de cobertura del endeudamiento y la carga financiera, a través del EBITDA y del resultado de explotación, respectivamente. En el ejercicio 2009, la ratio deuda total/EBITDA, que mide el número de años necesarios para pagar la deuda asumida si se mantuviera constante el EBITDA, continúa su tendencia ascendente hasta situarse en un valor de 4,82 frente al 4,63 registrado al cierre de 2008. El incremento del nivel de endeudamiento en el sector energético ha contribuido al deterioro de esta ratio. Sin embargo, la ratio de cobertura de los gastos financieros a través del EBIT muestra una ligera mejoría situándose en 2,42 veces (2,01 al cierre de 2008), como consecuencia del descenso de los tipos de interés de referencia en la determinación del coste de la deuda.

### Ratios de cobertura

GRÁFICO 8



Fuente: Elaboración propia.

En el cuadro 6 se muestra la evolución del nivel de endeudamiento y las principales ratios relacionadas por ramas de actividad. Como en el ejercicio 2008, siguen destacando las empresas constructoras e inmobiliarias cuya ratio de cobertura de la deuda aumentó significativamente, situándose en 22,48, al tiempo que mejoraba ligeramente la ratio de carga financiera, que se situó en 0,31.

### Evolución del endeudamiento por ramas de actividad

CUADRO 6

		2005	2006	2007	2008	2009
<b>Energía</b>	<b>Deuda</b>	<b>58.586</b>	<b>59.191</b>	<b>69.172</b>	<b>82.608</b>	<b>100.572</b>
	Deuda / patrimonio	0,93	0,89	0,78	0,89	1,08
	Deuda / EBITDA	2,41	2,17	2,48	2,82	3,46
	Rtdo. explotación / carga financiera	4,02	4,65	4,10	3,67	3,38
<b>Industria</b>	<b>Deuda</b>	<b>12.760</b>	<b>15.684</b>	<b>13.312</b>	<b>15.645</b>	<b>15.953</b>
	Deuda / patrimonio	0,75	0,78	0,61	0,69	0,69
	Deuda / EBITDA	2,07	2,07	1,82	2,71	3,05
	Rtdo. explotación / carga financiera	6,50	5,71	5,93	3,41	3,15
<b>Comercio y servicios</b>	<b>Deuda</b>	<b>55.710</b>	<b>91.522</b>	<b>96.941</b>	<b>112.322</b>	<b>108.579</b>
	Deuda / patrimonio	1,70	2,52	1,70	2,14	1,78
	Deuda / EBITDA	2,68	3,58	3,01	3,58	3,70
	Rtdo. explotación / carga financiera	3,37	2,44	3,23	2,86	3,28
<b>Construcción e Inmobiliario</b>	<b>Deuda</b>	<b>48.324</b>	<b>111.000</b>	<b>138.933</b>	<b>119.788</b>	<b>104.762</b>
	Deuda / patrimonio	2,16	3,10	3,08	3,77	4,08
	Deuda / EBITDA	6,52	11,52	10,83	31,87	22,48
	Rtdo. explotación / carga financiera	2,79	2,04	1,17	0,01	0,31
<b>Ajuste*</b>		<b>-7.942</b>	<b>-11.199</b>	<b>-17.391</b>	<b>-20.802</b>	<b>-1.908</b>
<b>TOTAL</b>	<b>Deuda</b>	<b>167.438</b>	<b>266.198</b>	<b>300.967</b>	<b>309.561</b>	<b>327.958</b>
	Deuda / patrimonio	1,27	1,71	1,48	1,63	1,63
	Deuda / EBITDA	2,90	3,86	3,96	4,63	4,82
	Rtdo. explotación / carga financiera	3,82				

Fuente: Elaboración propia.

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

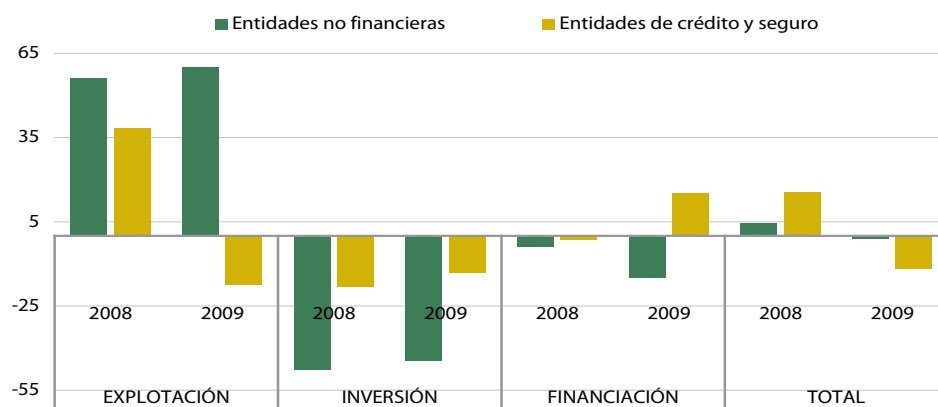
## 6 Flujos de efectivo

En el gráfico 9 se muestra la evolución agregada de los flujos de efectivo generados en los ejercicios 2008 y 2009 por las entidades de la muestra, distinguiendo entre los flujos derivados de las actividades de explotación, los de inversión y los de financiación. Los 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 seguros, dada la distinta naturaleza de sus actividades.

### Flujos de efectivo generados

GRÁFICO 9

Miles de millones de euros



Fuente: Elaboración propia.

La evolución de los flujos de efectivo ha sido dispar a escala sectorial, como se describe a continuación.

- **Entidades no financieras.** En términos agregados, los flujos de caja generados en las actividades de explotación (59.897 millones de euros) han sido superiores a las inversiones realizadas en el periodo (44.540 millones de euros), de tal forma que se ha podido financiar un incremento de los dividendos en el ejercicio 2009. No obstante, estas cifras se ven fuertemente influenciadas por los flujos de efectivo generados por el sector de la energía, motivados por operaciones corporativas realizadas durante el ejercicio.

Ajustando el importe generado por estos factores se registra un descenso del 55% en las inversiones netas realizadas en el ejercicio –de 28.714 millones de euros en 2008 a 12.927 millones en 2009–, que, junto con el mantenimiento de los flujos de efectivo obtenidos en la explotación han permitido cancelar instrumentos de pasivo financiero (principalmente amortización de préstamos). Cabe destacar los 12.396 millones de euros empleados en reducir el endeudamiento del sector de la construcción, que han sido financiados, en parte, por los flujos provenientes de desinversiones –cobros por desinversiones de 22.079 millones de euros en 2009, frente a pagos por inversiones de 15.919 millones de euros–.

- **Entidades de crédito y seguros.** A pesar de que los planes anticrisis activados tanto a nivel nacional como por parte de las autoridades económicas y monetarias europeas a partir del segundo semestre del ejercicio 2008 han permitido suavizar los problemas de liquidez del conjunto de las entidades de crédito, el estado de los flujos de efectivo de estas entidades al cierre del ejercicio 2009

refleja que los recursos obtenidos de las actividades de financiación no evitaron el consumo de un 12% de los excedentes de liquidez generados en periodos anteriores.

Los flujos netos de efectivo procedentes de las actividades de financiación del conjunto de bancos y cajas de ahorro, unidos a la disminución de los recursos netos destinados a actividades de inversión, no han permitido compensar las salidas netas de fondos de las actividades de explotación.

En este contexto es destacable, para el conjunto de entidades de crédito, el cambio de signo de los flujos de explotación a lo largo del último ejercicio (recursos aplicados por importe de 16.760 millones de euros al cierre de 2009, frente a recursos obtenidos por valor de 38.274 millones de euros en 2008), debido al incremento de los impagos (flujos por cobros que dejan de percibirse) y a las mayores dificultades de captación de recursos de clientes.

Asimismo, en los bancos se ha producido un cambio de signo tanto en los flujos de las actividades de inversión como en los de financiación, pasándose de flujos negativos de -3.865 millones de euros en 2008, a flujos positivos de 3.927 millones en 2009, obtenidos sobre todo por la enajenación de activos no corrientes en venta. Estos fondos no han compensado los 15.010 millones de euros aplicados en sus actividades de explotación. Los bancos obtuvieron recursos por actividades de financiación por importe de 34.722 millones de euros que proceden básicamente de la emisión de pasivos subordinados y de la enajenación de autocartera.

En el ámbito de las cajas de ahorro, en el ejercicio 2009 obtuvieron recursos de las actividades de financiación, realizadas en línea con las políticas de mejora de los ratios de solvencia y cuyo importe asciende a 14.375 millones de euros, que no han compensado los flujos netos aplicados a las actividades de explotación (1.675 millones de euros) y los destinados a las actividades de inversión (16.613 millones).

En consecuencia, el ejercicio 2009 ha supuesto para el conjunto de bancos y cajas de ahorro un consumo del 10,9% y del 14,4%, respectivamente, de sus excedentes de efectivo y equivalentes.

Respecto a las entidades de seguro, destacan los recursos netos obtenidos por las actividades de inversión, por importe de 1.556 millones de euros. Los recursos aplicados a las actividades de explotación y financiación ascienden a 651 y 1.208 millones de euros, respectivamente. Las variaciones indicadas minoran el importe agregado del efectivo y equivalentes al efectivo al cierre del ejercicio 2009 en un 13,5% respecto al cierre del ejercicio 2008.

## 7 Número de empleados

El cuadro 7 muestra la plantilla media para las seis ramas de actividad consideradas, en los ejercicios 2009 y 2008, donde se observa un incremento interanual de la plantilla media del 3,1%.

**Plantilla media por ramas de actividad**

CUADRO 7

	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>Variación</b>
Energía	124.339	142.176	14,3%
Industria	241.382	244.441	1,3%
Comercio y servicios	571.433	574.642	0,6%
Construcción e inmobiliario	418.409	424.503	1,5%
Entidades de crédito	432.243	456.758	5,7%
Entidades de seguros	39.550	40.548	2,5%
Ajustes*	-7.094	-6.769	-4,6%
<b>Total</b>	<b>1.820.262</b>	<b>1.876.299</b>	<b>3,1%</b>

Fuente: Elaboración propia.

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

La plantilla media ha aumentado en todos los sectores. El incremento en el número de trabajadores se debe, principalmente, a las operaciones corporativas realizadas por las entidades de la muestra durante el segundo semestre del ejercicio 2008 y el ejercicio 2009.

Al comparar este incremento con la evolución de la tasa de desempleo en España deben tenerse en cuenta, al menos, los siguientes factores:

- Las sociedades de la muestra generan el 45,3% de su cifra de negocios en el extranjero y, por lo tanto, los datos de plantilla media incluyen los efectivos disponibles en otros países.
- El aumento de la tasa de desempleo en España ha sido muy significativo en el sector de la construcción. Sin embargo, no ha afectado tanto al personal contratado por las empresas cotizadas del sector, porque la mayor parte de sus actividades de construcción están subcontratadas y, por tanto, se computan como otros gastos de explotación y no forman parte de los gastos de plantilla.

## 8 Dividendos

Los dividendos distribuidos en el ejercicio 2009 ascendieron a 28.693 millones de euros. En el cuadro 8 se muestran los dividendos repartidos en los ejercicios 2009 y 2008 por ramas de actividad.

**Dividendos distribuidos por ramas de actividad**

CUADRO 8

	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>Variación</b>
Energía	5.349	12.133	126,8%
Industria	1.557	1.571	0,9%
Comercio y servicios	6.621	6.632	0,2%
Construcción e inmobiliario	1.708	1.455	-14,8%
Entidades de crédito	7.363	6.966	-5,4%
Entidades de seguros	562	639	13,7%
Ajustes*	-892	-703	-21,2%
<b>TOTAL</b>	<b>22.268</b>	<b>28.693</b>	<b>28,9%</b>

Fuente: Elaboración propia.

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

En el conjunto de las entidades se ha producido un incremento del 28,9%, que se debe principalmente al dividendo repartido por una entidad del sector de la energía, que ha distribuido las plusvalías obtenidas en el ejercicio anterior. Excluido este efecto, el incremento de los dividendos repartidos sería del 3,6%. Destaca, por otro lado, la disminución de los dividendos distribuidos por el sector de la construcción e inmobiliario y por las entidades de crédito.

## 9 Conclusiones

Durante el ejercicio 2009 la mayoría de las entidades con valores admitidos a negociación han sufrido un empeoramiento de los resultados motivado por la atonía de la actividad en el actual entorno macroeconómico, aunque, como se ha subrayado en este artículo, su incidencia no ha sido igual en los distintos sectores.

El entorno macroeconómico ha supuesto para las entidades de crédito: (i) una importante ralentización de su actividad como consecuencia de la contracción de la demanda de crédito, ocasionada por el deterioro de la economía española, y el endurecimiento de la oferta de financiación, por el mayor grado de aversión al riesgo; (ii) una menor rentabilidad de sus activos debido a las caídas de los tipos de interés, que ha sido parcialmente compensada por la importante moderación del coste del pasivo y una adecuada gestión de los diferenciales de tipos; y (iii) una significativa disminución de los resultados del ejercicio debido al fuerte incremento de la morosidad y al deterioro de otros activos.

El sector industrial, ante la debilidad en la demanda de sus productos, ha realizado esfuerzos significativos para adecuar sus gastos de estructura, si bien no han sido suficientes para evitar una disminución significativa de sus márgenes. No obstante, esta reducción de costes ha propiciado que los resultados mostrados en el segundo semestre del ejercicio no hayan sido tan negativos como los obtenidos en la primera mitad del ejercicio 2009.

Las empresas inmobiliarias, que ya en el ejercicio 2008 registraron los efectos de la crisis del mercado inmobiliario nacional, siguen mostrando disminuciones en el volumen de sus ventas junto con una evolución negativa de los precios, generándose pérdidas de explotación, aunque menores que en el ejercicio anterior. Las empresas de la construcción también reflejan en este periodo una reducción de sus resultados de explotación, que se ven compensados, a nivel del resultado neto, con los beneficios obtenidos de las actividades interrumpidas.

Las empresas del sector de comercio y servicios han reducido sus resultados en el periodo ante la debilidad del consumo, que ha exigido a la mayoría de las entidades ajustar sus márgenes para no ver excesivamente penalizada su cuota de mercado.

Los resultados de explotación obtenidos por el sector de la energía se han visto afectados por la evolución negativa de la demanda de energía eléctrica y de los márgenes de refino durante este ejercicio, aunque las plusvalías obtenidas por la venta de activos han motivado que la evolución interanual de ese indicador haya sido ligeramente positiva. Sin embargo, el resultado neto ha disminuido debido a los resultados positivos no recurrentes derivados de las actividades interrumpidas generados en el ejercicio anterior.



# Los efectos de las restricciones sobre las ventas en corto en los mercados de renta variable: Algunos resultados recientes

Anna Ispuerto Maté y Ramiro Losada López (\*)

\* Anna Ispuerto y Ramiro Losada pertenecen al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.





# 1 Introducción

En el contexto de los mercados de renta variable, la venta en corto consiste en vender acciones que en el momento de la operación no son propiedad del vendedor con el objetivo de entregarlas al comprador en una fecha futura. Esta operativa responde a unas expectativas bajistas por parte del inversor en relación al precio de la acción en cuestión.

Existen dos tipos de venta en corto. En el primero, los vendedores tienen en préstamo los títulos o, al menos, tienen un acuerdo de préstamo que asegura que dispondrán de los títulos en la fecha en que se liquida la operación. A este tipo de operación se la denomina “venta en corto cubierta”. En el segundo caso, que se denomina “venta en corto al descubierto”, el vendedor, en el momento de la compraventa, no tiene las acciones en préstamo ni ningún acuerdo que asegure que las pueda entregar en el momento de liquidar la operación.

El posible beneficio que puede obtener un inversor mediante una operación de venta en corto proviene de vender una acción que no es de su propiedad, que en el caso de la venta cubierta se pide prestada, y comprarla posteriormente a un precio menor. Este último precio debe ser lo suficientemente reducido como para producir un excedente positivo una vez descontados todos los costes de la operación, incluyendo, en su caso, los intereses del préstamo.

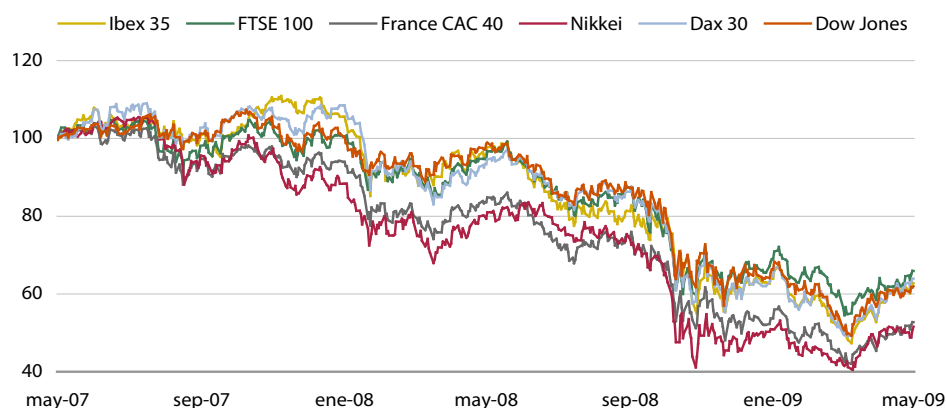
A raíz del recrudecimiento de la crisis financiera internacional, a partir de septiembre de 2008, se impuso la visión entre varios supervisores financieros de que las actividades de los vendedores en corto eran parcialmente responsables de la caída vertiginosa y la alta volatilidad que se estaba produciendo en los mercados de renta variable (véanse gráficos 1 y 2). En ese contexto, varios supervisores decidieron imponer restricciones a las ventas en corto con la intención de proteger a los emisores, especialmente financieros, y a otros tenedores de estos valores de la actividad de los vendedores en corto, y preservar, en la medida de lo posible, la estabilidad en estos mercados<sup>1</sup>.

---

1 Entre los países que introdujeron restricciones en las operaciones de venta en corto se incluyen Austria, Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Holanda, Portugal, Rusia, Suiza, Taiwán, Reino Unido y Estados Unidos.

### Evolución de los principales índices bursátiles desde el 01/05/2007 al 01/05/2009

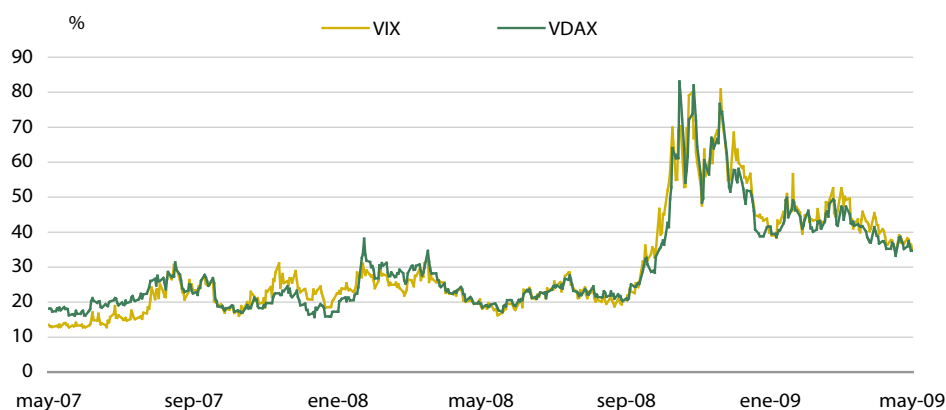
GRAFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

### Evolución de los principales índices de volatilidad implícita desde el 01/05/2007 al 01/05/2009<sup>1</sup>

GRAFICO 2



Fuente: Thomson Datastream.

<sup>1</sup> El índice VIX es una medida de la volatilidad del índice S&P 500 estadounidense a 30 días. El índice VDAX es una medida de la volatilidad del índice DAX 30 alemán a 30 días.

Las restricciones que impusieron entonces los diversos supervisores fueron básicamente de dos tipos: exigencia de transparencia a los inversores cuando sus posiciones cortas representaran un porcentaje de las acciones emitidas superior a un umbral fijado por el regulador y prohibición de algunos tipos de operaciones. En el primer caso, se exigió a los inversores que comunicaran sus posiciones cortas al supervisor o, incluso, que las hicieran públicas al mercado. En el segundo caso, algunos países prohibieron las ventas en corto, bien únicamente al descubierto o bien en cualquier modalidad. Esta última medida tendió a aplicarse, principalmente, a los valores financieros (véase cuadro 1).

Jurisdicción	Medidas adoptadas durante la segunda mitad de 2008	Estado actual de las medidas
Alemania	- Prohibición de ventas en corto descubiertas sobre once valores financieros.	- Prohibición de las ventas en corto al descubierto sobre los títulos de renta variable alemanes, sobre los bonos soberanos europeos y la compra de CDS cuyo bono de referencia esté emitido por un Estado perteneciente a la zona del euro.
España	- Recordatorio de las medidas existentes relativas a la prohibición de ventas en corto descubiertas, incluyendo las intradía, en todos los valores. - Exigencia de publicación de posiciones cortas superiores al 0,25% del capital social del emisor, para 20 valores financieros.	- Exigencia de comunicación al supervisor de posiciones cortas superiores al 0,2% del capital social del emisor, y al mercado cuando superen el 0,5%.
Estados Unidos	- Prohibición de realizar ventas en corto en valores financieros. - Se realizaron varias modificaciones legislativas encaminadas a reducir los fallos en la entrega de valores y las ventas en corto al descubierto abusivas.	- A principios de 2010 entró en vigor una nueva versión de la <i>up-tick rule</i> . - Eliminada la prohibición de realizar ventas en corto desde octubre de 2008.
Francia	- Prohibición temporal de realización de ventas en corto descubiertas sobre 15 valores financieros. - Obligación de comunicación, tanto al regulador como al mercado, de posiciones cortas sobre 15 valores financieros superiores al 0,25% del capital social del emisor.	- Siguen vigentes las medidas tomadas en 2008.
Italia	- Prohibición de realizar ventas en corto en todos los valores, salvo para los procesos de ampliación de capital.	- Eliminada la prohibición desde mediados de 2009.
Portugal	- La venta en corto descubierta está, en general, prohibida. La venta cubierta está permitida siempre que el vendedor o intermediario demuestre que dispone de los valores. - Obligación de publicación de posiciones cortas a la CMVM.	- Exigencia de comunicación al supervisor de posiciones cortas superiores al 0,2% del capital social del emisor y al mercado cuando superen el 0,5%. - Eliminada la prohibición de realizar ventas en corto.
Reino Unido	- Prohibición de realizar ventas en corto, tanto cubiertas como descubiertas, en valores financieros. - Exigencia de publicación de posiciones cortas sobre valores financieros superiores al 0,25% del capital social del emisor y de incrementos adicionales del 0,1%.	- Se mantiene la exigencia de publicación de posiciones cortas. - Eliminada la prohibición de realizar ventas en corto.

Fuente: CESR (2008-2010), Buenaventura (2008) y elaboración propia.

Desde finales de 2008 hasta el momento, algunas de las restricciones descritas en el cuadro 1 se han mantenido, sobre todo las referidas a la transparencia de las posiciones cortas por parte de los inversores. De hecho, a nivel europeo, CESR realizó en marzo de 2010 una propuesta a las instituciones de la Unión Europea para establecer un régimen común en relación a la transparencia de las posiciones en corto de los inversores (véase CESR 2010). En esta propuesta existen dos niveles de transparencia. En el primero de ellos se establece que los inversores deben comunicar al supervisor nacional del mercado de valores las posiciones cortas superiores al 0,2% del capital social de la empresa emisora siempre que los valores se negocien en un mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación que pertenezca a algún Estado Miembro. En el segundo nivel, se establece que los inversores deben informar al mercado siempre que su posición corta supere el 0,5% del capital social de la empresa emisora. Una vez un inversor haya superado el umbral del 0,5% del

capital social deberá comunicar los cambios en su posición cada vez que éstos se incrementen en un 0,1%. España fue el primer país en implementar el acuerdo. El 27 de mayo de 2010, el Comité Ejecutivo de la CNMV decidió adoptar lo propuesto por CESR para el mercado español<sup>2</sup>.

Más recientemente, en septiembre de 2010, la Comisión Europea ha realizado una propuesta de reglamento en la que se establece que todos los países de la Unión Europea deberán implantar el régimen de comunicación de posiciones cortas de CESR (véase Comisión Europea 2010). En esta nueva propuesta se incluye la obligación de comunicación al supervisor, aunque no al mercado, de las posiciones cortas sobre deuda soberana de los países pertenecientes a la Unión Europea<sup>3</sup>. Además, la propuesta de la Comisión contiene el requisito de que el vendedor de títulos en corto haya tomado prestados los títulos afectados o, en su defecto, que haya llegado a un acuerdo con un tercero con vistas a reservar dichos títulos para su préstamo de forma que pueda entregarlos en la fecha de liquidación. De forma adicional, se confiere a las autoridades reguladoras nacionales la facultad de restringir o prohibir, en situaciones excepcionales y de forma temporal, las ventas en corto de cualquier instrumento financiero, bajo la coordinación de la futura Autoridad Europea de Valores y Mercados. Por otra parte, si el precio de un instrumento financiero cae significativamente durante una jornada, las autoridades correspondientes también podrán restringir las ventas en corto de ese instrumento durante el resto de la jornada y la siguiente en su totalidad.

En cuanto a las prohibiciones de realizar operaciones de venta en corto cubiertas o al descubierto, los distintos países fueron retirándolas y al inicio de 2010 ningún país, a excepción de Francia, mantenía en vigor este tipo de medida (véase el cuadro 1). Sin embargo, en los primeros meses de 2010, Estados Unidos y Alemania establecieron nuevas restricciones sobre las ventas en corto. En febrero, la SEC estadounidense estableció lo que se ha denominado la nueva *up-tick rule*. Esta regla se aplica a las acciones si su precio baja más de un 10% en relación al precio de cierre del día anterior, y tiene como duración el resto de la sesión en curso y la sesión del día posterior. Mientras la regla está activada, la venta en corto sólo se permite cuando su precio se sitúa por encima del mejor precio de oferta. Por su parte, el 19 de mayo de 2010, Alemania tomó la decisión de volver a prohibir las operaciones de venta en corto al descubierto sobre diez valores financieros. Posteriormente, el 2 de junio, se amplió esta prohibición a todos los títulos de renta variable alemanes<sup>4</sup>.

En este contexto, de intensa actividad reguladora en materia de ventas en corto, el objetivo de este artículo es presentar los elementos esenciales del actual debate acerca de la conveniencia de imponer restricciones sobre las ventas en corto, desde

---

2 El 10 de junio de 2010 comenzó la obligación para los inversores de informar al regulador y al mercado de sus posiciones cuando superaran los umbrales del 0,2% y del 0,5% del capital social, respectivamente. El 11 de junio de 2010, la CNMV hizo públicos por primera vez, a través de su página web, los datos sobre los inversores cuya posición neta sobre el capital social de un emisor superaba el 0,5%. A partir de ese día, la CNMV se ocupa de actualizar los datos sobre dichas posiciones al menos quincenalmente.

3 En este caso, los niveles mínimos de las posiciones cortas que deberán ser comunicados todavía están sin especificar, aunque la CE ha señalado que éstos serán fijados teniendo en cuenta el tamaño de las posiciones cortas en relación al volumen total de deuda soberana del Estado en cuestión y eximiendo de la obligación de comunicación a aquellas posiciones cortas de escaso volumen.

4 Alemania, además de prohibir la operativa de venta al descubierto en títulos de renta variable, extendió la prohibición a la operativa en corto con bonos soberanos y a las compras descubiertas de CDS cuya referencia sea cualquier Estado de la zona del euro.

la perspectiva de la literatura teórica y empírica que ha estudiado la influencia que tienen este tipo de restricciones sobre los mercados de renta variable.

El artículo se estructura como sigue: en la sección 2 se revisan varios argumentos relativos a los efectos de las restricciones sobre las ventas en corto. En la sección 3 se analiza la conveniencia de imponer restricciones a esta operativa en un contexto de gran incertidumbre en los mercados financieros. Finalmente, en la sección 4 se presentan algunas conclusiones.

## 2 Los efectos de las restricciones a las ventas en corto

Las actuaciones de los reguladores y/o supervisores a raíz de las graves perturbaciones financieras de septiembre de 2008 se han presentado frecuentemente como medidas dirigidas a favorecer el funcionamiento ordenado de los mercados de valores y prevenir espirales bajistas en los precios de algunas acciones, en la medida en que la fuerte presión vendedora pudiera no estar justificada en función de los determinantes fundamentales del valor de las acciones. Esta presión afectaba, de manera especial, a los valores de entidades financieras, algunas de las cuales sufrieron entonces una intensa depreciación de sus cotizaciones, con efectos negativos sobre la percepción de su situación financiera.

Así, las limitaciones a las ventas en corto, que fueron consideradas en un principio como medidas temporales, se justificaron bajo la creencia de que estas operaciones podían contribuir a propagar un sentimiento negativo no justificado sobre algunas entidades por parte de inversores que tomaban posiciones bajistas. En este contexto, recientemente se ha avivado una intensa discusión acerca de las consecuencias tanto positivas como negativas de las ventas en corto y de la conveniencia de tomar medidas más a largo plazo. En concreto, esta discusión se ha centrado, por un lado, en la conveniencia de prohibir o restringir las ventas en corto y, en caso contrario, en la posibilidad de establecer medidas de divulgación de las posiciones cortas de los inversores. Por otro lado, se ha abierto un cierto debate en relación al caso particular de las ventas en corto al descubierto y el riesgo añadido que suponen.

### 2.1 Efectos de las ventas en corto

Desde un punto de vista teórico, existe un amplio consenso acerca de la idea de que la posibilidad de realizar ventas en corto tiene más efectos positivos que negativos para los mercados. Así, las ventas en corto proveen de liquidez al mercado, al igual que cualquier otra estrategia que canalice órdenes. Por otro lado, estas operaciones aumentan la eficiencia de mercado, en el sentido de que facilitan la correcta formación de precios, es decir, ayudan a que los precios recojan la nueva información disponible con prontitud. Éstas han sido las conclusiones obtenidas por la mayoría de los trabajos teóricos que se han realizado a lo largo de las últimas décadas.

Los primeros artículos que trataron este tema, como los de Miller (1977) o Harrison y Kreps (1978), concluyeron que en los mercados con restricciones a las ventas en corto podían existir precios sesgados al alza. Esto se debería a que las restricciones a

las ventas en corto limitan la participación en el mercado de parte de los inversores con expectativas bajistas.

Por su parte, Diamond y Verrecchia (1987) concluyeron que las restricciones de las ventas en corto reducían la velocidad de ajuste de los precios ante la aparición de nueva información. Esta disminución en la velocidad de ajuste repercutiría finalmente en una reducción de la eficiencia del mercado. Los autores argumentaron que estos resultados se debían al hecho de que la imposición de restricciones a las ventas en corto provocaba que los inversores con perspectivas de descensos en los precios no participaran en el mercado. Dicho de otra forma, debido a que la prohibición de las ventas en corto excluye a parte de los inversores del mercado, la liquidez descendería y, con ella, la velocidad de ajuste de los precios.

Algunas investigaciones más recientes, como las de Abreu y Brunnermeier (2003), Scheinkman y Xiong (2003) y Hong y Stein (2003) han tendido, en general, a validar los resultados anteriores. Así, Abreu y Brunnermeier (2003) muestran que las restricciones sobre la realización de ventas en corto tienden a generar más volatilidad en los mercados de renta variable, a la vez que aumentan la probabilidad de que se produzca una burbuja en el mercado<sup>5</sup>. Hong y Stein (2003) también muestran que dichas restricciones tienden a causar una volatilidad asimétrica, en el sentido de que su presencia provoca un aumento de la volatilidad en las fases bajistas del mercado en relación con los periodos de revalorización.

Los resultados anteriores se sustentan en el hecho de que las restricciones a las ventas en corto retrasan la incorporación de nueva información, en este caso negativa, al mercado. En estos artículos también se afirma que las prohibiciones a las ventas en corto serían una de las posibles causas de los fuertes descensos en los precios que se observan cuando en el mercado se produce una tendencia bajista. Esta idea estaría en clara contradicción con uno de los argumentos utilizados recientemente a la hora de prohibir o restringir las ventas en corto, esto es, que las medidas en contra de esta práctica son efectivas para evitar abruptos descensos en los precios de los títulos.

La influencia que tienen las restricciones a las ventas en corto sobre los mercados de renta variable también ha sido ampliamente estudiada desde un punto de vista empírico. Así, apoyando las conclusiones teóricas anteriores, en Aitken et al. (1998), Danielsen y Sorescu (2001), Jones y Lamont (2002), Gezy et al. (2002) y Reed (2007) se muestra evidencia de que los precios de las acciones no incorporan plenamente la nueva información negativa de que dispone el mercado debido a las restricciones a las ventas en corto. De forma similar, Bris et al. (2007), tras analizar varios mercados de renta variable pertenecientes a distintos países, concluyen que los precios incorporan más rápido la información negativa cuando no existe ningún tipo de restricción a las ventas en corto. En un trabajo reciente, Boehmer et al. (2008), utilizando datos sobre órdenes en la bolsa de Nueva York, encuentran que los inversores con posiciones cortas están, en promedio, mejor informados y contribuyen a que el mercado sea más eficiente.

Por su parte, en los últimos años, se han realizado varios trabajos con el objetivo de verificar la idoneidad de la *up-tick rule*, que fue impuesta por la SEC en el mercado

---

5 En Hong y Stein (2003) se argumenta que la caída de la Bolsa de Nueva York el 21 de octubre de 1987, en la que el índice Standard and Poor's cayó un 20,4%, puede ser explicada como una burbuja creada, al menos en parte, por las restricciones a operar en corto.

estadounidense en 1934<sup>6</sup>. En uno de estos trabajos, Diether et al. (2007) proporcionan evidencia de que una suspensión temporal de esta norma no habría afectado negativamente a la calidad del mercado<sup>7</sup>, concluyendo que su suspensión debería ser permanente. Ese mismo año, la SEC realizó un experimento para analizar las implicaciones económicas de la *up-tick rule*. Con este objetivo se realizó un estudio en el que se comparó el comportamiento de un conjunto de acciones a las que se retiró las restricciones a las ventas en corto con el de otras acciones con un comportamiento a priori similar sobre las que seguían manteniéndose las restricciones. Las conclusiones básicas del experimento fueron que no había diferencias significativas entre el comportamiento de las acciones de ambos grupos, lo cual está en línea con los resultados de Diether et al. (2007) mencionados anteriormente.

En contraste con los resultados de los artículos empíricos descritos hasta este momento, Shkilko et al. (2008) se centran en el análisis de las consecuencias de las ventas en corto sobre las crisis de liquidez intradía y observan que las posiciones cortas tienen efectos desestabilizadores sobre los precios. Así, estos autores concluyen que las ventas en corto se utilizan a menudo como un instrumento para manipular precios. En concreto, encuentran evidencia de que los inversores bajistas son especialmente activos en el inicio de las sesiones en las que se observa un descenso del precio al principio para luego cambiar la tendencia y cerrar la sesión con un aumento. Así, de acuerdo al argumento de estos autores, el objetivo de estos inversores es deprimir lo más posible el precio al comienzo de este tipo de sesiones. Los autores muestran que esta estrategia es rentable usando el argumento de que, en ausencia de nueva información, el descenso del precio de una acción debe ser corregido por un rápido aumento del mismo. Sin embargo, este resultado no contradice necesariamente los resultados de los trabajos mencionados anteriormente. La posible manipulación de precios encontrada por los autores se circunscribe a la negociación intradía, mientras que los resultados de los artículos anteriores se basan en observaciones de precios de inferior frecuencia, por lo que éste puede considerarse como un trabajo complementario.

En los últimos meses, se han realizado varios trabajos empíricos como consecuencia, en parte, de la riqueza de datos que se ha podido obtener a partir de las medidas adoptadas en este terreno desde el último trimestre de 2008. Uno de los artículos que más atención ha suscitado es el de Beber y Pagano (2009), en el que se analizan los efectos de las prohibiciones y restricciones aplicadas por las diferentes jurisdicciones sobre las ventas en corto a raíz de la crisis. Este análisis está basado en datos relativos a más de 17.000 acciones pertenecientes a 30 países registrados entre enero de 2008 y junio de 2009. La evidencia presentada en este artículo sugiere que la reacción a la crisis financiera por parte de la mayoría de los reguladores de valores a nivel mundial –prohibiciones y restricciones sobre la operativa de ventas en corto– tuvo como resultado una menor liquidez en los mercados, especialmente para las acciones de pequeña capitalización, alta volatilidad o sobre las que no estuviese disponible un contrato de opción en un mercado organizado. Además, el descenso en la liquidez fue especialmente significativo en los momentos en que los diferenciales *bid-ask* eran particularmente altos como consecuencia de la crisis. Estos resultados

---

6 Como se ha comentado en la introducción, aunque la antigua *up-tick rule* fue derogada, una nueva versión de esta norma está ahora en vigor.

7 Bajo la *up-tick rule* no estaba permitido realizar una venta en corto a menos que el precio de mercado en el momento de realizarla fuera mayor que el de la última operación cruzada.



están en línea con los obtenidos por Boehmer et al. (2007) para los mercados de Estados Unidos y respaldan las proposiciones teóricas de Diamond y Verrecchia (1987).

Además de haber dañado la liquidez de los mercados, Beber y Pagano (2009) argumentan que las prohibiciones sobre las ventas en corto parecen no haber logrado el propósito de sostener las cotizaciones de las acciones, fracasando así en uno de sus objetivos. Así, estos autores señalan que la evidencia que proviene de las bolsas no estadounidenses concuerda con la idea de que la restricción sobre las ventas en corto contribuyó a acentuar la caída de los precios en los mercados de renta variable durante la reciente crisis financiera<sup>8</sup>. Asimismo, estos resultados coinciden con los argumentos teóricos desarrollados por Hong y Stein (2003) descritos anteriormente.

Los resultados, tanto teóricos como empíricos, descritos hasta el momento se han referido a las consecuencias de la imposición de prohibiciones a las ventas en corto. No obstante, desde las medidas de urgencia adoptadas en 2008 se ha abierto una reflexión acerca de la conveniencia de establecer regímenes de divulgación de las posiciones cortas que obliguen a informar al regulador y al mercado de quiénes son los inversores con posiciones cortas y cuál es el tamaño de dichas posiciones. La literatura financiera, sin embargo, ha estudiado con relativa poca profundidad las consecuencias de imponer un régimen de transparencia sobre las posiciones cortas. Una de las pocas referencias sobre el particular proviene también del trabajo de Beber y Pagano (2009), que encuentran en su análisis empírico que las obligaciones de transparencia implantadas en algunas jurisdicciones a partir de septiembre de 2008 aumentaron la liquidez de los mercados de renta variable, induciendo a una reducción del diferencial *bid-ask*. Los autores argumentan que esta reducción del diferencial *bid-ask* se debe a que una mayor transparencia sobre posiciones cortas ayuda a que disminuyan en estos mercados los problemas de información asimétrica. Más allá de este último efecto sobre la liquidez, los autores no encuentran evidencia de que el aumento en la transparencia afecte al comportamiento de los precios de las acciones.

Por tanto, dado el acervo de reflexiones teóricas y la evidencia empírica relativa a las consecuencias de las restricciones y prohibiciones a las posiciones cortas en los mercados de renta variable, se pueden extraer básicamente tres conclusiones:

- La prohibición de realizar posiciones cortas reduce la liquidez de los mercados, lo que provoca un funcionamiento menos eficiente de los mismos.
- No se ha encontrado evidencia robusta de que la prohibición de realizar posiciones cortas en mercados bajistas produzca una menor caída del precio de las acciones que se ven afectadas por la prohibición. Sin embargo, sí se ha constatado de que la velocidad con que los precios se ajustan es menor, al estar restringida la participación de los inversores con expectativas bajistas.
- Un aumento de la transparencia sobre las posiciones cortas tiende a aumentar la liquidez en los mercados de renta variable.

---

8 Los autores apuntaron que en Estados Unidos sí habían encontrado un aumento de las rentabilidades de las acciones donde se habían impuesto restricciones a las ventas en corto. Sin embargo, los autores del estudio también consideran que este aumento de las rentabilidades podría ser consecuencia de las medidas que tomó el gobierno de Estados Unidos en ese periodo para apoyar a varias entidades financieras.



## 2.2 Efectos de las ventas en corto al descubierto

De los trabajos descritos hasta el momento, puede concluirse que las ventas en corto, independientemente de si son cubiertas o descubiertas, tienen efectos positivos para el mercado, salvo, quizás, en la operativa intradía. El objetivo de esta sección es analizar si las posiciones en corto al descubierto provocan efectos sobre un mercado de renta variable diferentes de los que provocan las posiciones en corto cubiertas, ya que en las primeras el inversor no dispone de la acción que acaba de vender en el mercado cuando abre la posición, por lo que existe incertidumbre sobre la entrega de la acción vendida cuando llegue el momento de la liquidación. Así pues, para que ambos tipos de venta tengan un efecto similar sobre el mercado, será necesario que el sistema de liquidación penalice adecuadamente los fallos en la entrega de las acciones por parte de los vendedores, forzándoles a entregarlas.

En principio, las ventas en corto al descubierto podrían provocar una reducción en el precio, que se añadiría a la que pueden causar las ventas cubiertas, pues existe la posibilidad de que los vendedores al descubierto no devuelvan a tiempo las acciones comprometidas para su liquidación. Es decir, en un mercado en el que se permitiesen incumplimientos en la liquidación, o no se penalizasen con la suficiente severidad, sería más factible utilizar las ventas en corto al descubierto con el objetivo de deprimir el precio de una acción. El efecto de este tipo de operativa sería análogo al observado cuando un emisor emite acciones nuevas con el consiguiente efecto de dilución del peso unitario de cada acción en el capital social<sup>9</sup>.

Boni (2006) y Evans et al. (2009) documentan empíricamente que en el caso de las ventas en corto al descubierto existe un número significativo de compradores que permiten que el vendedor en corto falle en la entrega. Los autores también muestran evidencia de que los vendedores en corto prefieren la venta en corto al descubierto cuando el coste del préstamo de acciones (implícito y explícito) es alto.

Este último resultado pone de manifiesto que para que la actividad de los vendedores en corto sea rentable es necesario un sistema de liquidación donde la falta de entrega a tiempo de las acciones comprometidas no se vea penalizada económicamente, o esta penalización sea muy reducida. Con un sistema de estas características, a los vendedores en corto al descubierto su estrategia les supone un coste mínimo cuando el objetivo es deprimir el precio de una acción. En respuesta a esta situación, algunos reguladores nacionales optaron por introducir penalizaciones a los vendedores de acciones que no las entregaran a tiempo para su liquidación.

Así, por ejemplo, en Estados Unidos se estableció en 2005 la llamada regulación SHO<sup>10</sup>, que contempla penalizaciones de este tipo. La mayoría de la literatura que analiza el papel de las ventas en corto al descubierto en los mercados de renta variable proviene de Estados Unidos y, de hecho, está íntimamente relacionada con la influencia que la regulación SHO ha tenido en el posible descenso del volumen de ventas en corto al descubierto en las bolsas de Nueva York y el NASDAQ.

---

9 Como señala Buenaventura (2008), en momentos de crisis es más probable que se produzcan situaciones donde la negociación de un valor quede interrumpida sin previo aviso. Este es el caso cuando un valor es suspendido a media sesión y la suspensión se prolonga varias sesiones por una situación concursal sobrevenida. En este escenario, el volumen de sobreventa, producido por las ventas en corto al descubierto, que excede al saldo de valores en circulación en el sistema, no podrá ser liquidado y tenderá a generar ineficiencias en la liquidación.

10 Una descripción detallada de la Regulación SHO aparece en Boni (2006).

En relación a esta literatura, cabe destacar el artículo de Boni (2006), citado anteriormente, donde la autora analiza los efectos de los fallos en la entrega de acciones para su liquidación en los mercados de renta variable de Estados Unidos antes de que entrara en vigor la regulación SHO. Por una parte, se observa que antes de la puesta en marcha de esta regulación, la mayoría de las emisiones de renta variable en Estados Unidos, cotizadas y no cotizadas, experimentaban al menos un pequeño porcentaje de fallos en la entrega para su liquidación. Además, una parte sustancial de las emisiones (un 42% de las emisiones cotizadas y un 47% de las no cotizadas) tenía fallos persistentes en la entrega con retrasos de cinco o más días. La autora predice que la implantación de la regulación SHO provocará un descenso significativo en el volumen de las ventas en corto al descubierto, como consecuencia del coste que supondrán para los vendedores las penalizaciones por fallos en la entrega para la liquidación.

Las predicciones en Boni (2006) son consistentes con los argumentos teóricos desarrollados en Culp y Heaton (2007). En este artículo, los autores describen los efectos tanto positivos como negativos que pueden producir las posiciones cortas al descubierto sobre los mercados de renta variable. En el contexto de un extenso análisis sobre el sistema de liquidación y compensación que ofrece la compañía Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC)<sup>11</sup>, los autores concluyen que los efectos que provocan las ventas en corto al descubierto sobre el mercado de renta variable no son significativamente diferentes de los que generan las ventas en corto cubiertas, es decir, que bajo ciertas condiciones, las ventas en corto al descubierto no provocan efectos adicionales no deseados sobre los mercados de renta variable.

Los autores argumentan que hasta que se produce la entrega de las acciones para su liquidación hay poca diferencia entre las dos formas en que se pueden ejecutar las ventas en corto, cubiertas y descubiertas. La única distinción residiría en la identidad de la parte que actúa como prestamista de las acciones. Así, cuando se realiza una venta en corto cubierta, el que actúa como prestamista es un prestamista de acciones, normalmente un custodio. En cambio, cuando se realiza una operación de venta en corto al descubierto, podría entenderse que el prestamista de las acciones es la parte compradora. Como se ha argumentado anteriormente, las diferencias entre las ventas en corto al descubierto y las cubiertas residen en que los incentivos para el vendedor en corto a la hora de devolver las acciones al prestamista son distintos, y éstos, para el caso de las ventas en corto al descubierto, pueden ser muy diferentes dependiendo de la regulación existente.

Desde un punto de vista empírico, se han realizado diversos trabajos para analizar el impacto de las prohibiciones de las ventas en corto al descubierto sobre la eficiencia de los mercados, esto es, sobre la velocidad de ajuste de los precios. Muchos de estos trabajos se han llevado a cabo en el contexto de la actual crisis, que ha permitido obtener numerosa información bajo distintos marcos regulatorios.

Fotak et al. (2009) también estudian empíricamente el comportamiento de las ventas en corto al descubierto en los mercados de renta variable de Estados Unidos antes y después de la introducción de la regulación SHO. En este artículo, los autores encuentran que en las situaciones en las que los precios estaban aparentemente por

---

11 DTCC opera en los mercados de valores de Estados Unidos. Provee servicios de compensación y liquidación de acciones, bonos corporativos y municipales, valores respaldados por activos y gubernamentales, así como instrumentos del mercado monetario y derivados OTC.

debajo de su valor de equilibrio, éstos revertían a la media a una velocidad mayor tras el establecimiento de la regulación SHO. Este resultado se puede interpretar como que en los mercados existía un menor impacto en los precios proveniente de las posiciones en corto al descubierto una vez introducida la regulación SHO. Los vendedores en corto al descubierto comenzaron a operar, bajo la regulación SHO, como proveedores de liquidez que corregían los desequilibrios en los flujos de los libros de órdenes. En este sentido, estos inversores desempeñaban funciones de arbitraje y ayudaban a estabilizar los mercados, mitigando el error en el precio de las acciones sobrevaloradas.

Estos mismos autores analizan el comportamiento de varias acciones de empresas financieras en el contexto de esta última crisis para comprobar cuál ha sido la influencia de las ventas en corto al descubierto sobre los descensos de los precios. En concreto, estudian el periodo comprendido entre el 21 de julio y el 12 de agosto de 2008, periodo en el que se produjeron las mayores caídas en el valor de mercado de los emisores contemplados. El principal resultado de este análisis es que no existe una evidencia significativa de que el fuerte descenso de los precios de las acciones en ese periodo se debiera a la actividad de los inversores con posiciones cortas al descubierto.

Adicionalmente, en este mismo artículo, los autores realizan un estudio para observar el efecto que tuvieron en el mercado las prohibiciones de las ventas en corto al descubierto que se produjeron entre el 15 de julio y el 12 de agosto de 2008 y que afectaron a 19 emisiones. Tras encontrar que durante ese periodo se produjeron mayores desviaciones del precio de las acciones respecto a sus valoraciones teóricas y menores volúmenes de negociación, los autores concluyen que la prohibición de las ventas en corto al descubierto dañó el proceso de formación de precios e impactó negativamente en la liquidez del mercado.

Por otro lado, en dos artículos sobre este tema, Boulton y Braga-Alves (2009a y 2009b) también analizan los efectos de las prohibiciones sobre las ventas en corto en descubierto en los mercados de Estados Unidos durante las fechas en que estuvieron vigentes. En el primero de estos estudios se alcanzan dos resultados importantes. En primer lugar, se observa que se produjo un aumento de los precios durante los días previos a la puesta en marcha de la prohibición de las ventas en corto al descubierto. Sin embargo, en los días posteriores al anuncio de la prohibición, dichos aumentos de los precios quedaron prácticamente anulados. En segundo lugar, en línea con lo mostrado en Fotak et al. (2009), observan que se produjo una reducción de los volúmenes de negociación y un ensanchamiento de las orquillas *bid-ask* durante el periodo en que duró la restricción, concluyendo que hubo un deterioro en la calidad de la negociación de las acciones afectadas. Además, y de forma consistente con los argumentos desarrollados por Abrew y Brunnermeier (2002) y Scheinkman y Xiong (2003), en este artículo se muestra que se produjo un incremento en la volatilidad diaria durante el periodo en que estuvieron vigentes las restricciones.

En el segundo de los artículos (2009a), Boulton y Braga-Alves llegan a la misma conclusión que Fotak et al. (2009): los vendedores en corto al descubierto no exacerbaban las caídas de los precios de las acciones en los momentos en que se producen. Sus resultados sugieren que esta operativa contribuye a la eficiencia del mercado, al proveer liquidez en mercados alcistas y al vender acciones que ellos consideran que están sobrevaloradas.

A modo de resumen, por tanto, se podría afirmar que, en condiciones normales, las ventas en corto tienen efectos positivos para los mercados, aunque las descubiertas pueden tener ciertas consecuencias negativas si durante el proceso de la liquidación no se penaliza adecuadamente el hecho de no realizar la entrega de los valores en el plazo pactado. A juzgar por la experiencia de la regulación SHO en Estados Unidos, parece que estos fallos en la entrega pueden corregirse, al menos parcialmente, con un sistema de penalizaciones adecuado.

### 3 Las restricciones a las ventas en corto en escenarios con elevada incertidumbre

De los resultados presentados en la sección anterior se deduce que, bajo escenarios de funcionamiento normal de los mercados, restringir o prohibir la operativa en corto puede ofrecer más inconvenientes que ventajas. Sin embargo, en condiciones extraordinarias puede ser conveniente contemplar la posibilidad de establecer restricciones y, en último caso, prohibir la operativa de la venta en corto en momentos en los que exista una gran incertidumbre sobre el comportamiento futuro de la economía. En ese caso, podría existir una disyuntiva entre tener unos mercados menos eficientes por la restricción a las operaciones en corto y una economía real donde la toma de decisiones sea más eficiente.

Una característica común de los resultados de la literatura expuestos hasta este momento es que los mismos se obtienen bajo el supuesto de que el valor del emisor de las acciones no se ve afectado por los precios de las acciones que se pueden observar en los mercados. En otras palabras, se asume que el valor fundamental de las acciones es irrelevante para la toma de algunas decisiones reales de inversión, gasto, etc. que toman diversos agentes, sobre todo gestores y deudores y que afectan al valor del emisor.

Sin embargo, en momentos de incertidumbre sobre el futuro comportamiento de la economía es más probable que los agentes económicos (por ejemplo, gestores o prestamistas) que toman las decisiones que afectan a las inversiones de las empresas no encuentren referentes fiables en los que basar su decisiones. En esos momentos, uno de los escasos referentes de que estos agentes disponen son los precios observados en los mercados financieros y, especialmente, en los mercados de renta variable, debido a su elevado nivel de transparencia. En un contexto de este tipo, los vendedores en corto podrían utilizar los mercados para deteriorar el valor de un emisor. Cuando existe una gran presión vendedora en los mercados por parte de los vendedores en corto, tanto los propietarios como los deudores de un emisor podrían tomar los precios como señal negativa en cuanto a las perspectivas futuras del emisor. Esta visión negativa les podría llevar a tomar decisiones excesivamente conservadoras sobre las futuras inversiones del emisor, lo que podría redundar en una pérdida en el valor del emisor<sup>12</sup>.

En los últimos años, varios artículos han tratado de explorar la posibilidad aquí descrita de que el valor del emisor dependiera del precio de sus acciones en los mer-

---

12 Este es el caso, por ejemplo, de algunas cláusulas que en ocasiones se incluyen en los contratos de préstamo, de acuerdo a las cuales al prestatario se le exige la aportación de garantías adicionales para respaldar el préstamo cuando la cotización de su acción cae por debajo de un determinado umbral.

cados de renta variable. Cabe citar como ejemplos destacados de esta literatura los artículos de Hirshleifer, Subrahmanyam y Titman (2006), Ozdenoren y Yuan (2007) y Goldstein y Guembel (2008).

Algunos de estos trabajos, como el de Goldstein y Guembel (2008), concluyen que puede ser conveniente establecer límites a las ventas en corto en situaciones de elevada incertidumbre. En efecto, estos autores argumentan que en escenarios de gran presión vendedora, las ventas en corto puede exacerbar la posible retroalimentación entre el valor de mercado de una acción y el valor intrínseco de la compañía en cuestión, lo que puede llevar a situaciones en las que los gestores de la empresas tomen decisiones subóptimas.

## 4 Conclusiones

A raíz de la agudización de la crisis financiera global tras los eventos de septiembre de 2008, algunos supervisores de valores decidieron imponer restricciones a las ventas en corto en los mercados de acciones. En algunas jurisdicciones, se impuso la visión de que las actividades de los vendedores en corto eran responsables de la caída vertiginosa de las cotizaciones, especialmente las de los valores financieros, y de la alta volatilidad que se estaba produciendo en los mercados de renta variable, con efectos potencialmente desestabilizadores para el sistema financiero en su conjunto.

Ahora bien, las restricciones y las prohibiciones sobre esta práctica financiera pueden tener algunos efectos contraproducentes para los mercados de renta variable. De hecho, existe una creciente evidencia empírica que sugiere que prohibir las ventas en corto reduce la liquidez y la eficiencia de los mercados, a la vez que puede resultar poco efectiva para impedir la caída del precio de las acciones en mercados bajistas. Al mismo tiempo, algunos estudios recientes han documentado que las medidas dirigidas a aumentar la transparencia sobre las posiciones de venta en corto tienden a favorecer la liquidez en estos mercados.

Los resultados anteriores, cuya validez en tiempos de normalidad en el funcionamiento de los mercados apenas ha sido contestada, requieren de matizaciones cuando se trata de analizar los efectos de las ventas en corto en circunstancias especiales. Así, en el contexto de la actual crisis financiera, algunos reguladores y supervisores han puesto en marcha o mantenido restricciones a las operaciones en corto descubiertas en las que la parte vendedora no dispone, en el momento de la negociación, de los títulos vendidos. En este sentido, a pesar de que existen argumentos para pensar que ambos tipos de ventas en corto, cubiertas y descubiertas, tienen un efecto análogo sobre la eficiencia de los mercados, las operaciones descubiertas pueden plantear problemas añadidos para el buen funcionamiento de éstos, derivados de los posibles fallos en la liquidación de este tipo de operaciones.

Si bien es cierto que, en general, la evidencia disponible sugiere que prohibir o restringir las ventas en corto en condiciones de normalidad en el funcionamiento de los mercados puede ser, en términos netos, contraproducente, en los últimos años varios trabajos han subrayado que pueden darse determinadas circunstancias en las que es conveniente establecer algún tipo de restricción a esta operativa. En concreto, este puede ser el caso en situaciones en las que existen asimetrías de información

importantes entre los distintos inversores o en momentos de elevada incertidumbre agregada, con riesgo para la estabilidad del sistema financiero en su conjunto.

## 5 Referencias bibliográficas

Abreu, D. y Brunnermeier, M. (2002). "Synchronization risk and delayed arbitrage". *Journal of Financial Economics*, vol. 66, pp. 341-360.

Abreu, D. y Brunnermeier, M. (2003). "Bubbles and crashes". *Econometrica*, vol. 71, pp. 173-204.

Aitken, M., Frino, A., McCorrey, M. y Swan, P. (1998). "Short sales are almost instantaneous bad news: evidence from the Australian stock exchange". *Journal of Finance*, vol. 53, pp. 2205-2223.

Beber, A. y Pagano, M. (2010). *Short-selling bans around the world: evidence from the 2007-09 crisis*. CSEF Working Paper.

Boehmer, E., Junes, C. y Zhang, X. (2008). "Which shorts are informed?". *Journal of Finance*, vol. 63, pp. 491-526.

Boni, L. (2006). "Strategic delivery failures in U.S. equity markets". *Journal of Financial Markets*, vol. 9, pp. 1-26.

Boulton, T.J. y Braga-Alves, M.V. (2009a). *Naked short selling and market returns*. Miami University Working Paper.

Boulton, T.J. y Braga-Alves, M.V. (2009b). *The skinny on the 2008 naked short sale restrictions*. Miami University Working Paper.

Bris, A., Goetzmann, W. y Zhu N. (2007). "Efficiency and the bear: short sales and markets around the world". *Journal of Finance*, vol. 62, pp. 1029-1079.

Buenaventura, R. (2008). "Las ventas en corto de acciones (short selling)". *Boletín de la CNMV*, IV trimestre.

CESR (2008-2010). *Measures adopted by CESR members on short selling*.

CESR (2010). *Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime*. Documento CESR/10-088.

Comisión Europea (2010). *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps*. 15 de septiembre.

Culp, C. y Heaton, J.B. (2008). *The economics of naked short selling*. Regulation, spring.

Danielsen, B.R. y Sorescu, S.M. (2001). "Why do option introductions depress stock prices? A study of diminishing short-sale constraints". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 36, pp. 451-484.

Diamond, D. y Verrecchia, R. (1987). "Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information". *Journal of Financial Economics*, vol. 18, pp. 277-311.

- Diether, K., Lee, K. y Werner, I. (2007). *It's SHO time! Short-sale price test and market quality*. Ohio State University Working Paper.
- Evans, R., Geczy, C, Musto, D. y Reed, A. (2009). "Failure is an option: impediments to short selling and option prices". *Review of Financial Studies*, vol. 22, pp. 1955-1980.
- Fotak, V., Raman, V. y Yadav, P. (2009). *Naked short selling: the emperor's new clothes?*. Oklahoma University Working Paper.
- Gezy, C., Musto, D. y Reed, A. (2002). "Stocks are special too: an analysis of the equity lending market". *Journal of Financial Economics*, vol. 66, pp. 241-269.
- Goldstein, I. y Guembel, A. (2008). "Manipulation and the allocation role of prices". *Review of Economic Studies*, vol. 75, pp. 133-164.
- Harrison, M. y Kreps, D. (1978). "Speculative investor behaviour in a stock market with heterogeneous expectations". *Quarterly Journal of Economics*, vol. 92, pp. 323-336.
- Hirshleifer, D., Subrahmanyam, A. y Titman, S. (2006). "Feedback and the success of irrational investors". *Journal of Financial Economics*, vol. 81, pp. 311-338.
- Hong, H. y Stein, J. (2003). "Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes". *Review of Financial Studies*, vol. 16, pp. 487-525.
- Jones, C. y Lamont, O. (2002). "Short sales constraints and stock returns". *Journal of Financial Economics*, vol. 46, pp. 733-746.
- Miller, E. (1977). "Risk, uncertainty, and divergence of opinion". *Journal of Finance*, vol. 32, pp. 1151-1168.
- Ozdenoren, E. y Yuan, K. (2007). *Feedback effects and asset prices*. Michigan University Working Paper.
- Reed, A. (2007). *Costly short selling and stock price adjustment to earning announcements*. North Carolina University Working Paper.
- Scheinkman, J. y Xiong, W. (2003). "Overconfidence and speculative bubbles". *Journal of Political Economy*, vol. 111, pp. 1183-1219.
- Shkilko, A., Van Ness, B. y Van Ness, R. (2009). *Aggressive short selling and price reversals*. Mississippi University Working Paper.





# Informe anual de Gobierno Corporativo de las compañías del Ibex 35. Ejercicio 2009

David Prieto Ruiz y Ángel Domínguez Fernández-Burgos(\*)

\* David Prieto y Ángel Domínguez pertenecen al Departamento de Informes Financieros y Corporativos de la CNMV.



# 1 Introducción

Existe una opinión generalizada de que una de las áreas en las que se han constatado importantes debilidades a lo largo de la actual crisis económica y financiera ha sido la de las prácticas de gobierno corporativo de las entidades.

En junio de 2009, la OCDE publicó un informe sobre aspectos del gobierno corporativo relacionados con la crisis que pone de manifiesto que las principales debilidades se han observado en el ámbito de la gestión de riesgos y en la políticas sobre sistemas retributivos (OCDE, 2009).

La búsqueda de soluciones para los problemas identificados ha estimulado un amplio debate sobre las posibles mejoras a introducir en el gobierno corporativo de las entidades. Así, instituciones como la Comisión Europea (CE) o el Financial Stability Board (FSB) han difundido diversas recomendaciones, en especial sobre los sistemas de remuneración de los consejeros de las empresas cotizadas<sup>1</sup>.

Si bien en España la incidencia de estas debilidades ha sido menor que en otras jurisdicciones, nuestro país no se ha mantenido al margen del proceso de revisión de las prácticas de gobierno corporativo, avanzándose de forma notable en la incorporación de las recomendaciones internacionales a nuestro marco de actuación. En concreto, actualmente está en proceso de revisión el Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG) para incorporar las nuevas recomendaciones de la CE sobre retribuciones de los consejeros<sup>2</sup>. Asimismo, el proyecto de la Ley de Economía Sostenible prevé establecer como obligatorias ciertas recomendaciones sobre transparencia de las remuneraciones.

El sistema de gobierno corporativo español se basa en un esquema mixto de recomendaciones y normas de obligado cumplimiento. Las primeras están recogidas en el CUBG. Aun cuando se trata de estándares de aplicación voluntaria, su no aplicación exige que las empresas expliquen públicamente por qué adoptan esa opción (principio de “cumplir o explicar”).

Dentro de las normas de obligado cumplimiento, la Ley del Mercado de Valores establece que las sociedades cotizadas deberán hacer público, con carácter anual, un Informe de Gobierno Corporativo (IAGC), que será difundido como hecho relevante. El IAGC tiene por objeto facilitar una información completa y razonada sobre las

---

1 *Recomendación de la Comisión Europea de 30 de abril de 2009, que complementa las Recomendaciones 2004/913/CE y 2005/162/CE en lo que atañe al sistema de remuneración de los consejeros de las empresas que cotizan en bolsa; FSB Principles for Sound Compensation Practices, 25 de septiembre de 2009.*

2 El Código Unificado fue aprobado por el Consejo de la CNMV el 22 de mayo de 2006 como documento único con las recomendaciones de gobierno corporativo existentes, a fin de que las sociedades cotizadas lo tomen como referencia cuando, en cumplimiento de la obligación establecida en el artículo 116 de la LMV, consignen en su IAGC si siguen o no las recomendaciones establecidas sobre gobierno corporativo.

estructuras y prácticas de gobierno corporativo de las sociedades emisoras de valores cotizados, a fin de que los inversores y otros usuarios de la información puedan formarse una opinión fundada.

El presente artículo analiza las principales características de las estructuras de gobierno corporativo de las compañías del Ibex 35, a partir del estudio de sus IAGC correspondientes al ejercicio 2009.

Para ello, el artículo se estructura en siete secciones. La sección segunda resume los aspectos básicos de la estructura de la propiedad, del Consejo de Administración y de la remuneración de los consejeros y directivos de las compañías del Ibex. Los sistemas de control de riesgos y las operaciones vinculadas se detallan en las secciones tercera y cuarta. En las secciones quinta y sexta se analiza el funcionamiento de la Junta general y el grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado. La última sección presenta las consideraciones finales.

## 2 Estructura de la propiedad y de la administración del Ibex

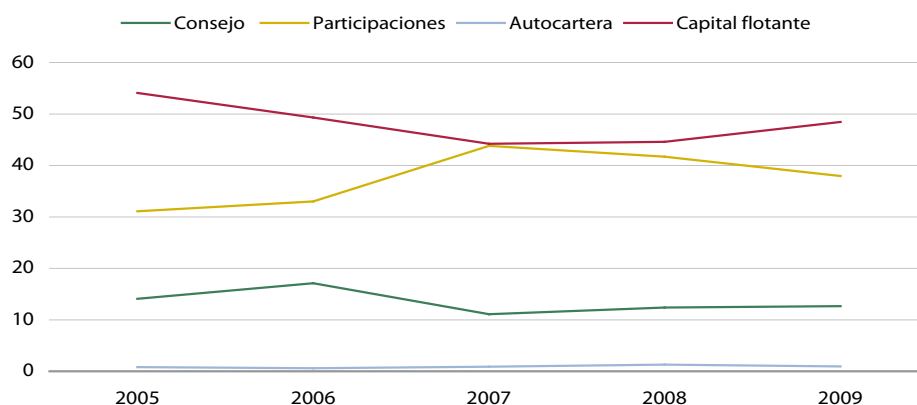
### 2.1 Estructura de la propiedad

Uno de los aspectos claves para conocer la estructura de gobierno corporativo de una sociedad es identificar a los accionistas y la participación que tienen en sus órganos de gobierno. Así, en los IAGC se deben detallar los accionistas que tengan una participación igual o superior al 3% de los derechos de voto del capital social o que, con un porcentaje inferior, tengan la posibilidad de proponer o hayan propuesto la designación o destitución de algún miembro del Consejo de Administración. En el caso de los consejeros esta obligación es más exigente y éstos tienen que indicar cualquier participación que posean en el capital de la sociedad.

Según los datos aportados en los IAGC de 2009, el 38% del capital social de las compañías del Ibex está en manos de accionistas significativos, los consejeros poseen el 12,7% y el 0,9% corresponde a autocartera. Así pues, el 48,4% restante puede considerarse como una aproximación del capital flotante.

Distribución del capital de las compañías del Ibex

GRÁFICO 1



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

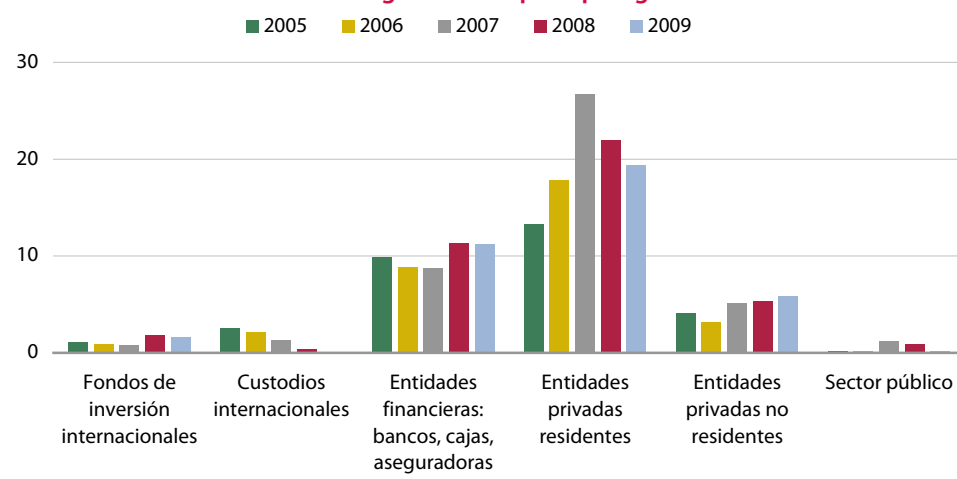
Como se advierte en el gráfico 1, la proporción del capital flotante sobre el total aumentó en 2009 respecto al año anterior (en 3,8 puntos porcentuales), en detrimento, sobre todo, del grupo de accionistas significativos. El análisis de la información presentada por las compañías permite resaltar los siguientes aspectos relacionados con el aumento señalado:

- Una tercera parte del incremento del capital flotante se explica por los cambios registrados en la composición del índice, esto es, por la incorporación de empresas con una mayor proporción de capital flotante que la de aquéllas que abandonaron el índice.
- Al cierre del ejercicio, 20 de las 35 compañías del Ibex tenían un capital flotante superior al 40%, frente a 16 en 2008, y en dos sociedades esta proporción era inferior al 15%.

Como se aprecia en el gráfico 1, los accionistas significativos no consejeros redujeron su presencia en el capital de las empresas del Ibex, situándose, en promedio, en el 38% del capital (el 41,7% en 2008). El gráfico 2 recoge su distribución según la tipología de los inversores, respecto a la cual pueden resaltarse las siguientes características:

### Distribución de los accionistas significativos por tipología

GRÁFICO 2



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

- El descenso más importante, en valor absoluto, correspondió a las entidades privadas residentes, con una disminución de 2,7 puntos porcentuales respecto al año anterior.
- La participación de las entidades financieras en el capital de las compañías del Ibex descendió ligeramente (0,1 puntos porcentuales). Las cajas de ahorro siguieron manteniendo una presencia relevante en el accionariado de las sociedades cotizadas, aunque la redujeron en 2009: nueve cajas (once en 2008) declararon 16 participaciones en el capital (22 en 2008) de doce compañías (13 en 2008).
- En doce sociedades del Ibex (13 en 2008) existe alguna persona, física o jurídica, que posee la mayoría de los derechos de voto o que ejerce o puede ejercer el control.

- En otras siete sociedades, igual que en 2008, la suma de participaciones significativas declaradas, incluyendo los paquetes accionariales en poder del Consejo, superó el 50% del capital social, sin que existiera ningún accionista que individualmente ejerciera el control.

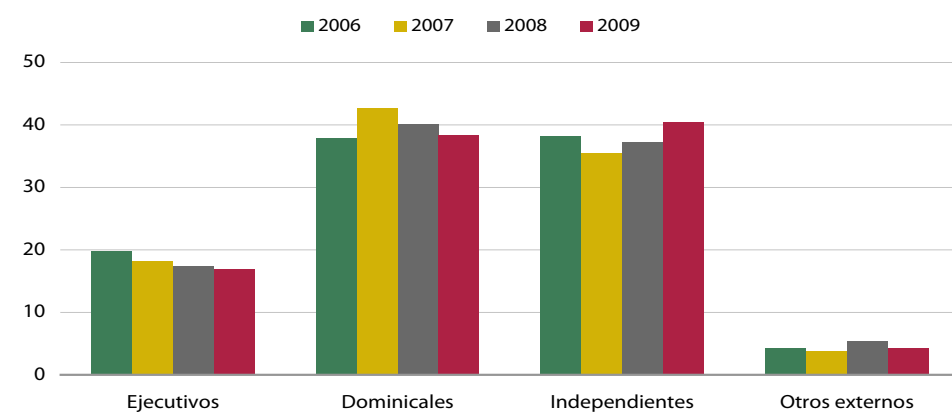
## 2.2 Estructura de la administración de la sociedad

En 2009, un total de 490 consejeros (507 en 2008) componían los órganos de administración de las sociedades del Ibex. El tamaño medio de los consejos se situó en 14,4 miembros, en línea con el ejercicio anterior (14,5).

El Código Unificado de Buen Gobierno recomienda que una amplia mayoría de los miembros del Consejo sean consejeros externos, o lo que es lo mismo, que los consejeros que tengan funciones ejecutivas constituyan el mínimo necesario para atender las necesidades de información y coordinación. En las compañías del Ibex, los consejeros externos –dominicales, independientes y otros– constituyen una amplia mayoría respecto a los ejecutivos, tal y como muestra el gráfico 3. De acuerdo a la información contenida en ese gráfico acerca de la composición del Consejo y su evolución más reciente se advierte que:

Composición del Consejo por tipología

GRÁFICO 3



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

- Los consejeros dominicales e independientes mantuvieron una representación mayoritaria en el Consejo durante el periodo 2006-2009. Desde el año 2007, se ha incrementado casi cinco puntos porcentuales la presencia de consejeros independientes, en detrimento del resto de tipologías.
- Entre 2008 y 2009 el número de sociedades con mayoría de consejeros independientes en su Consejo pasó de seis a siete. Por el contrario, las sociedades con mayoría de dominicales se redujo de nueve a siete durante el mismo período.

El incremento de la representación de los consejeros independientes en el órgano de administración se tradujo en un aumento de su presencia en las comisiones delegadas. El incremento más importante se dio en la comisión ejecutiva, donde la representación de los consejeros independientes pasó del 28% en 2008 al 30,2% en 2009.

En cuanto al sexo de los consejeros, se incrementó la presencia de consejeras en las compañías del Ibex, que en 2009 pasaron a representar, en promedio, el 10,2% de la composición total del Consejo, frente al 8,7% en 2008. A pesar de este incremento, el porcentaje medio de consejeras ejecutivas descendió del 4,5% al 4%.

El siguiente cuadro muestra la evolución de la presencia de mujeres en los consejos de Administración de las compañías del Ibex durante el periodo 2005-2009, así como el porcentaje que representan y la tipología a la que pertenecen:

### Presencia de mujeres en los consejos

CUADRO 1

	Número de consejeras		Número de sociedades con consejeras		Distribución del número de consejeras según tipo (%)			
	Número	%	Número	%	Ejecutiva	Dominical	Independiente	Otras
2009	50	10,2	27	79,4	4,0	32,0	64,0	0,0
2008	44	8,7	26	74,3	4,5	29,6	63,6	2,30
2007	30	6	21	60	6,7	36,6	56,7	0,0
2006	26	5,1	19	54,3	15,4	42,3	42,3	0,0
2005	17	3,3	12	34,3	11,8	47,1	41,2	0,0

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

En 19 compañías del Ibex donde la presencia de mujeres en el Consejo de Administración era escasa o nula se tomaron las medidas que recomienda el Código Unificado para corregir esta situación. El porcentaje de mujeres en los órganos de administración de estas sociedades fue del 14%, cuatro puntos porcentuales más que la media del Ibex.

El Código Unificado recomienda que el Consejo se reúna con la frecuencia precisa para desempeñar sus funciones. Durante el año 2009, el número de reuniones celebradas por los consejos de Administración osciló entre seis (cuatro sociedades) y 17 (dos sociedades). El promedio se situó en 10,9 reuniones.

### 2.3 Remuneraciones del Consejo y la alta dirección

En el cuadro 2 se incluye la evolución, en cifras agregadas, de las retribuciones devengadas por los consejos de las sociedades del Ibex en los últimos cuatro años:

#### Remuneración de los miembros del Consejo

CUADRO 2

	2006	2007	2008	2009
<b>Importe de la retribución</b> (miles de euros)				
Promedio por Consejo	7.245	7.768	7.551	8.679
Promedio por consejero:	502	542	521	602
Consejeros ejecutivos	1.911	2.288	2.206	2.720
Consejeros externos	154	155	167	170
<b>Promedio sobre resultados</b> (en %)	1,30	1,61	1,27	1,60 <sup>1</sup>
<b>Distribución por conceptos</b> (% s/total)				
Retribución fija	35	36	38	34
Retribución variable	31	30	29	30
Dietas	8	7	7	7
Otras remuneraciones	26	27	25	30

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

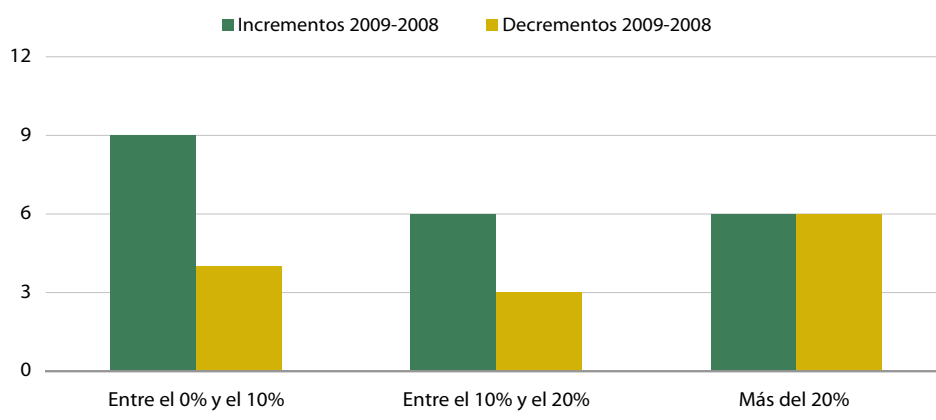
1 Para el cálculo de este promedio no se han tenido en cuenta a tres compañías del Ibex que tuvieron resultados negativos en 2009.

En el año 2009, la remuneración devengada por los consejos de Administración de las sociedades del Ibex ascendió, en promedio, a 8,7 millones de euros, un 14,9% más que el año anterior. La retribución media por consejero se situó en 602.000 euros anuales, lo que supone un incremento del 15,5% respecto a 2008.

Estos aumentos se explican, en gran medida, por los importes pagados debido a ceses de consejeros como consecuencia de operaciones corporativas. En particular, una sociedad desembolsó 29,7 millones de euros por la indemnización y prejubilación de tres consejeros. Sin contar este caso, la remuneración media por Consejo se habría incrementado un 3,4% y el promedio por consejero un 3,9%.

En el gráfico 4 se muestra la distribución de las compañías del Ibex agrupadas en función de las variaciones interanuales de la remuneración media de los consejeros. Así, la remuneración se incrementó en 21 de las 35 empresas que componían el índice.

**Variaciones interanuales de la remuneración media de los consejeros** GRÁFICO 4



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

En cuanto a la alta dirección de las compañías del Ibex, el número de miembros de la misma ascendía a 502 (514 en 2008) y su retribución media se situó en 699.000 euros, lo que representa un incremento del 3,5% sobre el año anterior.

Finalmente, cabe señalar que un total de 29 compañías del índice (el 85,3% del total) tienen establecidas cláusulas de garantía o blindaje que afectan a 256 miembros de la alta dirección. En general, el órgano encargado de aprobar dichas cláusulas fue el Consejo de Administración, salvo en dos sociedades, en las que se sometieron a la aprobación de la Junta general. Un total de 16 entidades declaran haber informado a la Junta de la existencia de este tipo de cláusulas.

### 3 Control de riesgos

Considerando el difícil contexto económico y financiero en el que las sociedades cotizadas han desarrollado su actividad en los últimos años, cada vez cobran mayor importancia los sistemas de control interno implantados para identificar eventos potenciales que pudieran afectar a la organización y al desarrollo normal de su ac-



tividad, así como para gestionar sus riesgos y proporcionar un grado de seguridad razonable sobre el logro de objetivos.

La importancia de este tipo de mecanismos de control y gestión de riesgos implica que las sociedades cotizadas tienen que describir en su IAGC la política de gestión de riesgos y los sistemas de control que tienen establecidos e identificar los riesgos potenciales a los que se enfrentan, así como aquéllos que se han materializado durante el ejercicio, y señalar el órgano encargado de establecer y supervisar los dispositivos de control. Así, todas las sociedades del Ibex proporcionan información, con mayor o menor detalle, de los modelos en los que basan sus sistemas de control de riesgos. También, todas ellas describen los principios en los que se basan sus políticas de control interno, siendo los más recurrentes la independencia de la función de riesgos, la gestión integral de los mismos y la implicación de todo el personal de la sociedad.

Por otro lado, en 2009 se incrementó el número de compañías del Ibex que identificaron en sus IAGC los riesgos concretos que se materializaron durante el ejercicio, pasando de seis –el 17,1% del total– en 2008 a doce –el 35,4%– en 2009. Un total de nueve compañías señalan que no se materializó ningún riesgo potencial (26,4% frente al 48,6% del ejercicio anterior) y las 13 restantes tan sólo indican que se materializaron los riesgos propios de la actividad de las diferentes entidades del grupo.

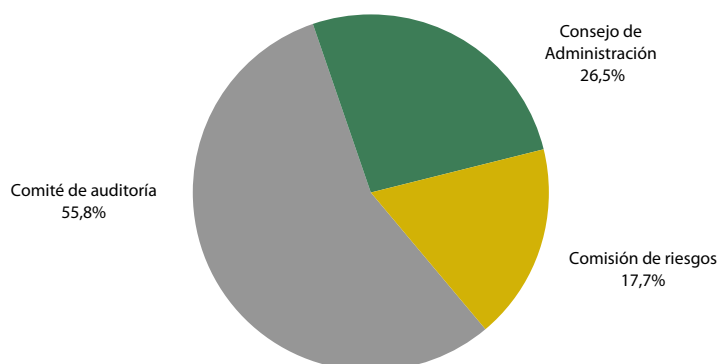
Los IAGC también deben informar de las comisiones y órganos de gobierno encargados de establecer y supervisar los dispositivos de control. En este sentido, las sociedades señalan que son varios los órganos que participan en los sistemas de control de riesgos (comisión de riesgos, comité de auditoría, auditoría interna, comité de dirección, etc.), destacando que el Consejo, dentro de su función de supervisión, tiene la responsabilidad de identificar los principales riesgos a los que se enfrenta la sociedad.

La Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero estableció la obligación de que el comité de auditoría tuviera entre sus funciones la supervisión de los servicios de auditoría interna y el conocimiento del proceso de información financiera y de los sistemas de control interno de la sociedad.

El gráfico 5 muestra la distribución de las sociedades cotizadas en función del órgano encargado de establecer y supervisar los dispositivos de control.

#### Órgano encargado de establecer y supervisar los dispositivos de control de riesgos

GRÁFICO 5



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

## 4 Operaciones con partes vinculadas

Las sociedades cotizadas deben informar en los estados financieros intermedios, en las cuentas anuales y en el IAGC sobre las operaciones que realicen con los accionistas significativos, los administradores, los cargos directivos y otras partes relacionadas, así como de las transacciones intragrupo que no se eliminen en el proceso de consolidación. En el IAGC, este requisito de transparencia se limita a las operaciones vinculadas que sean significativas por su cuantía o relevantes para una adecuada comprensión de los estados financieros.

Las compañías del Ibex realizaron en 2009 operaciones con sus accionistas significativos por un importe de 63.450 millones de euros, un 36% más que el año anterior. Tales operaciones han estado motivadas, básicamente, por la compraventa de activos y el pago de dividendos. Las transacciones de las que dieron cuenta cuatro sociedades representan el 85,9% del volumen total.

La mayoría de las transacciones con accionistas significativos (el 64,6% del total) correspondieron a créditos, avales o garantías concedidos por bancos y cajas de ahorro que eran accionistas significativos de las sociedades cotizadas. El 14,3% tuvo su origen en los dividendos pagados durante el ejercicio y otro 7,5% correspondió a la compraventa de productos terminados. Los IAGC de un total de 16 compañías –el 47,1% del Ibex– no incluyen ninguna operación realizada por la sociedad con sus accionistas. En diez de ellas, ningún banco o caja era accionista significativo.

El volumen total de las operaciones comunicadas con administradores y directivos ascendió a 1.298 millones de euros y estuvo muy concentrado en pocas sociedades. Las transacciones realizadas por tres compañías representaron el 91,1% del importe total agregado de las compañías del Ibex. Por el contrario, 20 entidades –el 58,8% del total– no comunicaron ninguna transacción con sus consejeros y directivos.

El 60,5% del importe agregado de las operaciones con administradores y directivos correspondió a la compraventa de activos, principalmente proyectos y parques eólicos. Otro 32,1% correspondió a transacciones de tipo financiero realizadas con entidades de crédito y un 5% adicional tuvo su origen en los dividendos pagados en el ejercicio.

El volumen de las transacciones con consejeros y directivos disminuyó durante 2009 un 15,2% con respecto al ejercicio precedente, como consecuencia de la salida del índice de una sociedad que se fusionó.

En cuanto a las transacciones intragrupo, tres compañías del Ibex (cinco en 2008) realizaron operaciones por un importe de 967 millones de euros (1.631 millones en 2008).

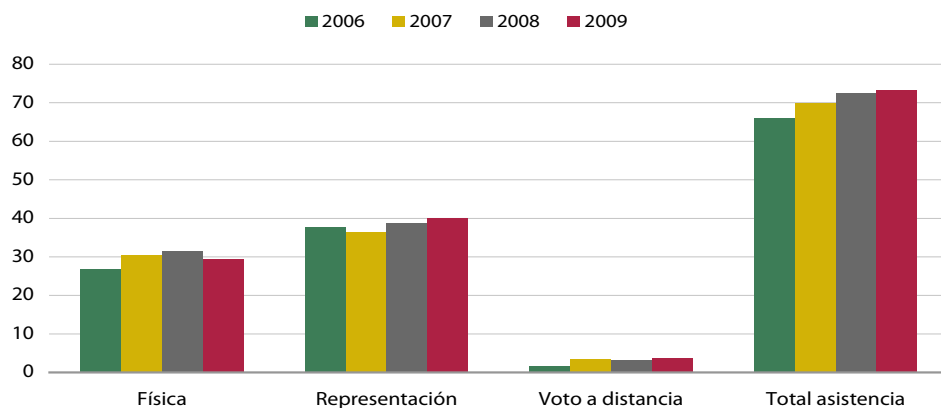
## 5 Junta general

El gráfico 6 muestra la evolución, en promedio, de la participación de los accionistas de las empresas del Ibex en las juntas generales celebradas en el periodo 2006-2009, diferenciando los porcentajes de capital que corresponden a los accionistas presentes, a los representados y al voto a distancia.

### Participación en las juntas generales

GRÁFICO 6

Porcentaje sobre el capital



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

El porcentaje medio de asistencia a las juntas generales de accionistas registrado en el año 2009 se situó en el 73,3% (el 72,5% en 2008) en términos de su representatividad del capital social, lo que confirma el aumento progresivo que se viene registrando desde el año 2006.

Al mismo tiempo, se redujo el nivel de presencia física y aumentó la participación en representación y a distancia. Al igual que en ejercicios anteriores, el porcentaje de capital de los accionistas que asistieron a la Junta fue inferior al representado mediante delegación de voto.

En este contexto, conviene señalar que un total de seis compañías –el 17,6% del Ibex– tienen establecidos límites en sus estatutos respecto al porcentaje máximo de derechos de voto que un accionista puede ejercer en las juntas generales. Cinco de ellas han fijado un porcentaje máximo del 10% del capital y la restante, del 3% del capital.

Por su parte, el 55,9% (el 60% en 2008) de las compañías del Ibex han establecido requisitos sobre el número mínimo de acciones para poder asistir a las juntas generales:

- En nueve sociedades el límite se sitúa entre 500 y 1.500 acciones.
- En diez sociedades el número de acciones es inferior a 500.
- Las 15 restantes no tienen ninguna restricción estatutaria de esta naturaleza.
- Una sociedad eliminó el límite durante el año 2009.

## 6 Seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado

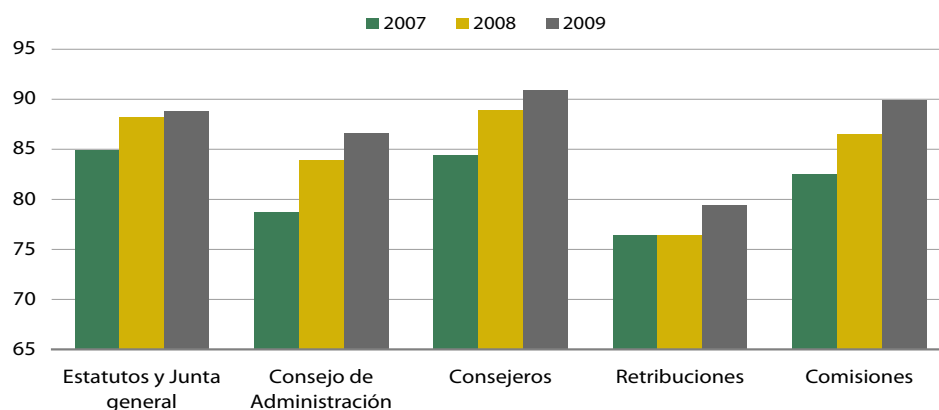
De acuerdo con el principio de “cumplir o explicar”, las sociedades cotizadas tienen que informar en su IAGC del grado de seguimiento de las 58 recomendaciones del Código Unificado –indicando si las cumplen plenamente, si lo hacen de modo parcial o si no las cumplen– y explicar, en su caso, las prácticas o criterios que se apartan de las recomendaciones.

A nivel agregado, las declaraciones incluidas en los IAGC del año 2009 sobre el grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado ponen de manifiesto, entre otros, los siguientes aspectos:

- El grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado fue alto:
  - En promedio, las sociedades del Ibex cumplieron plenamente el 87,5% de las recomendaciones del Código que les resultaban aplicables y, de forma parcial, otro 6,7%. Por tanto, a nivel agregado, no siguen, ni siquiera de forma parcial, el 5,8% de las recomendaciones (el 7,2% en 2008).
  - Todas las sociedades del Ibex, excepto una, siguieron más del 75% del Código Unificado. Trece compañías –el 38,2% del total– cumplieron más del 90% del Código Unificado, de las cuales una declara haber cumplido el 100% de las recomendaciones.
  - Un total de 20 recomendaciones –el 34,5% del Código Unificado– fueron seguidas por todas las compañías del Ibex.
- Como en ejercicios anteriores, las recomendaciones que menos se cumplen son las relativas al régimen de aprobación y transparencia de las retribuciones de los consejeros (véase el gráfico 7). Su grado de seguimiento, de un 79,4% en 2009, siguió siendo inferior a la media del Código Unificado, aunque se registró un avance de tres puntos porcentuales con respecto a 2008.

Dos recomendaciones del Código fueron seguidas por menos de la mitad de las compañías del Ibex. En concreto, la recomendación 40, que establece que el Consejo someta a la Junta un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros, y la 41, que requiere que en la memoria se detallen las retribuciones individuales, fueron seguidas por el 35,3% y el 44,1% de las sociedades, respectivamente.

El número de sociedades que detallan las retribuciones individuales de los consejeros (15 compañías) sigue siendo el mismo que en 2008. No obstante, se observa un cierto avance en el número de sociedades que someten a la Junta, como punto del orden del día y con carácter consultivo, un informe sobre la política de retribuciones (doce en 2009, tres más que en 2008).



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

- El grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado pasó del 84,9% en 2008 al 87,5% en 2009. Este avance se explica por el incremento de 34 puntos porcentuales registrado en una sociedad y por la salida del índice de dos compañías que tenían un grado de seguimiento inferior a la media.

Sin considerar los cambios en la composición del índice, el porcentaje de cumplimiento de las recomendaciones del Código Unificado, por parte de las sociedades que formaban el Ibex al cierre de 2009, se habría incrementado 1,4 puntos porcentuales respecto a 2008.

- El 44,1% de las compañías del Ibex declaran cumplir un porcentaje del Código Unificado superior al del ejercicio anterior. Todas las categorías de recomendaciones del Código Unificado registraron mejoras en el grado de seguimiento, como se aprecia en el gráfico 7. El incremento más importante correspondió a las recomendaciones relativas a las comisiones del Consejo de Administración.

La recomendación cuyo seguimiento aumentó en mayor medida en 2009 es la que sugiere que la composición de la comisión delegada sea similar a la del Consejo de Administración, que pasó de ser seguida por el 46,2% de las compañías del Ibex en 2008 al 59,3% en 2009. Esta recomendación era una de las que menor grado de seguimiento registraba en ejercicios anteriores.

## 7 Conclusiones

Durante 2009 se confirmó la tendencia iniciada en ejercicios anteriores por las compañías del Ibex de mejora en sus prácticas de gobierno corporativo para adaptarlas a los estándares de buen gobierno.

El incremento de la presencia de consejeros independientes en los órganos de gobierno, el aumento del capital flotante y la mayor presencia de mujeres en los consejos de Administración provocaron que el grado de seguimiento del Código Unificado pasara del 84,9% en 2008 al 87,5% en 2009.

A pesar de los progresos anteriores, la información sobre ciertas materias de gobierno corporativo, desglosadas en los IAGC, requiere un mayor esfuerzo de transparencia por parte de las sociedades cotizadas y, en particular, en lo que se refiere a las siguientes cuestiones:

**i Explicaciones sobre la falta de seguimiento de las recomendaciones**

Uno de los aspectos a mejorar es la calidad de las informaciones incluidas en los IAGC para explicar la falta de seguimiento de las recomendaciones. El porcentaje de explicaciones redundantes –que reiteran el hecho del incumplimiento y no aclaran los motivos específicos que lo justifican– es superior en las sociedades cotizadas españolas que en las empresas cotizadas de otros países, según un informe encargado por la Comisión Europea, publicado en 2009, sobre la aplicación práctica de los códigos en Europa<sup>3</sup>.

**ii Información sobre las retribuciones de los consejeros**

Las sociedades deben informar en sus IAGC sobre la remuneración devengada por los administradores durante el ejercicio. Esta información se tiene que desglosar por concepto retributivo y tipología de consejero. También tienen que indicar, de forma agregada, otros beneficios concedidos por la sociedad, como anticipos, planes de pensiones, seguros de vida y garantías constituidas. No obstante, en algunos casos, las sociedades no siguen criterios homogéneos para desglosar por conceptos la remuneración de los consejeros o no incluyen alguno de estos conceptos en el epígrafe correspondiente del IAGC, lo que dificulta su comparabilidad.

**iii Sistemas de control de riesgos**

En 2009, las compañías del Ibex ampliaron la información que desglosan en los IAGC sobre sus sistemas de control de riesgos. El número de sociedades que identificaron los riesgos concretos materializados durante el ejercicio pasó de representar el 17,1% en 2008 al 35,4% en 2009. Sin embargo, a pesar de que durante el ejercicio las sociedades han desarrollado su actividad en un difícil contexto económico y financiero, el 64,6% de las compañías del Ibex no identifican los riesgos que les han afectado ni incluyen información sobre la probabilidad de ocurrencia o el posible impacto de los riesgos a los que se enfrenta.

---

3 RiskMetrics Group (2009).

## 8 Bibliografía

Comisión Especial para el estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las Sociedades (1998). *El gobierno de las sociedades cotizadas* (“Código Olivencia”). Disponible en: <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/govsocot.pdf>

Comisión Especial para el fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados financieros y en las sociedades cotizadas (2003). “Informe Aldama”. Disponible en: <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/INFORMEFINAL.PDF>

CNMV (2004 – 2008). Informes de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales. Disponibles en: <http://www.cnmv.es/Portal/Consultas/BusquedaPorEntidad.aspx?lang=es>

CNMV (2006). Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas. Disponible en: [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo\\_unificado\\_Esp\\_04.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_unificado_Esp_04.pdf)

CNMV (2005 – 2009). Informes anuales de Gobierno Corporativo de las compañías del Ibex 35. Disponibles en: [http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/Pub\\_Informes.aspx](http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/Pub_Informes.aspx)

Comisión Europea (2007). *Report on the application by Member States of the EU of the Commission Recommendation on directors’ remuneration*. Disponible en: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/directors-remun/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/directors-remun/index_en.htm)

Comisión Europea (2009). *Recomendación de la Comisión Europea de 30 de abril de 2009 que complementa las Recomendaciones 2004/913/CE y 2005/162/CE en lo que atañe al sistema de remuneración de los consejeros de las empresas que cotizan en bolsa*. Disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:120:0028:0031:ES:PDF>

FSB (2009). *FSB Principles for Sound Compensation Practices*. Disponible en [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_090925c.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_090925c.pdf)

International Corporate Governance Network (2006). *ICGN Executive Remunerations Guidelines*. Disponible en: [http://www.icgn.org/files/icgn\\_main/pdfs/best\\_practice/exec\\_remun/2006\\_executive\\_remuneration.pdf](http://www.icgn.org/files/icgn_main/pdfs/best_practice/exec_remun/2006_executive_remuneration.pdf)

OCDE (2004). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE*. Disponible en: <http://www.oecd.org/dataoecd/47/25/37191543.pdf>

OCDE (2009). *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*. Disponible en: <http://www.oecd.org/dataoecd/3/10/43056196.pdf>

RiskMertrics Group (2009). *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*. Informe para la Comisión Europea. Disponible en: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/studies\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm)





### III Novedades regulatorias



# Modificaciones introducidas por el Real Decreto 749/2010 en el Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva

Almudena Martínez Arévalo y Josefina Munuera Cebrián (\*)

\* Almudena Martínez y Josefina Munuera pertenecen a la Dirección General de Entidades de la CNMV.



## 1 Introducción

El Real Decreto 749/2010, de 7 de junio, introduce una serie de modificaciones al Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante LIIC), aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre (en adelante RIIC)<sup>1</sup>. Entre las numerosas modificaciones introducidas por el Real Decreto cabe destacar especialmente la introducción en la normativa española de IIC o compartimentos de propósito especial, destinados a facilitar un tratamiento más flexible de las situaciones de iliquidez o dificultad de valoración que pueden afectar a una parte de los activos de las IIC. También, como novedad importante, se permite operar con IIC cotizadas (en inglés, *exchange-traded funds*, más conocidos como ETF), en forma de sociedades de inversión de capital variable.

La nueva norma afecta, asimismo, a tres reglamentos del ámbito impositivo: el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de No Residentes, aprobado por el Real Decreto 1776/2004, de 30 de julio; el Reglamento del Impuesto sobre Sociedades, aprobado por el Real Decreto 1777/2004, de 30 de julio y el Reglamento del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, aprobado por el Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo.

En el presente artículo se señalan los objetivos de la reforma (apartado 2) y se analiza su contenido (apartado 3). En el último apartado se presentan las conclusiones.

## 2 Objetivos de la reforma

El objetivo fundamental del Real Decreto 749/2010 es doble. Por una parte, mediante el mismo se persigue solucionar algunos problemas planteados por el impacto de la crisis financiera sobre el activo de las instituciones de inversión colectiva (en adelante, IIC). Por otra parte, esta nueva regulación introduce una serie de mejoras que permiten una mayor flexibilidad en la actuación de estas figuras de inversión, sin menoscabar la protección del inversor.

La crisis financiera actual ha incidido de forma negativa en los activos que forman parte del patrimonio de un gran número de IIC, bien porque estos activos han pasado a ser ilíquidos o bien porque en las condiciones actuales de los mercados son difíciles de valorar. Por estos motivos, y dada la compleja situación actual, se hace necesario contar con una alternativa a la simple liquidación definitiva de una IIC o a la posibilidad de que, debido a la situación excepcional en la que se encuentren parte de sus activos, en combinación con las obligaciones derivadas de la normativa

---

1 Real Decreto 749/2010, de 7 de junio, por el que se modifica 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, y otros reglamentos del ámbito tributario.

en materia de suscripciones y reembolsos, se produzca finalmente el cierre de la misma.

Esta alternativa consiste en la creación de IIC o compartimentos de propósito especial, conocidos comúnmente como *side pockets*, en los que se alojarán los activos afectados por la situación excepcional que dificulta su valoración y hace disminuir su liquidez. De esta forma, la IIC o compartimento original se puede seguir gestionando con normalidad, mientras que la IIC o compartimento de propósito especial queda sometido a un régimen especial de valoración, liquidez, suscripciones y reembolsos, entre otras cuestiones, que permite una liquidación ordenada de sus activos.

Por otra parte, el Real Decreto introduce una serie de modificaciones en el RIIC dirigidas a flexibilizar la operativa de las IIC para promover una mayor eficiencia en los mercados financieros, sin que esto suponga una reducción del nivel de protección al inversor. Estas medidas son, principalmente, las siguientes: se permite operar con IIC cotizadas en forma de sociedades de inversión de capital variable; se flexibiliza el régimen de inversión de las IIC de carácter inmobiliario, incluyendo a las sociedades cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario entre los activos en los que pueden materializar sus inversiones; se flexibilizan determinados límites a las inversiones que tienen que cumplir los fondos de inversión con objetivos de rentabilidad garantizados; y se mejora el régimen de transparencia de las comisiones.

Adicionalmente, el Real Decreto acerca el régimen de delegación de las sociedades gestoras de IIC (en adelante, SGIIC) al de las empresas de servicios de inversión, y el de las sociedades de inversión autogestionadas (SI) al de las primeras. Asimismo, se introduce la obligación para las SGIIC de cumplir con determinadas normas de conducta en el ámbito de la comercialización de acciones y participaciones de IIC.

Finalmente, las modificaciones introducidas en los reglamentos de naturaleza fiscal eximen de la obligación de practicar retención o ingreso a cuenta de las rentas derivadas de transmisiones o reembolsos de acciones, de participaciones representativas del capital o patrimonio de los fondos de inversión cotizados y de las sociedades de inversión de capital variable índice cotizadas.

## 3 Análisis de las modificaciones efectuadas

### 3.1 Comisiones y gastos soportados por la IIC y los partícipes

Con el nuevo Real Decreto, se comienza a regular la posibilidad, cuya práctica era ya habitual, de que la SGIIC devuelva comisiones percibidas a los partícipes. En este sentido, el folleto informativo de los fondos de inversión deberá recoger los criterios para la práctica de dichas devoluciones.

Asimismo, se elimina la obligación de que la suma de las comisiones directas e indirectas soportadas por el fondo de inversión en concepto de comisión de depositaría, en los supuestos en los que el fondo invierta en IIC del grupo, deban respetar los límites máximos previamente establecidos en el artículo 5 del RIIC. No obstante, se sigue manteniendo dicha obligación en el caso de las comisiones de gestión ya que, en este supuesto, la norma pretende evitar que la misma entidad o grupo cobre dos veces por gestionar el mismo patrimonio. En el caso de la comisión de depositario,

sin embargo, la prohibición carece de sentido por no producirse tal yuxtaposición, puesto que los depositarios del fondo inversor y de la IIC subyacente pueden ser distintos y, aunque fueran el mismo, realizan la función de custodia, supervisión y vigilancia sobre ambos patrimonios.

Por otra parte se establece, para aquellos fondos de inversión que inviertan una proporción sustancial (más del 10%) de su patrimonio en otras IIC, además de la obligación, ya existente, de informar de los niveles máximos de comisión de gestión y depositario que pueden soportar de manera directa o indirecta (expresados en porcentaje sobre el patrimonio de la IIC), la obligación de informar de estos niveles también en forma de porcentaje sobre la parte de patrimonio invertido en IIC.

Asimismo, se habilita a los fondos de inversión a soportar comisiones de intermediación que incorporen el servicio de análisis financiero sobre inversiones, siempre que:

- así figure en el folleto informativo;
- el servicio esté relacionado con la vocación inversora del fondo y contribuya a mejorar la toma de decisiones de inversión;
- en el informe anual se recoja información cualitativa detallada sobre los costes derivados de dicho servicio;
- las gestoras se doten de procedimientos de selección de intermediarios que deberán contemplar una revisión al menos anual de las comisiones que se les abonen.

### **3.2 Modificación de folletos**

Se flexibilizan las normas relativas a la comunicación y al derecho de separación en los casos de modificaciones de la política de inversión de los fondos de inversión, siendo a partir de ahora aplicables únicamente en caso de cambio sustancial de dicha política.

Asimismo, se elimina la obligación de que el cambio de control de la SGIIC entre en vigor con el registro del folleto informativo del fondo que recoja dicho cambio. De esta manera se ajusta la norma a la realidad práctica, puesto que el cambio de control se produce cuando se ejecuta la operación de compra, con independencia de cuándo se registre el folleto.

### **3.3 Normas de disolución y liquidación**

En este ámbito, el nuevo Real Decreto introduce la posibilidad de efectuar pagos a los partícipes durante el proceso de liquidación de los fondos, a cuenta de su liquidación final, siempre que hayan sido satisfechos todos los acreedores o consignado el importe de sus créditos vencidos, asegurándose previamente el pago de los créditos no vencidos, de forma análoga a como se exige en el artículo 391 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital para las sociedades anónimas. De esta forma, se evita que el reparto final del patrimonio entre todos los partícipes se demore hasta que todo el activo se haya realizado.

Por otro lado, y en relación con la delimitación de las deudas contraídas por el fondo, se establece claramente el momento en que las solicitudes de reembolso de participaciones se entienden devengadas a favor del partícipe que las ha formulado. En este sentido, se indica que el derecho al reembolso se devenga en la fecha del valor liquidativo aplicable a las solicitudes de reembolso. En consecuencia, las solicitudes de reembolso ya devengadas formarían parte de los créditos que tienen que ser satisfechos o asegurados, con carácter previo a la práctica de las liquidaciones a cuenta.

### 3.4 Activos aptos y diversificación

La modificación del RIIC incluye las siguientes novedades en cuanto al régimen inversor de las IIC:

- Se amplían las entidades de crédito en las que las IIC pueden constituir depósitos, para incluir a las que tengan su sede en un Estado Miembro de la OCDE sujeto a supervisión prudencial.
- Se permite la inversión en entidades de capital-riesgo extranjeras de carácter similar a las entidades de capital-riesgo nacionales.
- Se elimina la limitación de que la superación del límite de concentración por activo del 20% al 35% sea, exclusivamente, en un único emisor para fondos que replican o reproducen un índice. Además, se elimina la valoración por parte de la CNMV de las circunstancias en las que se podrá ampliar dicho límite hasta el 35%, siempre que conste en el folleto y en toda publicidad de promoción de la IIC.
- Se incluye una nueva limitación de inversión en una misma IIC del 25% del volumen de circulación de dicha IIC, con el objeto de adaptar la norma española a la Directiva UCITS.
- Se excluyen determinados activos aptos del cómputo del coeficiente de concentración del 35% en un único emisor, centrándose exclusivamente en obligaciones garantizadas por activos, derivados y depósitos de cualquier tipo.
- Se flexibilizan los criterios para la no aplicación del límite máximo de primas pagadas (10% del patrimonio de la IIC) cuando se trate de fondos con objetivo concreto de rentabilidad, con independencia de que dicho objetivo esté o no garantizado.
- Se excluyen ciertos instrumentos derivados (volatilidad o cualquier otro subyacente que la CNMV determine) del cálculo de la exposición al riesgo de mercado del activo subyacente asociada a la utilización de instrumentos financieros, a efectos del cumplimiento de los límites de diversificación.
- Se excluye también del cumplimiento del mismo límite a las IIC que lleven a cabo una gestión encaminada a la consecución de un objetivo concreto de rentabilidad que haya sido garantizado a la propia institución por un tercero.



### 3.5 Comercialización de IIC españolas en la UE

Para las IIC españolas que repliquen o reproduzcan un índice y que pretendan comercializarse en otros Estados Miembros al amparo de la Directiva 85/611/CE<sup>2</sup>, se permite la ampliación del límite de concentración por activo del 20% hasta el 35%. No obstante, para estas IIC la norma es menos flexible que para las IIC índice nacionales (art. 38.2 del RIIC), permitiendo que la citada ampliación se produzca, exclusivamente, en un único emisor con el objeto de cumplir con lo establecido en la citada Directiva.

### 3.6 IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

En materia de IIC de inversión libre, cabe destacar el cambio en la definición del tipo de partícipes con los que podrá comercializarse este tipo de IIC. En efecto, las actividades de comercialización sólo podrán dirigirse a clientes profesionales, de conformidad con lo establecido en el artículo 78 bis. 3 de la Ley 24/ 1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, LMV). Esta referencia es más completa que la hasta ahora vigente, que se refería a “inversores cualificados” tal y como se definen en el artículo 39 del RD 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la LMV, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos. Asimismo, se elimina el requisito de inversión mínima de 50.000 euros exigible a los partícipes que tengan la condición de clientes profesionales de acuerdo con la citada categorización prevista en la LMV.

En cuanto a las IIC de IIC de inversión libre, se amplía el espectro de inversión a países de la Unión Europea no pertenecientes a la OCDE.

### 3.7 IIC y compartimentos de propósito especial (*side pockets*)

Tal y como se ha comentado anteriormente, la figura de los *side pockets* (o IIC de propósito especial) permite que la IIC cuyos activos están afectados por situaciones de iliquidez pueda crear otra IIC o compartimento donde alojar estos activos ilíquidos, de modo que la IIC original puede seguir gestionándose con normalidad. La nueva IIC o compartimento se crea sólo para llevar a cabo la liquidación ordenada

---

2 La Directiva 85/611/CEE fue modificada por los siguientes actos: Directiva 95/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 29 de junio de 1995 (DO L 168 de 18.7.1995, p. 7); Directiva 2000/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de noviembre de 2000 (DOL 290 de 17.11.2000, p. 27); Directiva 2001/107/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002 (JOL 41 de 13.2.2002, p. 20); Directiva 2001/108/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de enero de 2002 (DO L 41 de 13.2.2002, p. 35); Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004 (DOL 145 de 30.4.2004, p. 1); Directiva 2005/1/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 9 de marzo de 2005, por la que se modifican las Directivas 73/239/CEE, 85/611/CEE, 91/675/CEE, 92/49/CEE y 93/6/CEE del Consejo y las Directivas 94/19/CE, 98/78/CE, 2000/12/CE, 2001/34/CE, 2002/83/CE y 2002/87/CE, a fin de establecer una nueva estructura organizativa de los comités de servicios financieros (DOL 79 de 24.3.2005, p 9); y Directiva 2008/18/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, que modifica la Directiva 85/611/CEE en lo relativo al ejercicio de las competencias de ejecución atribuidas a la Comisión (DOL 76 de 19.3.2008, p. 42).

de los activos, y siempre en interés de los partícipes o accionistas. Los principales requisitos aplicables a esta nueva figura son los siguientes:

- Que no resulte posible la valoración o la venta a valor razonable de activos que representen más del 5% del patrimonio de la IIC.
- Que se deriven perjuicios graves, en términos de equidad, para los partícipes o accionistas.
- La creación del *side pocket* se realizará mediante la escisión de la cartera afectada, siendo el beneficiario una IIC de nueva creación de la misma forma jurídica o un compartimento. En el caso de SICAV negociadas en MAB o en bolsa, el *side pocket* sólo podrá crearse a través de una nueva IIC que no podrá solicitar la admisión a negociación en estos mercados.
- Los partícipes o accionistas recibirán participaciones o acciones del *side pocket* en proporción a su inversión original.
- Su creación será objeto de comunicación previa a la CNMV, se inscribirá en los registros de la CNMV, tendrá la consideración de hecho relevante y se comunicará a los partícipes o accionistas, pero no otorgará derecho de separación.
- A los *side pockets* no les serán de aplicación las reglas sobre inversiones contenidas en la sección 1ª, del capítulo I del título III del RIIC (activos aptos, diversificación, inversión en no cotizados e instrumentos financieros derivados, liquidez y obligaciones frente a terceros).
- No se les exigirá el patrimonio mínimo legal.
- Calcularán su valor liquidativo con la misma periodicidad que la IIC original, salvo causa justificada de la que se informará en los informes periódicos de la IIC.
- No podrán emitir nuevas acciones o participaciones.
- Los partícipes o accionistas designarán una cuenta, en la que se les abonarán los reembolsos o recompras, o una IIC a la que efectuar los traspasos.
- No podrán aplicar comisiones o descuentos por suscripción o reembolso.
- Las comisiones de gestión y depositario (que tendrán como límite máximo las de la IIC original) y demás gastos sólo se devengarán cuando el *side pocket* tenga liquidez suficiente.
- No se exigirá folleto informativo, si bien la información periódica recogerá datos sobre el motivo de su creación, el valor liquidativo, la evolución futura de los valores y cualquier otro aspecto de interés.
- A los *side pockets* les será aplicable el régimen de traspasos.
- No podrán ser objeto de transformación, fusión o escisión.
- Cuando desaparezcan las circunstancias que motivaron la creación del *side pocket*, se procederá a la venta diligente de los activos y al reparto de la liquidez entre los accionistas o partícipes. Satisfechos los reembolsos o las recompras, se comunicará a la CNMV para su baja en el registro correspondiente.

### 3.8 Fondos de inversión cotizados y SICAV índice cotizadas

Como novedad reseñable, se permite operar a los fondos de inversión cotizados y a las SICAV índice cotizadas como ETF, en forma de sociedades de capital variable. Hasta esta modificación, el RIIC sólo permitía la existencia de los ETF con forma de fondo de inversión. Por tanto, a partir de ahora, se equipara el régimen regulatorio y fiscal de los ETF, tanto si éstos tienen forma societaria (SICAV) como si no (fondos).

Se efectúan, además, las siguientes modificaciones en los requisitos para la admisión a negociación en bolsa de valores de las participaciones de un fondo de inversión cotizado:

- se precisa que la baja del fondo en el registro correspondiente de la CNMV entrará dejar sin efecto la admisión a negociación en bolsa de sus participaciones;
- se establece que la constitución de los fondos ante notario y su inscripción en el registro mercantil sea potestativa. Se equipara así esta figura, en cuanto a requisitos formales de constitución, al resto de fondos de inversión.
- se permite que el objetivo de la política de inversión del fondo sea no sólo reproducir un índice bursátil o de renta fija sino también cualquier otro subyacente que la CNMV autorice expresamente. De esta forma, se dota de mayor flexibilidad a los ETF permitiéndoles replicar, al igual que se les permite en otros Estados Miembros de la UE, otro tipo de activos, como por ejemplo, las materias primas o divisas, si bien han de obtener la autorización previa de la CNMV.

### 3.9 IIC inmobiliarias

En la presente coyuntura, la liquidación de los fondos de inversión inmobiliarios se estaba viendo dificultada porque se exigía que, trascurridos dos años desde el inicio de la liquidación, la gestora correspondiente inscribiera los bienes y los inmuebles en el Registro de la Propiedad a favor de todos los partícipes. La presente norma elimina ese plazo de dos años. De esta manera, se evita el problema que supondría para los partícipes pasar a ser miembros de una comunidad de propietarios sin un administrador definido y obliga a la implicación y responsabilidad de la gestora hasta que finalice el proceso de venta de los inmuebles.

Asimismo, se equipara el régimen de disolución y liquidación de los fondos de inversión inmobiliarios al previsto con carácter general en el artículo 33 del nuevo RIIC, con algunas especificidades. Por una parte, se regula el régimen de comisiones durante dicho proceso, prohibiéndose las comisiones sobre resultados y, por otra, se regula el régimen de información al partícipe sobre el proceso de venta de la cartera de inversiones inmobiliarias, atribuyéndose funciones específicas de control sobre estos extremos al depositario.

Por otro lado, a partir de ahora, las IIC inmobiliarias podrán tener también como objeto principal la inversión en: (i) sociedades anónimas cotizadas en el mercado inmobiliario (SOCIMI), siempre que no tengan participaciones en el capital o patrimonio de otras IIC inmobiliarias, y (ii) otras IIC inmobiliarias, siempre que éstas no tengan invertido más del 10% de su activo en otras IIC. Estas nuevas figuras de inversión se engloban, junto con la inversión en otro tipo de inmuebles y activos, dentro del epígrafe de inmuebles finalizados, al cual se le ha impuesto un límite máximo conjunto de inversión del 15% del patrimonio de la IIC. Hasta ahora, este límite sólo

se aplicaba, dentro de los inmuebles finalizados, a aquellas sociedades cuyos activos estuvieran compuestos mayoritariamente por inmuebles objeto de arrendamiento.

Por último, en las sociedades de inversión inmobiliarias se reduce el coeficiente de inversión obligatorio en inmuebles del 90% al 80% de su activo para equipararlo al de las SOCIMI.

### 3.10 Delegación de funciones

En lo que atañe a las SGIIC, quizás sea la delegación de funciones la modificación más destacable. Se justifica en la necesidad de garantizar que las reglas de juego sean las mismas para las entidades que prestan de forma simultánea distintos tipos de actividades sujetas a diferentes regulaciones y así asegurar condiciones similares de competitividad (*level playing field*), principio inspirador de las modificaciones legales recientemente adoptadas a nivel comunitario<sup>3</sup>.

Así, las SGIIC que llevan a cabo servicios de inversión, como el asesoramiento o la gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión, han de cumplir los requisitos previstos en el artículo 37 del Real Decreto 217/2008<sup>4</sup>, que no dispone la necesidad de control previo por parte de la CNMV (ni siquiera contempla la necesidad de comunicación de las funciones a externalizar), pero que desarrolla con más detalle las condiciones para verificar y garantizar la fiabilidad del delegatario y la eficacia en la prestación de sus servicios.

Hasta la entrada en vigor de las modificaciones introducidas por el Real Decreto 749/2010, las SGIIC estaban sujetas, en el ámbito de la inversión colectiva, a un régimen de autorización previa que implicaba una asimetría manifiesta en relación con otras actividades que podían llevar a cabo. Mediante la modificación del artículo 68 del RIIC se ha tratado de homogeneizar, en lo posible, el régimen de delegación de funciones aplicable a las SGIIC, sea cual sea la actividad que desarrollen, manteniendo escasas diferencias debidas a las especificidades de cada una de ellas, todo ello sin menoscabo de la protección de los inversores, en línea con lo previsto por el artículo 13 de la Directiva UCITS IV<sup>5</sup>.

En particular, se ha suprimido la exigencia de autorización previa por parte de la CNMV para la delegación de funciones administrativas y de control interno (auditoría, cumplimiento normativo y gestión de riesgos) de las IIC, lo que supone una notable simplificación en la tramitación de los correspondientes expedientes administrativos. En su lugar, se ha estimado conveniente sustituir dicha autorización por la obligación de comunicar tales actuaciones a la CNMV (pese a que esta

---

3 La reciente reforma acometida a nivel comunitario en el ámbito de la inversión colectiva (Directiva UCITS IV) y más concretamente en relación con las reglas de organización, normas de conducta y conflictos de interés aplicables a las SGIIC para conseguir un pasaporte pleno y efectivo para su actividad transfronteriza, ha tenido como motor la homogeneización con las normas aplicables a las empresas de servicios de inversión recogidas en el bloque normativo conocido como MiFID.

4 Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan 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.

5 Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios.

obligación de comunicación no está recogida en la normativa reguladora de empresas que prestan servicios de inversión), ya que resultan de interés para el conocimiento y valoración de los riesgos que de estas delegaciones pudieran derivarse.

Por otra parte, se ha suprimido la necesidad de informar a la CNMV sobre los procedimientos de control sobre las actividades externalizadas, de forma análoga a lo previsto en la normativa aplicable a los servicios de inversión.

Por último, se mantiene la necesidad de autorización previa para la delegación de la gestión de activos, que se tramita para cada IIC y que continúa considerándose piedra angular en la consecución del objetivo prioritario de protección del inversor.

Todo lo anterior ha de leerse de forma complementaria con lo dispuesto en la sección sexta de la Circular 6/2009, de 9 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre control interno de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y sociedades de inversión, que desarrolla los requisitos a los que debe someterse la delegación de las funciones de control interno.

Asimismo, se ha estimado conveniente hacer extensivo *mutatis mutandis* el régimen de delegación de funciones de las sociedades gestoras de IIC a las sociedades de inversión cuya gestión, administración y representación no estén encomendadas a una SGIIC<sup>6</sup>. Esto se hace de forma análoga y por coherencia con el enfoque que se desprende de UCITS IV, consistente en sujetar a estos dos tipos de entidades a determinadas disposiciones regulatorias para una mayor protección del inversor, enfoque que también recoge la Circular 6/2009.

### 3.11 Normas de conducta aplicables a la comercialización de IIC

El nuevo texto añadido por el Real Decreto 749/2010 en el apartado 2 del artículo 97 del RIIC prevé la sujeción de las SGIIC que realicen actividades de comercialización de acciones y participaciones, tanto de IIC por ellas gestionadas como, en su caso, de otras IIC, a las normas de conducta contenidas en el Capítulo III del Título IV del RD 217/2008<sup>7</sup>. Esto es, impone la obligación de realizar a los clientes una evaluación de la idoneidad o de la conveniencia del producto que se les ofrece.

En este sentido, cabe señalar que el asesoramiento prestado por el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) a la Comisión Europea sobre las medidas de Nivel 2 relativas a las normas de conducta a observar por las SGIIC<sup>8</sup> preveía expresamente la obligación de realizar la evaluación de la conveniencia para un determinado cliente en función de sus conocimientos y experiencia de inversión (test de conveniencia), de forma similar a lo previsto para las empresas que prestan servicios de inversión distintos del asesoramiento y de la gestión de carteras<sup>9</sup>.

---

6 Ver nuevo apartado 4 del artículo 7 del RIIC.

7 Evaluación de conveniencia y evaluación de idoneidad.

8 Véase el documento *CESR's Technical advice to the European Commission on the level 2 measures related to the UCITS Management company passport*, Ref. CESR/09-178, disponible en [http://www.cesr-eu.org/data/document/09\\_178.pdf](http://www.cesr-eu.org/data/document/09_178.pdf)

9 Artículos 36 y 37 de la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión, y los términos definidos a efectos de dicha Directiva (Directiva MiFID, Nivel 2).

No obstante, el contenido de dicho asesoramiento en esta materia no ha sido incluido finalmente en la Directiva 2010/43/UE<sup>10</sup> (Directiva UCITS IV, Nivel 2) debido a que se ha estimado más adecuado tratar la cuestión en los trabajos sobre la futura regulación de los “productos preempaquetados de inversión minorista” (conocidos en su nomenclatura anglosajona como *Packaged Retail Investment Products*, PRIP), entre los que podrían incluirse las acciones y participaciones de IIC, para así lograr un marco normativo armonizado y horizontal en materia de información y venta a clientes minoristas de esta nueva categoría de productos<sup>11</sup>.

En consecuencia, el nuevo texto añadido por el Real Decreto 749/2010 en el apartado 2 del artículo 97 del RIIC podría complementarse con las disposiciones que finalmente se prevean en la citada regulación.

### 3.12 Adhesión de las SGIIC al FOGAIN

En cuanto a la adhesión de las SGIIC al Fondo General de Garantía de Inversiones (FOGAIN) prevista en el artículo 74 del RIIC, se ha tratado de precisar que aquéllas deberán adherirse al FOGAIN cuando realicen servicios de inversión, modificando así la redacción anterior en la que se preveía únicamente dicha obligación respecto a la actividad de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión.

## 4 Conclusiones

Las modificaciones de la regulación aplicable a IIC introducidas por el Real Decreto 749/2010, que se han analizado en este artículo, responden a varias razones principales. Por un lado, algunas de las modificaciones, como las que hacen referencia al proceso de liquidación de las IIC inmobiliarias o a la introducción de los *side pockets*, responden a la necesidad de adaptar la regulación existente para dar respuesta a las circunstancias excepcionales de la actual coyuntura económica y financiera.

Por otro lado, mediante este Real Decreto se ha considerado conveniente flexibilizar algunos aspectos de la regulación para facilitar una mejor adaptación del sector a las prácticas internacionales y al actual entorno competitivo de los mercados, sin menoscabo de la protección del inversor.

Por último, en esta nueva pieza regulatoria analizada aquí se han adoptado medidas, como las referidas a las externalizaciones de las SGIIC, que se basan en el principio de igualdad de condiciones de los distintos tipos de entidades competidoras y que comportan una simplificación de los trámites administrativos.

---

10 Directiva 2010/43/UE, de la Comisión de 1 de julio de 2010 por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a los requisitos de organización, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión.

11 [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finservices-retail/investment\\_products\\_en.htm#update\\_PRIPs](http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/investment_products_en.htm#update_PRIPs)

## IV Anexo Legislativo





Las novedades legislativas aprobadas desde la publicación del boletín de la CNMV del segundo trimestre de 2010 han sido, por orden cronológico, las siguientes:

- **Orden EHA/1718/2010, de 11 de junio**, de regulación y control de la publicidad de los servicios y productos bancarios.

Esta Orden establece los principios y criterios a los que debe sujetarse la actividad publicitaria de los productos y servicios bancarios y habilita al Banco de España para el desarrollo de lo establecido en la misma. Se ha optado por un sistema de control de la publicidad a posteriori por parte del Banco de España. De un lado, el supervisor elabora criterios específicos de publicidad financiera; de otro lado, el supervisor puede corregir conductas inadecuadas exigiendo el cese o la rectificación de la publicidad que no cumpla los requisitos, sin menoscabo de la Ley General de Publicidad. La regulación de la publicidad se complementa además con la verificación por parte del supervisor de los mecanismos de control interno de las entidades para minimizar los gastos de carácter legal y reputacional.

Asimismo, la Orden establece directamente algunos criterios en materia de publicidad. En la publicidad sobre depósitos y créditos en la que se aluda expresamente a su coste o rentabilidad deberá emplearse la tasa anual equivalente (TAE). Cuando la publicidad de una entidad de crédito englobe cualquier tipo de oferta a realizar por otra empresa, deberá contener la mención expresa de esta empresa.

- **Orden EHA/1717/2010, de 11 de junio**, de regulación y control de la publicidad de servicios y productos de inversión.

Esta norma desarrolla los artículos 94 de la LMV y 18.4 de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva. La Orden define el ámbito de las actividades sujetas a control y enuncia los principios y criterios básicos que han de regirla. Se ha optado por un sistema de control de la publicidad a posteriori por parte de la CNMV, a la cual se habilita para que complete la regulación mediante circular.

La Orden reconoce a la CNMV la facultad de requerir la cesación o rectificación de la publicidad que no se ajuste a la normativa. También podrá realizar advertencias públicas por sí misma, o incluir estas advertencias en los folletos de oferta pública de venta o suscripción de valores. Esta regulación se complementa también con las facultades de la CNMV para verificar si las empresas de servicios de inversión disponen de los mecanismos necesarios para gestionar los riesgos de carácter legal y reputacional.

- **Orden EHA/1665/2010, de 11 de junio**, por la que se desarrollan los artículos 71 y 76 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, en materia de tarifas y contratos-tipo.

La principal novedad que introduce la presente orden es que el control de la CNMV sobre los contratos-tipo pasará a ser un control a posteriori en lugar de a priori, pudiendo la CNMV requerir en cualquier momento la rectificación de los contratos-tipo. Esta novedad pretende conseguir una mayor agilidad en el tráfico jurídico y supone una cierta reducción de las cargas administrativas. En

cuanto a las tarifas, se mantiene la obligación de registrar un folleto de tarifas al que las empresas de servicios de inversión deben sujetarse.

Por otra parte, esta norma deroga las órdenes de 25 de octubre de 1995, sobre esta misma materia, y de 7 de octubre de 1999, de desarrollo del código general de conducta y normas de actuación en la gestión de carteras de inversión.

- **Orden EHA/1608/2010, de 14 de junio**, sobre transparencia de las condiciones y requisitos de información aplicables a los servicios de pago.

De acuerdo con la Ley de Servicios de Pago, esta Orden Ministerial regula los requisitos de información de los servicios de pago. Se establecen para las entidades de pago diferentes obligaciones informativas y requisitos de transparencia tanto en favor del ordenante como en favor del beneficiario de la operación.

- **Reglamento (UE) nº 550/2010 de la Comisión, de 23 de junio de 2010**, que modifica el Reglamento (CE) nº 1126/2008 por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) 1.

Esta norma incorpora al Derecho europeo modificaciones de la normativa contable sobre arrendamientos y también en relación con la valoración de los activos de empresas del sector del gas y el petróleo.

- **Circular 3/2010, de 29 de junio, del Banco de España**, a entidades de crédito, de modificación de la Circular 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normas de información financiera pública y reservada y modelos de estados financieros.

Por la presente Circular, el Banco de España modifica su Circular 4/2004, de 22 de diciembre, sobre normativa contable, e incorpora importantes modificaciones en materia de provisiones o reconocimiento de pérdidas por préstamos y créditos dudosos. En particular, pueden destacarse los siguientes aspectos:

- El valor de las garantías inmobiliarias se deducirá del cálculo de las provisiones por operaciones dudosas, si bien se aplicará un recorte al valor de esas garantías que oscilará entre un 20% para las viviendas terminadas que son residencia habitual del prestatario y un 50% para parcelas y solares urbanizables.
  - Se recorta a doce meses el periodo de tiempo máximo para provisionar los préstamos y créditos dudosos.
  - Se establecen principios para la gestión del riesgo en relación con operaciones de reestructuración empresarial.
  - Se establecen ciertas presunciones en materia de provisiones para los activos adquiridos en pago de deudas, con el fin de que las entidades de crédito liberen con premura estos activos y se centren en su actividad típica.
- **Reglamento (UE) nº 574/2010 de la Comisión, de 30 de junio de 2010**, que modifica el Reglamento (CE) nº 1126/2008 por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) 1 y 7.

Se introduce una modificación en la NIIF 1, permitiendo que las entidades que adoptan por primera vez las normas internacionales de información financiera puedan quedar exentas de reexpresar la información comparativa relativa a las valoraciones del valor razonable y el riesgo de liquidez.

- **Ley 12/2010, de 30 de junio**, por la que se modifica la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, para su adaptación a la normativa comunitaria.

Esta norma modifica el régimen de la auditoría de cuentas, transponiendo la Directiva 2006/43/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de mayo de 2006, e introduce asimismo modificaciones puntuales de la Ley del Mercado de Valores y de la Ley de Sociedades Anónimas.

Puede destacarse que se revisan los requisitos de independencia de los auditores respecto de las entidades que auditan y se incorpora el principio de responsabilidad plena del auditor del grupo empresarial sobre los estados financieros consolidados. También se refuerza el sistema de supervisión pública de la actividad de auditoría de cuentas mediante el fortalecimiento de las funciones del ICAC y, en general, se evoluciona hacia unas normas de auditoría más armonizadas a nivel europeo.

En lo que respecta a los mercados de valores, se establece que el Comité de Auditoría de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales debe emitir un informe no vinculante sobre la prestación de servicios adicionales por parte de los auditores externos o personas vinculadas a ellos. También se desarrollan los foros electrónicos de accionistas y las asociaciones de accionistas, específicas para cada sociedad cotizada, que deberán inscribirse en un registro administrativo de la CNMV y cuyo régimen jurídico queda pendiente de desarrollo.

Esta norma también incorpora modificaciones puntuales pero muy relevantes en materia de derecho societario. En particular, se modifica el artículo 105 de la LSA, excluyendo la posibilidad de que los estatutos sociales puedan limitar el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista o sociedades pertenecientes a un mismo grupo, siendo nulas de pleno derecho las cláusulas en que, directa o indirectamente, se establezca dicha limitación. La entrada en vigor de esta modificación tendrá lugar a los doce meses de su publicación en el BOE.

- **Reglamento (UE) 583/2010 de la Comisión, de 1 de julio de 2010**, por el que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a los datos fundamentales para el inversor y a las condiciones que deben cumplirse al facilitarse esos datos o el folleto en un soporte duradero distinto del papel o a través de un sitio web.

En desarrollo de la Directiva 2009/65/CE, sobre instituciones de inversión colectiva, se regula el contenido y formato de la información que debe suministrarse al inversor de las instituciones de inversión colectiva. El Reglamento dota de una estructura común a todos los documentos para su fácil comprensión y a tal efecto establece requisitos relativos al formato y la presentación de los mismos,

los elementos principales de la información que deben revelar, los métodos que deben utilizarse, etc. Algunos aspectos, no obstante, serán objeto de regulación posterior.

- **Reglamento (UE) 584/2010 de la Comisión, de 1 de julio de 2010**, por el que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a la forma y el contenido del escrito de notificación y el certificado del OICVM normalizados, el uso de la comunicación electrónica entre las autoridades competentes a efectos de notificación, los procedimientos para las verificaciones in situ y las investigaciones y el intercambio de información entre las autoridades competentes.

Este Reglamento comunitario desarrolla la Directiva 2009/64, de 13 de julio, de instituciones de inversión colectiva, conforme a la cual la autorización de la comercialización de una IIC en otro Estado Miembro corresponde a la autoridad del Estado de origen. En particular, por medio de este reglamento se desarrolla el procedimiento de notificación de la comercialización de participaciones de IIC en un Estado Miembro de acogida y se fijan también procedimientos adicionales para fomentar la cooperación entre Estados Miembros en la supervisión de la actividad transfronteriza de las IIC.

- **Directiva 2010/42/UE de la Comisión, de 1 de julio de 2010**, por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a determinadas disposiciones relativas a las fusiones de fondos, las estructuras de tipo principal-subordinado y el procedimiento de notificación.

Como se sabe, una IIC subordinada es aquella que está autorizada a invertir al menos el 85% de sus activos en participaciones de otra IIC o de uno de sus compartimentos. Esta Directiva detalla medidas de protección al inversor en relación con las estructuras de tipo principal-subordinado y delimita el reparto de las obligaciones informativas entre la IIC principal y la IIC subordinada. También se regula la liquidación, fusión y escisión de las IIC.

- **Directiva 2010/43/UE de la Comisión, de 1 de julio de 2010**, por la que se establecen disposiciones de aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a los requisitos de organización, los conflictos de intereses, la conducta empresarial, la gestión de riesgos y el contenido de los acuerdos celebrados entre depositarios y sociedades de gestión.

Esta Directiva desarrolla normas para las IIC, sus sociedades gestoras y depositarios en materia de requisitos organizativos, normas de conducta y conflictos de interés, siguiendo en lo esencial la normativa que para estos aspectos ya rige para las empresas de servicios de inversión de conformidad con la MiFID (Directiva 2004/39/CE). También se regulan las técnicas de medición de riesgos exigibles a las IIC o a sus sociedades gestoras y que han de incluir tanto mediciones cuantitativas como cualitativas; en particular, la Directiva impone la obligación de que estas entidades apliquen procedimientos adecuados para valorar los derivados no negociados en mercados organizados.

- **Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio**, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

De conformidad con la Ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, este texto legal refunde las leyes reguladoras de las sociedades de capital: el Código de Comercio (en lo que se refiere a las sociedades comanditarias por acciones); la Ley de Sociedades Anónimas; la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada y la Ley del Mercado de Valores (en lo relativo al Título X, sobre sociedades anónimas cotizadas). También se sistematizan las normas anteriores superando discordancias o extendiendo soluciones originariamente establecidas para un solo tipo de sociedades de capital. Esta armonización es especialmente importante en el ámbito de la disolución y liquidación de las sociedades de capital, en el que se sigue el modelo de la sociedad de responsabilidad limitada. También se produce una armonización normativa en el ámbito de la competencia de la Junta general.

En cuanto a las sociedades cotizadas, puede destacarse que se establece que estas entidades tienen derecho a ser informadas sobre la identidad de sus accionistas por parte de las entidades encargadas del registro contable de los valores, sin que quede condicionado este derecho a una convocatoria de junta general de accionistas.

- **Resolución de 7 de julio de 2010, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores**, por la que se modifica el Reglamento de Régimen Interior de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Esta norma se refiere a la organización interna de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Con esta última reforma se reordenan las siguientes funciones:

- El Departamento de Inversores pasa a tener como misión central y única la atención y tramitación de reclamaciones y consultas de los inversores y queda adscrito a la Dirección General del Servicio Jurídico. Todas las tareas relacionadas con la educación financiera quedan asignadas al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones.
- Se realiza una reasignación de los Departamentos adscritos al Presidente y al Vicepresidente, pasando a depender del Presidente, además del Departamento Adjunto a Presidencia, el Departamento de Sistemas de Información y la Secretaría General. Del Vicepresidente, dependerá bajo la superior dirección del Presidente, además del Departamento de Relaciones Internacionales, el Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones.
- Se modifica la regulación de los Gabinetes del Presidente y del Vicepresidente prevista en el artículo 27.4, para reducir la previsión a un único Gabinete.
- Se introducen modificaciones en las redacciones de los artículos 32 y 41 con el objeto de deslindar las funciones de los departamentos Adjunto a Presidencia y de Control Interno sobre actuaciones relacionadas con los riesgos que pueden afectar a la CNMV.

- **Real Decreto-Ley 11/2010, de 9 de julio**, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorro.

El Real Decreto-Ley introduce importantes modificaciones en el régimen jurídico de las cajas de ahorro. Las principales medidas son las siguientes:

- Se permite que las cuotas participativas emitidas por las cajas de ahorro atribuyan derechos políticos a sus titulares. El volumen de cuotas participativas no puede superar el 50% del patrimonio de cada caja de ahorro.
  - Se permite expresamente que las cajas de ahorro realicen toda su actividad financiera a través de bancos controlados por ellas.
  - También se permite la transformación de la caja en una fundación de carácter especial, conservando la obra social y traspasando todo su negocio financiero a un banco.
  - Se adoptan medidas para profesionalizar los órganos de gobierno de las cajas de ahorro.
  - Se modifica la regulación de los sistemas institucionales de protección (SIP). El Banco de España deberá pronunciarse en caso de que una caja de ahorro pretenda desvincularse de estos procesos de integración.
  - En aquellos casos en que las cajas de ahorro integrantes del SIP pudieran perder el control de la entidad central del SIP, las cajas deberán transformarse en una fundación de carácter especial y ceder su negocio bancario.
  - Finalmente, se introduce una reforma del régimen fiscal para garantizar la neutralidad fiscal de los diferentes modelos planeados para las cajas de ahorro.
- **Reglamento (UE) 632/2010 de la Comisión, de 19 de julio de 2010**, que modifica el Reglamento (CE) 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 24 y a la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) 8.

Se incorporan al Derecho europeo las modificaciones de la NIC 24 y la NIIF 8. En particular, se simplifica la definición de parte vinculada y se permiten algunas exenciones respecto de las entidades relacionadas con una Administración Pública en lo que se refiere a la cantidad de información que dichas entidades deben facilitar respecto a las transacciones con partes vinculadas.

- **Reglamento (UE) 633/2010 de la Comisión de 19 de julio de 2010**, que modifica el Reglamento (CE) 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Interpretación nº 14 del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera (CINIIF).

Se modifica el tratamiento contable de determinados compromisos por pensiones de prestación definida.

- **Reglamento (UE) 662/2010 de la Comisión, de 23 de julio de 2010**, que modifica el Reglamento (CE) 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Interpretación nº 19 del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera (CINIIF) y a la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 1.

Mediante esta norma, se incorpora al Derecho de la UE la interpretación nº 19 de la CINIIF, relativa a la contabilización de los instrumentos de patrimonio emitidos con el fin de cancelar íntegra o parcialmente un pasivo financiero tras haber renegociado los términos de dicho pasivo.

- **Circular 1/2010, de 28 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores**, de información reservada de las entidades que prestan servicios de inversión.

Mediante esta Circular, la CNMV define el contenido de la información periódica que, en relación con la prestación de servicios de inversión y las normas de conducta, deben remitir anualmente las entidades que prestan servicios de inversión, es decir, tanto las empresas de servicios de inversión como las entidades de crédito.

Como novedad, debe destacarse que se ha aprovechado esta norma para derogar la prohibición absoluta de que los valores adquiridos por las IIC se depositen en cuentas globales u ómnibus, modificándose en consecuencia la Norma 12ª de la Circular 1/1998, de 10 de junio, de la CNMV.

- **Circular 4/2010, de 30 de julio, del Banco de España**, a entidades de crédito, sobre agentes de las entidades de crédito y acuerdos celebrados para la prestación habitual de servicios financieros.

Tiene por objeto la revisión de la Circular del BE sobre agentes de las entidades de crédito tras las modificaciones introducidas en la LMV y, en particular, tras el apartado 6 del nuevo artículo 65 bis de la misma, de modo que la Circular abarca ahora también a las personas que se dedican habitualmente, en nombre y por cuenta de las entidades de crédito, a la captación de clientes y a la promoción o comercialización de las actividades reguladas en el LMV.





## V Anexo estadístico



# 1 Mercados

## 1.1 Renta variable

### Emisiones y OPV<sup>1</sup>

CUADRO 1.1

	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
<b>IMPORTE EFECTIVOS<sup>3</sup></b> (millones de euros)	69.955,5	16.349,3	11.390,7	1.087,1	2.311,3	241,5	5.115,3	2.322,5
Ampliaciones de capital	67.887,0	16.339,7	11.388,7	1.087,1	2.309,4	241,5	4.580,9	2.322,5
De ellas, mediante OPS	8.502,7	292,0	17,4	7,0	10,3	14,8	923,7	6,0
Tramo nacional	4.821,3	292,0	17,4	7,0	10,3	14,8	923,7	6,0
Tramo internacional	3.681,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.068,5	9,5	1,9	0,0	1,9	0,0	534,4	0,0
Tramo nacional	1.517,1	9,5	1,9	0,0	1,9	0,0	534,4	0,0
Tramo internacional	551,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>IMPORTE NOMINALES<sup>3</sup></b> (millones de euros)	6.441,5	1.835,8	1.892,1	142,1	182,8	143,8	2.851,9	2.234,5
Ampliaciones de capital	6.358,4	1.835,7	1.892,0	142,1	182,7	143,8	2.851,9	2.234,5
De ellas, mediante OPS	1.122,9	100,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,7
Tramo nacional	676,0	100,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	0,7
Tramo internacional	446,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	83,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	46,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	37,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>NÚMERO DE EXPEDIENTES<sup>4</sup></b>	100	54	53	11	19	10	18	12
Ampliaciones de capital	91	53	53	11	19	10	17	12
De ellas, mediante OPS	8	2	2	1	1	2	4	2
De ellas, liberadas	19	18	11	4	3	1	4	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	12	2	1	0	1	0	2	0
<b>NÚMERO DE EMISORES<sup>4</sup></b>	57	39	34	9	16	10	13	10
Ampliaciones de capital	52	38	34	9	16	10	13	10
De ellas, mediante OPS	6	2	2	1	1	2	4	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	8	2	1	0	1	0	1	0

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

2 Datos disponibles: agosto 2010.

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	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>OFERTAS PÚBLICAS DE SUSCRIPCIÓN</b>	8.502,7	292,0	17,4	7,0	10,3	14,8	923,7	6,0
Mercado nacional	4.646,2	282,0	17,4	7,0	10,3	14,8	923,7	6,0
Suscriptores minoristas	2.841,0	191,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5
Suscriptores institucionales	1.805,2	90,5	17,4	7,0	10,3	14,8	923,7	3,5
Mercado internacional	3.681,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empleados	175,2	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA</b>	2.068,5	9,5	1,9	0,0	1,9	0,0	534,4	0,0
Mercado nacional	1.505,7	9,5	1,9	0,0	1,9	0,0	534,4	0,0
Suscriptores minoristas	393,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	1.111,8	9,5	1,9	0,0	1,9	0,0	534,4	0,0
Mercado internacional	551,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empleados	11,4	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

1 Datos disponibles: agosto 2010.

Sociedades admitidas a cotización<sup>1</sup>

CUADRO 1.3

	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	143	136	133	133	133	132	131	129
Sin Nuevo mercado	142	136	133	133	133	132	131	129
Nuevo mercado	1	0	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	5	5	5	5	5	5	5	5
Segundo Mercado	11	8	7	7	7	6	6	6
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	9	6	5	5	5	4	4	4
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros ex SICAV	31	29	29	29	29	29	28	28
Madrid	13	13	13	13	13	13	13	13
Barcelona	20	19	19	19	19	19	18	18
Bilbao	9	8	8	8	8	8	8	8
Valencia	9	7	6	6	6	6	6	6
Corros SICAV	8	3	1	2	1	1	1	1
MAB	3.287	3.347	3.251	3.277	3.251	3.213	3.193	3.191
Latibex	34	35	32	33	32	32	32	32

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: agosto 2010.

3 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).Capitalización<sup>1</sup>

CUADRO 1.4

Millones de euros	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	892.053,8	531.194,2	639.087,1	623.810,3	639.087,1	590.182,8	506.500,6	547.129,8
Sin Nuevo mercado	891.875,7	531.194,2	639.087,1	623.810,3	639.087,1	590.182,8	506.500,6	547.129,8
Nuevo mercado	178,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras <sup>4</sup>	134.768,6	61.317,5	94.954,0	80.146,3	94.954,0	92.275,8	76.530,8	77.999,6
Ibex 35	524.651,0	322.806,6	404.997,3	401.655,7	404.997,3	376.747,6	321.072,6	353.549,3
Segundo Mercado	286,8	109,9	80,9	82,9	80,9	69,1	66,4	77,4
Madrid	27,8	22,8	24,9	24,9	24,9	23,4	24,8	27,5
Barcelona	259,0	87,1	56,0	58,0	56,0	45,7	41,5	49,9
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	7.444,9	5.340,7	4.226,5	4.278,8	4.226,5	4.159,1	4.065,6	3.981,4
Madrid	1.840,6	1.454,7	997,3	1.091,0	997,3	958,0	920,7	913,5
Barcelona	4.627,8	3.580,2	3.400,6	3.501,8	3.400,6	3.336,4	3.276,0	3.274,8
Bilbao	108,2	45,9	435,4	338,9	435,4	433,4	386,9	386,9
Valencia	1.206,5	760,4	559,2	526,9	559,2	554,8	543,4	487,6
Corros SICAV <sup>5</sup>	204,9	126,8	28,5	94,3	28,5	28,9	31,1	30,1
MAB <sup>5</sup>	31.202,5	24.718,6	26.490,7	26.318,9	26.490,7	26.948,4	25.763,3	26.021,3
Latibex	427.773,6	210.773,5	412.628,9	360.557,7	412.628,9	437.016,7	405.461,9	397.886,4

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: agosto 2010.

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	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>2</sup>	1.653.354,8	1.228.392,4	877.073,5	214.547,9	256.295,3	226.191,0	294.779,6	150.744,8
Sin Nuevo mercado	1.627.369,5	1.228.380,9	877.073,5	214.547,9	256.295,3	226.191,0	294.779,6	150.744,8
Nuevo mercado	25.985,3	11,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	7.499,3	1.407,1	4.750,4	1.616,9	1.573,3	1.704,5	2.294,1	866,7
Segundo Mercado	192,9	31,7	3,2	0,2	0,4	0,3	0,9	0,5
Madrid	8,9	3,4	2,0	0,2	0,4	0,3	0,6	0,5
Barcelona	182,3	28,3	1,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	792,7	182,1	52,8	6,1	10,4	14,1	8,9	51,7
Madrid	236,1	73,9	16,5	1,8	1,3	1,2	4,5	8,4
Barcelona	402,8	103,6	29,4	3,2	9,0	9,1	4,3	43,2
Bilbao	0,1	0,1	1,1	1,1	0,0	3,9	0,0	0,0
Valencia	153,8	4,5	5,9	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0
Corros SICAV	361,6	25,3	19,7	7,9	1,7	3,3	3,8	0,1
MAB	6.985,2	7.060,3	5.080,1	1.248,8	1.544,4	1.089,0	1.143,6	478,8
Latibex	868,2	757,7	434,7	110,1	120,0	146,5	162,1	67,8

1 Datos disponibles: agosto 2010.

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

## Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación<sup>1</sup>

CUADRO 1.6

Millones de euros	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
En sesión	1.577.249,5	1.180.835,9	833.854,9	204.427,1	243.475,3	218.800,9	282.043,0	142.176,6
Órdenes	985.087,6	774.718,1	499.182,8	122.153,3	129.372,8	135.802,4	161.849,1	74.004,4
Aplicaciones	155.085,1	105.673,9	51.335,8	12.043,7	15.150,6	14.134,7	16.114,0	8.757,5
Bloques	437.076,8	300.443,9	283.336,3	70.230,1	98.952,0	68.863,7	104.079,8	59.414,7
Fuera de hora	18.301,5	10.175,2	5.996,6	1.379,4	4.253,2	3.481,0	5.731,2	4.599,4
Autorizadas	4.189,6	3.183,2	4.695,6	443,6	789,1	246,2	1.188,4	170,2
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opa	26.284,3	17.461,2	7.188,9	100,0	3,6	0,0	273,1	38,8
OPV	11.177,4	292,0	1.325,0	0,0	0,0	0,0	1.448,2	0,0
Toma de razón	2.954,4	1.066,8	5.202,6	4.394,0	9,0	0,0	0,7	2.272,7
Ejercicio de opciones	10.240,4	9.661,9	11.443,2	1.953,7	5.063,3	1.741,6	2.487,4	360,5
Operaciones de cobertura	2.957,8	5.716,3	7.366,7	1.850,1	2.701,8	1.921,4	1.607,6	1.126,7

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2 Datos disponibles: agosto 2010.

## Operaciones de crédito

CUADRO 1.7

Millones de euros	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>CONTRATACIÓN</b>								
Préstamo de valores <sup>2</sup>	835.326,9	583.950,8	471.007,1	111.062,6	159.073,2	116.966,4	161.045,4	100.807,7
Crédito de valores para su venta <sup>3</sup>	555,4	624,9	704,3	180,6	153,0	153,6	158,8	102,7
Crédito para compra de valores <sup>3</sup>	411,3	154,7	106,4	32,0	21,5	19,0	17,0	9,1
<b>SALDO VIVO</b>								
Préstamo de valores <sup>2</sup>	79.532,9	43.647,8	47.322,2	42.993,7	47.322,2	42.162,6	39.413,7	38.675,5
Crédito de valores para su venta <sup>3</sup>	112,4	20,7	21,1	63,1	21,1	18,7	13,7	17,3
Crédito para compra de valores <sup>3</sup>	59,4	7,0	5,6	7,4	5,6	4,8	5,0	3,5

1 Datos disponibles: agosto 2010.

2 Reguladas en la Ley del Mercado de Valores, art. 36.7 y la Orden ECO/764/2004.

3 Operaciones realizadas al amparo de la Orden de 25/03/1991, sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado.

## 1.2 Renta fija

### Emisiones brutas registradas<sup>1</sup> en la CNMV

CUADRO 1.8

	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>	173	179	168	58	69	36	58	26
Cédulas hipotecarias	10	19	27	11	16	9	18	10
Cédulas territoriales	4	7	1	0	0	2	3	1
Bonos y obligaciones no convertibles	41	30	50	22	30	16	24	10
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	1	3	2	1	0	0	0
Bonos de titulación	77	88	68	15	13	5	9	5
Programas de pagarés	80	77	69	11	26	13	18	8
De titulación	3	2	2	0	1	0	1	0
Resto de pagarés	77	75	67	11	25	13	17	8
Otras emisiones de renta fija	2	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	5	8	23	8	1	0	0	0
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>	335	337	512	103	118	70	121	45
Cédulas hipotecarias	32	47	75	13	20	11	32	15
Cédulas territoriales	8	8	1	0	0	2	4	1
Bonos y obligaciones no convertibles	79	76	244	51	56	39	58	16
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	1	6	3	2	0	0	0
Bonos de titulación	101	108	76	16	13	5	9	5
Programas de pagarés	107	88	73	11	26	13	18	8
De titulación	3	2	2	0	1	0	1	0
Resto de pagarés	104	86	71	11	25	13	17	8
Otras emisiones de renta fija	3	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	5	9	37	9	1	0	0	0
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>	648.757,0	476.275,7	387.475,8	66.721,8	74.198,8	51.667,5	57.409,7	43.961,6
Cédulas hipotecarias	24.695,5	14.300,0	35.573,9	3.870,0	11.055,0	4.650,0	10.892,4	4.950,0
Cédulas territoriales	5.060,0	1.820,0	500,0	0,0	0,0	400,0	4.700,0	300,0
Bonos y obligaciones no convertibles	27.416,0	10.489,6	62.249,0	6.138,1	12.370,1	8.732,8	6.811,4	1.231,5
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0,0	1.429,1	3.200,0	2.200,0	700,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	141.627,0	135.252,5	81.651,2	12.956,3	10.301,2	2.875,0	15.698,5	25.589,7
Tramo nacional	94.049,0	132.730,1	77.289,4	11.750,6	9.696,5	2.875,0	15.205,0	25.589,7
Tramo internacional	47.578,0	2.522,4	4.361,9	1.205,7	604,7	0,0	493,5	0,0
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	442.433,5	311.738,5	191.341,7	40.340,4	39.752,6	35.009,7	19.307,5	11.890,4
De titulación	464,8	2.843,1	4.758,4	952,8	1.245,0	995,0	930,0	1.133,0
Resto de pagarés	441.968,7	308.895,4	186.583,3	39.387,6	38.507,6	34.014,7	18.377,5	10.757,4
Otras emisiones de renta fija	7.300,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	225,0	1.246,0	12.960,0	1.217,0	20,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pro memoria:</b>								
Emisiones subordinadas	47.158,3	12.949,5	20.988,5	4.679,0	2.254,1	3.284,0	1.983,5	832,5
Emisiones aseguradas	86.161,1	9.169,5	4.793,8	1.450,0	784,8	299,0	0,0	0,0

1 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

2 Datos disponibles: agosto 2010.

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	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Total	640.096,2	476.710,4	388.455,0	80.868,2	68.506,9	56.552,9	53.030,8	51.915,4
Pagarés	439.787,3	314.417,4	191.427,7	41.194,3	37.110,1	37.414,8	18.699,8	13.295,1
Bonos y obligaciones	30.006,9	10.040,3	61.862,5	9.304,6	11.959,7	8.283,1	7.392,1	1.486,1
Cédulas hipotecarias	27.195,5	14.150,0	35.568,9	5.820,0	11.200,0	4.775,0	9.820,0	6.000,0
Cédulas territoriales	7.450,0	1.930,0	500,0	0,0	0,0	125,0	4.975,0	300,0
Bonos de titulación	135.149,5	135.926,6	85.542,9	16.041,6	7.495,2	5.855,0	12.144,0	30.834,2
Participaciones preferentes	507,0	246,0	13.552,9	8.507,7	742,0	100,0	0,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: agosto 2010.

**AIAF. Emisores, emisiones y saldo vivo**

CUADRO 1.10

	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>	492	556	614	610	614	618	618	627
Pagarés	73	72	67	70	67	66	63	64
Bonos y obligaciones	92	93	91	91	91	92	91	91
Cédulas hipotecarias	14	22	29	26	29	30	31	31
Cédulas territoriales	7	11	11	11	11	11	11	11
Bonos de titulización	316	383	442	439	442	445	447	454
Participaciones preferentes	50	52	60	60	60	61	60	60
Bonos matador	15	12	12	12	12	12	12	12
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>	4.314	4.639	4.084	4.218	4.084	4.062	3.773	3.662
Pagarés	2.493	2.489	1.507	1.696	1.507	1.464	1.144	1.012
Bonos y obligaciones	445	450	611	577	611	625	646	646
Cédulas hipotecarias	111	146	202	192	202	210	220	234
Cédulas territoriales	19	26	25	25	25	23	24	25
Bonos de titulización	1.157	1.436	1.629	1.624	1.629	1.630	1.630	1.637
Participaciones preferentes	71	78	96	90	96	96	95	94
Bonos matador	18	14	14	14	14	14	14	14
<b>SALDO VIVO<sup>2</sup></b> (millones de euros)	758.559,8	819.637,7	870.981,1	887.608,4	870.981,1	866.273,2	839.512,9	862.297,7
Pagarés	98.467,6	71.762,2	41.647,0	54.560,4	41.647,0	45.347,2	32.547,3	28.112,6
Bonos y obligaciones	139.586,3	122.001,9	150.886,3	143.761,9	150.886,3	152.333,9	148.723,1	146.943,8
Cédulas hipotecarias	150.905,5	162.465,5	185.343,8	183.686,9	185.343,8	186.018,8	183.028,7	188.878,7
Cédulas territoriales	16.375,0	17.030,0	16.030,0	16.030,0	16.030,0	15.725,0	18.350,0	18.650,0
Bonos de titulización	328.924,6	422.010,7	442.831,5	454.922,0	442.831,5	432.505,7	422.610,5	446.459,3
Participaciones preferentes	23.062,6	23.308,6	33.183,8	33.588,4	33.183,8	33.283,8	33.194,5	32.194,5
Bonos matador	1.238,2	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8

1 Datos disponibles: agosto 2010.

2 Importes nominales.

**AIAF. Contratación**

CUADRO 1.11

Importes nominales en millones de euros	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>POR TIPO DE ACTIVO. Total</b>	1.127.477,7	2.521.040,1	4.658.633,2	946.141,6	1.008.622,5	655.522,1	827.201,7	666.338,0
Pagarés	568.009,6	591.943,8	533.331,0	125.139,0	111.412,5	116.534,6	103.792,8	59.626,0
Bonos y obligaciones	87.035,7	80.573,8	321.743,0	83.499,1	108.864,2	158.121,4	222.442,8	117.961,4
Cédulas hipotecarias	80.811,2	129.995,3	263.150,0	59.334,2	50.553,9	20.802,8	67.917,3	68.321,0
Cédulas territoriales	7.749,8	10.142,3	7.209,0	1.584,0	781,1	889,3	8.436,1	2.641,7
Bonos de titulización	378.005,2	1.704.341,8	3.527.486,4	675.114,4	735.745,7	357.996,5	423.251,4	417.103,7
Participaciones preferentes	4.492,4	4.030,0	5.668,5	1.470,9	1.262,6	1.176,7	1.218,4	683,9
Bonos matador	1.373,8	13,2	45,2	0,0	2,5	0,9	143,0	0,2
<b>POR TIPO DE OPERACIÓN. Total</b>	1.127.477,7	2.521.040,1	4.658.633,2	946.141,6	1.008.622,5	655.522,1	827.201,7	666.338,0
Simple	416.477,9	387.897,1	378.348,4	64.565,1	86.264,0	82.774,2	81.767,7	32.516,6
Repo	441.362,7	381.505,0	362.068,7	94.429,8	83.265,5	88.416,1	82.787,8	46.193,2
Simultánea	269.637,1	1.751.638,0	3.918.216,1	787.146,7	839.093,0	484.331,9	662.646,2	587.628,1

1 Datos disponibles: agosto 2010.

**AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador**

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>Total</b>	837.308,5	744.652,5	681.946,6	148.153,9	158.437,3	162.210,3	149.135,7	75.932,8
Sociedades no financieras	364.490,6	285.044,4	256.224,6	60.996,6	49.251,8	49.505,8	42.315,5	24.921,7
Instituciones financieras	282.816,9	334.851,6	298.909,1	63.803,2	72.792,9	75.137,6	78.273,1	42.125,3
Entidades de crédito	99.492,0	130.056,0	125.547,5	17.547,5	27.731,9	24.254,8	26.236,4	12.943,5
IC, seguros y fondos de pensiones	152.429,2	154.709,8	115.865,3	31.404,8	29.611,2	35.927,1	36.015,3	19.126,6
Otras entidades financieras	30.895,6	50.085,8	57.496,3	14.850,9	15.449,8	14.955,7	16.021,4	10.055,2
Administraciones públicas	7.762,4	6.331,2	5.808,5	1.267,5	900,1	1.222,0	1.425,4	122,6
Hogares e ISFLSH <sup>2</sup>	28.534,8	13.344,0	14.647,8	2.026,9	6.031,8	6.377,6	3.090,8	1.597,4
Resto del mundo	153.703,8	105.081,2	106.356,6	20.059,7	29.460,8	29.967,2	24.030,8	7.165,9

1 Datos disponibles: agosto 2010.

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

Admisión a bolsa<sup>1</sup>

CUADRO 1.13

	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
<b>IMPORTE NOMINALES</b> (millones de euros)	9.020,3	3.390,6	5.866,8	500,0	4.056,0	200,0	200,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	200,0	200,0	0,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0,0	0,0	4.510,8	500,0	2.700,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	2.020,3	3.390,6	1.356,0	0,0	1.356,0	0,0	0,0	0,0
Otros	7.000,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>	16	33	10	1	8	3	4	0
Bonos y obligaciones no convertibles	0	0	0	0	0	3	4	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	4	1	2	0	0	0
Bonos de titulización	15	33	6	0	6	0	0	0
Otros	1	0	0	0	0	0	0	0

1 Emisores privados. Incluye expedientes de emisión y de admisión.

2 Datos disponibles: agosto 2010.

## Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.14

	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>	53	58	62	58	62	61	62	62
Emisores privados	40	45	48	45	48	47	48	48
Sociedades no financieras	6	5	6	6	6	5	5	5
Instituciones financieras privadas	34	40	42	39	42	42	43	43
Administraciones públicas <sup>3</sup>	13	13	14	13	14	14	14	14
Comunidades autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>	249	271	269	263	269	260	258	259
Emisores privados	133	157	155	149	155	152	151	150
Sociedades no financieras	12	9	10	10	10	8	8	8
Instituciones financieras privadas	121	148	145	139	145	144	143	142
Administraciones públicas <sup>3</sup>	116	114	114	114	114	108	107	109
Comunidades autónomas	83	82	76	80	76	69	68	70
<b>SALDO VIVO<sup>2</sup></b> (millones de euros)	25.654,7	29.142,6	36.299,5	31.571,0	36.299,5	36.329,8	36.674,9	36.885,5
Emisores privados	14.958,1	17.237,9	21.600,9	17.914,3	21.600,9	21.083,8	19.462,5	19.222,5
Sociedades no financieras	452,5	381,0	1.783,7	1.691,7	1.783,7	1.778,2	377,3	377,1
Instituciones financieras privadas	14.505,6	16.856,9	19.817,2	16.222,6	19.817,2	19.305,6	19.085,2	18.845,4
Administraciones públicas <sup>3</sup>	10.696,6	11.904,7	14.698,6	13.656,7	14.698,6	15.246,0	17.212,3	17.663,0
Comunidades autónomas	8.862,6	9.972,5	12.338,3	11.577,3	12.338,3	12.836,3	14.803,4	15.254,1

1 Datos disponibles: agosto 2010.

2 Importes nominales.

3 No incluye deuda anotada.

## Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.15

	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Importes nominales en millones de euros								
Mercado electrónico	448,9	1.580,1	633,0	138,1	279,6	83,8	207,1	56,2
Corros	7.154,3	7.842,1	4.008,4	299,6	2.892,5	328,9	1.404,5	984,2
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	7.040,1	7.674,9	3.821,1	273,5	2.798,4	101,5	1.373,0	924,7
Bilbao	7,5	6,1	4,6	0,6	0,8	0,8	0,7	0,2
Valencia	106,7	161,1	182,7	25,5	92,4	226,6	30,9	59,3
Deuda anotada	33,6	46,2	49,1	11,2	9,6	11,8	304,0	4,7
Deuda comunidades autónomas	83.967,7	71.045,0	70.065,8	16.815,4	15.216,3	18.577,3	12.510,5	8.758,8

1 Datos disponibles: agosto 2010.

## Sistemas organizados de negociación: SENAF y MTS.

CUADRO 1.16

## Contratación de deuda pública por modalidad

	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Importes nominales en millones de euros								
Total	174.046,3	132.327,4	202.120,5	55.827,0	65.944,6	83.724,5	64.903,8	55.324,5
Simple	134.147,0	89.010,5	114.314,0	36.141,0	50.843,5	53.396,0	19.326,0	9.669,0
Simultáneas	39.899,3	43.316,9	86.806,5	19.211,0	14.576,1	29.997,5	45.536,8	45.655,5
Otras operaciones	0,0	0,0	1.000,0	475,0	525,0	331,0	41,0	0,0

1 Datos disponibles: agosto 2010.



## 1.3 Derivados y otros productos

### 1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

#### Negociación en MEFF

CUADRO 1.17

Número de contratos	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Sobre deuda	13	12	18	4	4	4	4	0
Futuro sobre bono nomenclal <sup>2</sup>	13	12	18	4	4	4	4	0
Sobre Ibex 35 <sup>3,4</sup>	9.288.909	8.433.963	6.187.544	1.503.939	1.499.223	1.635.380	2.279.397	977.944
Futuro sobre Ibex 35 plus	8.435.258	7.275.299	5.436.989	1.321.524	1.323.307	1.467.635	2.053.136	898.752
Futuro mini sobre Ibex 35	286.574	330.042	314.829	85.642	69.660	87.166	128.596	48.082
Opción call mini	227.535	323.874	230.349	59.988	53.552	35.979	33.861	14.252
Opción put mini	339.542	504.749	205.377	36.785	52.704	44.600	63.804	16.858
Sobre acciones <sup>5</sup>	34.887.808	64.554.817	80.114.693	20.467.870	16.243.034	13.957.914	12.831.247	6.276.879
Futuros	21.294.315	46.237.568	44.586.779	11.674.200	5.501.720	4.136.308	3.927.137	1.417.885
Opción call	6.775.525	7.809.423	18.864.840	5.103.159	6.046.542	4.357.759	4.164.723	2.641.331
Opción put	6.817.968	10.507.826	16.663.074	3.690.511	4.694.772	5.463.847	4.739.387	2.217.663

#### Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex

Sobre deuda <sup>6</sup>	1.059.113	869.105	558.848	90.935	138.338	137.861	103.847	35.671
Sobre índices <sup>7</sup>	1.371.250	1.169.059	835.159	128.087	208.726	212.055	165.818	54.784

1 Datos disponibles: agosto 2010.

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

WARRANTS <sup>2</sup>	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Importe de las primas (millones de euros)	8.920,3	12.234,4	5.165,1	1.439,7	1.252,0	1.324,5	1.602,0	366,1
Sobre acciones	6.215,1	6.914,1	2.607,1	755,6	525,7	699,4	829,8	160,0
Sobre índices	2.311,2	4.542,8	2.000,1	559,3	614,4	491,5	613,0	187,2
Otros <sup>3</sup>	394,0	777,5	558,0	124,9	111,9	133,6	159,3	18,9
Número de emisiones	7.005	9.790	7.342	2.099	1.616	2.164	2.417	561
Número de emisores	7	8	9	9	6	7	8	4
<b>CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES</b>								
Importes nominales (millones de euros)	151,0	77,0	35,0	0,0	35,0	5,0	32,0	20,0
Sobre acciones	145,0	77,0	25,0	0,0	25,0	5,0	32,0	10,0
Sobre índices	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros <sup>3</sup>	6,0	0,0	10,0	0,0	10,0	0,0	0,0	10,0
Número de emisiones	9	4	3	0	3	1	3	2
Número de emisores	3	1	1	0	1	1	1	1

1 Datos disponibles: agosto 2010.

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

	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>WARRANTS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	5.129,6	2.943,7	1.768,4	407,0	382,0	335,5	503,6	263,8
Sobre acciones nacionales	3.200,7	1.581,9	809,9	203,3	170,7	144,8	235,9	137,4
Sobre acciones extranjeras	474,2	145,7	97,6	28,3	25,6	14,4	20,8	5,6
Sobre índices	1.376,6	1.063,3	761,2	158,9	160,4	159,9	229,6	108,7
Otros <sup>2</sup>	78,1	152,8	99,7	16,5	25,2	16,4	17,3	12,1
Número de emisiones <sup>3</sup>	7.837	9.770	8.038	3.086	3.038	3.066	3.489	2.406
Número de emisores <sup>3</sup>	9	10	10	10	10	9	8	9
<b>CERTIFICADOS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	49,8	16,8	39,2	13,4	9,7	6,5	4,1	7,1
Número de emisiones <sup>3</sup>	14	26	22	16	16	15	14	13
Número de emisores <sup>3</sup>	5	4	4	2	2	2	2	2
<b>ETF</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	4.664,5	6.938,1	3.470,6	856,9	1.092,8	1.675,4	2.715,1	560,7
Número de fondos	21	30	32	32	32	32	32	43
Patrimonio <sup>4</sup> (millones de euros)	885,8	1.630,3	1.648,4	1.510,5	1.648,4	1.452,8	986,6	n.d.

1 Datos disponibles: agosto 2010.

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 período.

4 Sólo incluye el patrimonio de los ETF's nacionales debido a que no se dispone del patrimonio de los extranjeros.

n.d.: Dato no disponible.

**1.3.3 Derivados no financieros**
**Negociación en MFAO<sup>1</sup>**

CUADRO 1.20

	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
Número de contratos								
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante <sup>3</sup>	46.405	48.091	135.705	42.310	27.325	52.695	46.540	29.640

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: agosto 2010.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

## 2 Servicios de inversión

### Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	46	51	50	50	50	50	51	51
Sucursales	102	79	78	77	78	79	79	78
Representantes	6.657	6.041	6.102	5.991	6.102	6.183	6.284	6.345
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	53	50	50	49	50	52	48	47
Sucursales	12	9	9	9	9	9	8	7
Representantes	625	639	638	629	638	691	662	664
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA</b>								
Entidades nacionales	11	10	9	9	9	9	8	8
Sucursales	4	4	5	5	5	5	5	5
Representantes	6	6	5	5	5	5	4	4
<b>EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO<sup>2</sup></b>								
Entidades nacionales	-	-	16	6	16	26	36	40
<b>ENTIDADES DE CRÉDITO<sup>3</sup></b>								
Entidades nacionales	201	195	193	194	193	194	193	189

1 Datos disponibles: agosto 2010.

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

	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Total	1.766	2.232	2.346	2.363	2.346	2.443	2.496	2.521
ESI <sup>2</sup> en el Espacio Económico Europeo	1.394	1.818	1.922	1.945	1.922	2.011	2.065	2.090
Con sucursal	29	37	36	36	36	35	39	40
En libre prestación de servicios	1.365	1.781	1.886	1.909	1.886	1.976	2.026	2.050
Entidades de crédito <sup>3</sup>	372	414	424	418	424	432	431	431
Comunitarias	363	405	414	408	414	422	421	421
Con sucursal	52	56	53	54	53	54	56	56
En libre prestación de servicios	310	348	360	353	360	367	364	364
Filiales en libre prestación de servicios	1	1	1	1	1	1	1	1
Extracomunitarias	9	9	10	10	10	10	10	10
Con sucursal	8	8	8	8	8	8	8	8
En libre prestación de servicios	1	1	2	2	2	2	2	2

1 Datos disponibles: agosto 2010.

2 Empresas de Servicios de Inversión.

3 Fuente: Banco de España y CNMV.

### Intermediación de operaciones al contado<sup>1</sup>

CUADRO 2.3

Millones de euros	II 2009				II 2010			
	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total
<b>RENDA FIJA</b>								
Total	139.919	2.715.331	147.760	3.003.010	165.026	1.949.955	124.424	2.239.405
Sociedades de valores	129.607	44.188	44.200	217.995	146.195	74.250	42.032	262.477
Agencias de valores	10.312	2.671.143	103.560	2.785.015	18.831	1.875.705	82.392	1.976.928
<b>RENDA VARIABLE</b>								
Total	263.726	1.442	20.228	285.396	298.855	1.310	27.329	327.494
Sociedades de valores	245.041	1.174	18.341	264.556	293.039	1.119	26.120	320.278
Agencias de valores	18.685	268	1.887	20.840	5.816	191	1.209	7.216

1 Datos acumulados del periodo.

**Intermediación de operaciones de derivados<sup>1,2</sup>**

CUADRO 2.4

Millones de euros	II 2009				II 2010			
	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total
Total	535.202	1.279.602	895.035	2.709.839	1.263.917	2.501.023	786.422	4.551.362
Sociedades de valores	486.357	1.067.051	13.130	1.566.538	1.255.305	2.056.111	636.811	3.948.227
Agencias de valores	48.845	212.551	881.905	1.143.301	8.612	444.912	149.611	603.135

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

2 Datos acumulados del periodo.

**Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado<sup>1</sup>**

CUADRO 2.5

	II 2009			II 2010		
	Total	IIC	Otras <sup>2</sup>	Total	IIC	Otras <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE CARTERAS</b>						
Total	12.599	88	12.511	13.259	131	13.128
Sociedades de valores	6.806	17	6.789	7.640	62	7.578
Agencias de valores	3.228	41	3.187	3.282	48	3.234
Sociedades gestoras de cartera	2.565	30	2.535	2.337	21	2.316
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)</b>						
Total	8.033.203	569.968	7.463.236	10.060.796	964.697	9.096.098
Sociedades de valores	3.272.765	122.517	3.150.248	4.127.392	509.496	3.617.896
Agencias de valores	1.887.970	266.807	1.621.163	2.381.946	354.421	2.027.524
Sociedades gestoras de cartera	2.872.468	180.644	2.691.825	3.551.458	100.780	3.450.678

1 Datos a final de periodo.

2 Incluye el resto de clientes, tanto cubiertos como no cubiertos por el Fondo de Garantía de Inversiones, según establece el RD 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores.

**Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores<sup>1</sup>**

CUADRO 2.6

Miles de euros <sup>2</sup>	2009			2010				
	2007	2008	2009	III	IV	I	II	III <sup>3</sup>
I. Margen de intereses	-29.968	109.682	163.202	132.653	163.202	7.810	43.915	62.033
II. Comisiones netas	893.803	674.204	529.792	389.667	529.792	131.174	279.871	319.864
Comisiones percibidas	1.181.772	943.619	781.555	578.824	781.555	195.160	423.657	486.383
Tramitación y ejecución de órdenes	775.418	648.036	548.951	404.912	548.951	137.816	306.583	349.507
Colocación y aseguramiento de emisiones	62.145	42.502	25.726	23.616	25.726	772	2.906	3.449
Depósito y anotación de valores	25.351	21.198	16.183	11.993	16.183	4.054	11.218	13.109
Gestión de carteras	29.649	17.306	11.543	7.403	11.543	3.043	6.366	7.625
Diseño y asesoramiento	65.083	56.671	60.392	43.552	60.392	14.069	27.094	31.641
Búsqueda y colocación de paquetes	9	12	10	6	10	7	7	36
Operaciones de crédito al mercado	23	19	14	11	14	2	5	5
Comercialización de IIC <sup>4</sup>	138.481	91.167	63.296	44.368	63.296	16.388	32.261	37.609
Otras	85.613	66.708	55.440	42.963	55.440	19.009	37.217	43.403
Comisiones satisfechas	287.969	269.415	251.763	189.157	251.763	63.986	143.785	166.519
III. Resultado de inversiones financieras <sup>5</sup>	-239.572	800.194	43.855	56.609	43.855	-4.943	76.990	54.588
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	486.643	-626.527	21.582	1.697	21.582	41.152	-36.773	-27.317
V. Margen bruto	1.110.906	957.553	758.431	580.626	758.431	175.192	364.004	409.167
VI. Resultado de explotación	587.354	434.209	275.747	210.563	275.747	72.507	149.310	158.312
VII. Resultado de actividades continuadas	540.390	365.374	260.458	264.988	260.458	64.583	132.181	138.446
VIII. Resultado neto del ejercicio	540.390	367.665	260.458	264.988	260.458	64.583	132.181	138.446

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: julio 2010.

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<sup>1</sup>**

CUADRO 2.7

Miles de euros <sup>4</sup>	Total		Margen de intereses		Inversiones Financieras <sup>2</sup>		Diferencias de cambio y otras partidas <sup>3</sup>	
	II 2009	II 2010	II 2009	II 2010	II 2009	II 2010	II 2009	II 2010
Total	149.743	87.568	98.211	43.915	51.163	76.990	369	-33.338
Activos monetarios y deuda pública	4.401	6.456	522	2.376	3.879	4.080	-	-
Otros valores de renta fija	-176.906	44.174	59.975	9.514	-236.881	34.660	-	-
Cartera interior	-173.105	40.445	58.654	8.737	-231.759	31.708	-	-
Cartera exterior	-3.801	3.729	1.320	777	-5.121	2.952	-	-
Renta variable	482.979	-19.537	39.017	34.049	443.962	-53.586	-	-
Cartera interior	79.019	-57.245	19.161	24.238	59.857	-81.483	-	-
Cartera exterior	403.961	37.709	19.855	9.811	384.105	27.898	-	-
Derivados	-154.252	64.524	-	-	-154.252	64.524	-	-
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-13.246	-1.115	-13.246	-1.115	-	-	-	-
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	-	-	-	-
Depósito y otras operaciones con intermediarios	955	-1.222	955	-1.222	-	-	-	-
Diferencias de cambio netas	-5.750	-38.210	-	-	-	-	-5.750	-38.210
Otros productos y cargas de explotación	6.132	1.437	-	-	-	-	6.132	1.437
Otras operaciones	5.429	31.061	10.988	313	-5.546	27.312	-14	3.435

1 Datos obtenidos de la información remitida por las empresas de servicios de inversión según la nueva circular 7/2008, que modifica su régimen contable.

2 Los resultados procedentes de inversiones financieras no incluyen la dotación, aplicación y recuperación de provisiones por minusvalías.

3 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.

4 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

**Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores<sup>1</sup>**

CUADRO 2.8

Miles de euros <sup>2</sup>	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III <sup>3</sup>
I. Margen de intereses	14.395	7.980	2.652	2.301	2.652	191	732	830
II. Comisiones netas	237.403	149.874	127.410	93.005	127.410	33.173	56.876	65.201
Comisiones percibidas	310.892	172.344	144.373	105.442	144.373	37.586	65.412	74.953
Tramitación y ejecución de órdenes	131.976	62.345	53.988	41.786	53.988	13.953	21.791	24.365
Colocación y aseguramiento de emisiones	2.501	4.847	2.989	1.148	2.989	272	610	1.297
Depósito y anotación de valores	1.680	676	509	343	509	94	186	217
Gestión de carteras	27.457	21.137	19.633	14.067	19.633	4.704	8.808	10.295
Diseño y asesoramiento	2.224	4.962	2.806	1.535	2.806	719	2.032	2.137
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	115	115	115
Operaciones de crédito al mercado	0	10	28	10	28	354	10	18
Comercialización de IIC <sup>4</sup>	74.918	31.287	23.966	15.993	23.966	6.613	12.004	13.900
Otras	70.136	47.081	40.453	30.560	40.453	10.763	19.855	22.608
Comisiones satisfechas	73.489	22.470	16.963	12.437	16.963	4.412	8.536	9.752
III. Resultado de inversiones financieras <sup>5</sup>	2.212	-1.176	1.709	265	1.709	-37	-104	-64
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-407	3.526	-1.111	-986	-1.111	-101	-376	-577
V. Margen bruto	253.603	160.204	130.661	94.585	130.661	33.226	57.128	65.390
VI. Resultado de explotación	85.423	20.377	9.090	4.376	9.090	4.461	4.894	5.267
VII. Resultado de actividades continuadas	86.017	14.372	4.862	3.725	4.862	4.088	4.443	4.698
VIII. Resultado neto del ejercicio	86.017	14.372	4.862	3.725	4.862	4.088	4.443	4.698

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: julio 2010.

4 En los períodos anteriores al IV trimestre de 2008 se refiere a "Suscripción y reembolso de IIC".

5 Denominado anteriormente "Beneficios netos en valores". No incluye la dotación de provisiones por minusvalías de la cartera de negociación, ni su aplicación y recuperación. Dichas partidas se contabilizan en "Resultado de explotación".

**Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera<sup>1</sup>**

CUADRO 2.9

Miles de euros <sup>2</sup>				2009		2010		
	2007	2008	2009	III	IV	I	II	III <sup>3</sup>
I. Margen de intereses	1.442	1.482	341	305	341	63	165	201
II. Comisiones netas	15.501	12.044	10.820	7.964	10.820	3.333	5.967	6.765
Comisiones percibidas	27.340	23.877	21.835	16.237	21.835	6.085	11.440	13.145
Gestión de carteras	24.239	20.683	18.549	13.634	18.549	4.642	9.218	10.704
Diseño y asesoramiento	2.614	2.484	2.698	2.141	2.698	1.289	1.921	842
Comercialización de IIC <sup>4</sup>	34	66	18	9	18	17	26	29
Otras	453	644	571	453	571	138	275	1.571
Comisiones satisfechas	11.839	11.833	11.016	8.273	11.016	2.752	5.473	6.380
III. Resultado de inversiones financieras <sup>5</sup>	96	-108	92	91	92	-11	65	93
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-37	-418	-383	-308	-383	-111	-157	-208
V. Margen bruto	17.002	13.000	10.869	8.051	10.869	3.275	6.040	6.852
VI. Resultado de explotación	6.896	1.157	1.395	1.150	1.395	806	1.411	1.444
VII. Resultado de actividades continuadas	4.837	765	961	836	961	724	1.170	1.181
VIII. Resultado neto del ejercicio	4.837	765	961	836	961	724	1.170	1.181

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: julio 2010.

4 En los períodos anteriores al IV trimestre de 2008 se refiere a "Suscripción y reembolso de IIC".

5 Denominado anteriormente "Beneficios netos en valores". No incluye la dotación de provisiones por minusvalías de la cartera de negociación, ni su aplicación y recuperación. Dichas partidas se contabilizan en "Resultado de explotación".

**Margen de cobertura de los recursos propios sobre el coeficiente de solvencia<sup>1,2</sup>**

CUADRO 2.10

Miles de euros	Exceso		Número de entidades según porcentaje del exceso									
	Importe total	% <sup>3</sup>	< 50	<100	<150	<200	<300	<400	<500	<750	<1000	>1000
Total	1.495.448	343,25	16	14	16	10	15	6	10	7	7	6
Sociedades de valores	1.411.058	369,18	4	3	5	4	11	6	5	4	5	4
Agencias de valores	65.361	183,33	11	9	10	5	3	0	5	3	2	0
Sociedades gestoras de cartera	19.030	106,85	1	2	1	1	1	0	0	0	0	2

1 Datos disponibles: junio 2010.

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<sup>1,2</sup>**

CUADRO 2.11

	Número de entidades según su rentabilidad anualizada										
	Media <sup>3</sup>	Pérdidas	0-5%	6-15%	16-30%	31-45%	46-60%	61-75%	76-100%	>100%	
Total	14,97	34	16	20	13	9	5	4	0	6	
Sociedades de valores	15,45	15	7	11	6	5	3	1	0	3	
Agencias de valores	8,96	16	7	8	6	4	2	3	0	2	
Sociedades gestoras de cartera	7,17	3	2	1	1	0	0	0	0	1	

1 El ROE se ha calculado como:

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

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

2 Datos disponibles: junio 2010.

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

### 3 Instituciones de inversión colectiva<sup>a,b,c,d</sup>

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

CUADRO 3.1

	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Total IIC de carácter financiero	6.296	6.354	5.892	6.050	5.892	5.808	5.724	5.700
Fondos de inversión	2.954	2.943	2.593	2.705	2.593	2.534	2.464	2.452
Sociedades de inversión	3.290	3.347	3.232	3.278	3.232	3.206	3.195	3.182
IIC de IIC de inversión libre	31	40	38	40	38	37	34	33
IIC de inversión libre	21	24	29	27	29	31	31	33
Total IIC inmobiliarias	18	18	16	16	16	16	16	16
Fondos de inversión inmobiliaria	9	9	8	8	8	8	8	8
Sociedades de inversión inmobiliaria	9	9	8	8	8	8	8	8
Total IIC extranjeras comercializadas en España	440	563	582	577	582	615	636	648
Fondos extranjeros comercializados en España	225	312	324	327	324	353	365	374
Sociedades extranjeras comercializadas en España	215	251	258	250	258	262	271	274
SGIIC	120	120	120	121	120	122	124	123
Depositarias IIC	126	125	124	124	124	123	122	124

<sup>1</sup> Datos disponibles: agosto 2010.

#### Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
Total IIC de carácter financiero	8.487.205	6.358.753	5.895.009	5.921.511	5.878.215	5.895.009	5.907.673	5.841.721
Fondos de inversión	8.053.049	5.923.352	5.475.403	5.498.325	5.461.473	5.475.403	5.489.598	5.422.414
Sociedades de inversión	434.156	435.401	419.606	423.186	416.742	419.606	418.075	419.307
Total IIC inmobiliarias	146.353	98.327	84.511	90.398	88.832	84.511	82.574	77.714
Fondos de inversión inmobiliaria	145.510	97.390	83.583	89.461	87.903	83.583	81.647	76.772
Sociedades de inversión inmobiliaria	843	937	928	937	929	928	927	942
Total IIC extranjeras comercializadas en España	850.931	593.488	685.094	602.487	613.561	685.094	748.749	791.378
Fondos extranjeros comercializados en España	142.782	102.922	139.102	117.389	123.575	139.102	157.027	181.038
Sociedades extranjeras comercializadas en España	708.149	490.566	545.992	485.098	489.986	545.992	591.722	610.340

<sup>1</sup> Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

#### Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
Total IIC de carácter financiero	286.522,40	200.522,4	196.472,5	191.952,4	195.352,4	196.472,5	193.941,8	180.899,1
Fondos de inversión <sup>2</sup>	255.040,9	175.865,5	170.547,7	167.160,9	169.458,4	170.547,7	167.524,3	155.295,5
Sociedades de inversión	31.481,5	24.656,9	25.924,8	24.791,5	25.894,0	25.924,8	26.417,5	25.602,6
Total IIC inmobiliarias	9.121,4	7.778,8	6.773,7	6.907,9	6.807,3	6.773,7	6.668,4	6.606,6
Fondos de inversión inmobiliaria	8.608,5	7.406,9	6.465,1	6.547,2	6.494,3	6.465,1	6.363,7	6.279,6
Sociedades de inversión inmobiliaria	512,9	371,9	308,6	360,7	313,0	308,6	304,6	327,0
Total IIC extranjeras comercializadas en España	37.092,7	18.254,8	25.207,2	18.056,1	20.684,8	25.207,2	30.864,9	32.364,8
Fondos extranjeros comercializados en España	7.010,3	3.352,0	5.215,1	4.157,9	4.410,2	5.215,1	6.519,3	7.477,2
Sociedades extranjeras comercializadas en España	30.082,4	14.902,8	19.992,0	13.898,2	16.274,6	19.992,0	24.345,6	24.887,7

<sup>1</sup> Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

<sup>2</sup> El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en junio 2010, del orden de 8.500 millones de euros.

- a En las referencias a los "Fondos de inversión" de todo el capítulo, no se incluyen los fondos de inversión libre ni los fondos de IIC de inversión libre.
- b Como consecuencia de la entrada en vigor, el 31 de diciembre de 2008, de las nuevas circulares CR CNMV 3/2008 y CR CNMV 7/2008, en las que se modifica la información contable a remitir a la CNMV puede haber modificaciones en los cuadros con el fin de adaptarse a las anteriores.
- c A partir del Boletín 2009-II se agruparán los datos de IIC de inversión libre y los de IIC de inversión libre en el cuadro 3.12.
- d A partir de Marzo 2009 cuando se hace referencia a las IIC extranjeras (patrimonio y número de partícipes) no se incluyen los datos de los ETF.

**Distribución del patrimonio de los fondos de inversión<sup>1</sup>**

CUADRO 3.4

Millones de euros	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II
Patrimonio	255.040,9	175.865,5	170.547,7	167.161,0	169.458,4	170.547,7	167.524,3	155.295,5
Cartera de inversiones financieras	239.266,6	166.384,7	163.165,5	159.013,4	161.747,5	163.165,5	160.119,6	148.166,2
Cartera interior	134.564,1	107.347,7	100.642,6	100.255,1	101.271,4	100.642,6	96.322,9	92.605,7
Valores representativos de deuda	103.798,8	81.904,6	74.628,9	76.129,2	76.391,7	74.628,9	71.916,5	69.173,9
Instrumentos de patrimonio	11.550,1	4.023,2	4.741,0	3.744,5	4.453,4	4.741,0	4.384,1	3.611,2
Instituciones de inversión colectiva	18.662,1	10.134,3	9.041,5	8.300,3	8.122,9	9.041,5	8.930,1	8.876,9
Depósitos en EECC	-	10.657,6	11.552,2	11.436,7	11.681,3	11.552,2	10.531,5	10.508,4
Derivados	553,2	627,9	679,0	644,4	622,2	679,0	560,7	435,3
Otros	-	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cartera exterior	104.702,5	59.035,2	62.487,1	58.731,6	60.440,8	62.487,1	63.745,9	55.515,6
Valores representativos de deuda	66.604,8	49.659,8	48.435,3	49.431,4	48.807,6	48.435,3	47.491,3	39.619,4
Instrumentos de patrimonio	16.731,6	5.216,1	7.783,2	5.395,4	6.655,1	7.783,2	8.291,3	7.615,6
Instituciones de inversión colectiva	16.924,4	3.524,5	5.666,4	3.582,0	4.444,6	5.666,4	7.398,7	7.845,0
Depósitos en EECC	-	17,5	82,4	4,3	27,4	82,4	79,9	81,5
Derivados	4.441,7	599,5	518,7	317,8	505,1	518,7	483,6	349,2
Otros	-	17,8	1,1	0,7	1,0	1,1	1,2	5,0
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	-	1,8	35,8	26,7	35,3	35,8	49,9	44,9
Inmovilizado intangible	-	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
Tesorería	15.413,5	8.703,2	7.267,7	7.897,4	7.456,9	7.267,7	7.350,8	6.817,4
Neto deudores/acreedores	360,8	777,7	114,5	250,3	254,0	114,5	53,9	311,9

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	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II
Patrimonio	31.481,5	24.656,9	25.924,8	24.791,5	25.894,0	25.924,8	26.417,5	25.602,6
Cartera de inversiones financieras	30.037,4	23.446,9	24.813,5	23.501,7	24.849,6	24.813,5	25.334,6	24.471,5
Cartera interior	17.075,3	16.176,3	13.514,3	14.767,2	14.458,1	13.514,3	12.908,6	12.390,0
Valores representativos de deuda	9.516,5	10.435,1	7.400,5	9.248,8	8.237,3	7.400,5	6.744,2	5.840,4
Instrumentos de patrimonio	6.174,4	3.214,9	3.376,3	2.871,8	3.363,8	3.376,3	3.153,2	2.754,0
Instituciones de inversión colectiva	1.362,3	1.108,8	1.091,1	1.151,8	1.171,2	1.091,1	987,1	831,9
Depósitos en EECC	-	1.383,5	1.631,5	1.482,1	1.666,0	1.631,5	2.014,0	2.963,0
Derivados	22,1	9,8	-6,6	-4,5	-4,3	-6,6	-11,8	-22,4
Otros	-	24,4	21,7	17,1	24,1	21,7	22,0	23,1
Cartera exterior	12.962,2	7.267,8	11.294,2	8.729,4	10.385,7	11.294,2	12.419,9	12.075,1
Valores representativos de deuda	2.189,9	2.609,6	4.606,6	3.903,2	4.502,2	4.606,6	4.681,7	4.340,4
Instrumentos de patrimonio	5.120,0	2.014,6	3.559,3	2.314,7	3.099,6	3.559,3	4.002,4	3.793,3
Instituciones de inversión colectiva	5.426,7	2.486,4	2.987,4	2.399,4	2.638,4	2.987,4	3.611,3	3.807,1
Depósitos en EECC	-	28,9	26,3	5,4	30,3	26,3	16,8	18,0
Derivados	225,6	120,5	113,0	104,2	113,7	113,0	105,3	108,3
Otros	-	7,8	1,6	2,5	1,6	1,6	2,4	8,0
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	-	2,8	4,9	5,1	5,8	4,9	6,2	6,4
Inmovilizado intangible	-	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
Tesorería	1.182,2	1.021,0	976,4	1.079,5	970,2	976,4	919,9	896,0
Neto deudores/acreedores	261,8	188,8	134,8	210,1	74,0	134,8	162,8	235,0



	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II
<b>NÚMERO DE FONDOS</b>								
Total fondos de inversión	2.926	2.912	2.536	2.735	2.628	2.536	2.500	2.436
Renta fija <sup>2</sup>	600	629	582	612	598	582	567	547
Renta fija mixta <sup>3</sup>	204	195	169	190	171	169	171	168
Renta variable mixta <sup>4</sup>	207	202	165	181	174	165	161	143
Renta variable euro <sup>5</sup>	247	237	182	193	185	182	179	179
Renta variable internacional <sup>6</sup>	357	330	242	271	252	242	239	233
Garantizado renta fija	251	260	233	253	241	233	239	251
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	590	590	561	610	593	561	549	530
Fondos globales	470	469	187	208	193	187	182	181
De gestión pasiva <sup>8</sup>	-	-	69	69	69	69	66	64
Retorno absoluto <sup>8</sup>	-	-	146	148	152	146	147	140
<b>PARTÍCIPES</b>								
Total fondos de inversión	8.053.049	5.923.346	5.475.403	5.498.325	5.461.473	5.475.403	5.489.598	5.422.414
Renta fija <sup>2</sup>	2.763.442	2.204.652	2.041.487	2.067.091	2.042.556	2.041.487	1.994.558	1.864.776
Renta fija mixta <sup>3</sup>	493.786	277.629	290.151	241.097	254.599	290.151	298.542	295.325
Renta variable mixta <sup>4</sup>	331.214	209.782	182.542	187.244	184.985	182.542	180.722	185.118
Renta variable euro <sup>5</sup>	577.522	377.545	299.353	270.079	277.093	299.353	290.734	280.529
Renta variable internacional <sup>6</sup>	800.556	467.691	458.097	419.928	434.299	458.097	478.952	487.813
Garantizado renta fija	549.108	538.799	570.963	540.428	550.041	570.963	617.901	690.600
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	1.715.144	1.402.948	1.188.304	1.339.321	1.272.792	1.188.304	1.153.385	1.142.072
Fondos globales	822.277	444.300	88.337	96.581	79.288	88.337	94.630	99.163
De gestión pasiva <sup>8</sup>	-	-	85.403	91.738	97.399	85.403	92.352	97.949
Retorno absoluto <sup>8</sup>	-	-	270.766	244.818	268.421	270.766	287.822	279.069
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>								
Total fondos de inversión	255.040,9	175.865,2	170.547,7	167.160,9	169.458,4	170.547,7	167.524,3	155.295,5
Renta fija <sup>2</sup>	113.234,1	92.813,1	84.657,2	86.711,3	85.913,9	84.657,2	79.655,6	69.654,5
Renta fija mixta <sup>3</sup>	13.011,9	5.803,0	8.695,5	5.421,8	6.322,4	8.695,5	8.867,1	8.264,2
Renta variable mixta <sup>4</sup>	8.848,0	3.958,8	3.879,6	3.480,1	3.812,4	3.879,6	3.930,7	3.441,5
Renta variable euro <sup>5</sup>	16.589,7	5.936,9	6.321,6	4.945,9	6.094,1	6.321,6	6.017,6	5.181,2
Renta variable internacional <sup>6</sup>	13.948,0	4.256,6	5.902,4	4.108,3	5.020,9	5.902,4	6.869,4	6.682,5
Garantizado renta fija	17.674,4	21.281,6	21.033,4	21.664,1	21.322,7	21.033,4	22.047,8	23.520,3
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	42.042,1	30.742,4	25.665,8	29.120,6	27.857,4	25.665,8	24.814,2	23.981,7
Fondos globales	29.692,6	11.072,8	3.872,5	3.350,7	3.400,4	3.872,5	4.130,3	3.991,1
De gestión pasiva <sup>8</sup>	-	-	3.216,6	2.714,5	3.066,3	3.216,6	2.971,9	2.350,2
Retorno absoluto <sup>8</sup>	-	-	7.303,0	5.643,6	6.647,7	7.303,0	8.219,9	8.228,4

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

2 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.

3 Hasta 1T09 incluye: Renta fija mixta y Renta fija mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.

4 Hasta 1T09 incluye: Renta variable mixta y Renta variable mixta internacional. Desde 2T09 incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.

5 Hasta 1T09 incluye: Renta variable nacional y Renta variable euro. Desde 2T09 incluye Renta variable euro (que ya incluye RVN).

6 Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EEUU, RVI Emergentes y RVI Otros. Desde 2T09: RVI.

7 Hasta 1T09: GRV. Desde 2T09: GRV y Garantía Parcial.

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

**Fondos de inversión de carácter financiero: Distribución de los partícipes y del patrimonio según la naturaleza de los partícipes<sup>1</sup>**

CUADRO 3.7

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II
<b>PARTÍCIPES</b>	8.053.049	5.923.352	5.475.403	5.498.325	5.461.473	5.475.403	5.489.598	5.422.414
Personas físicas	7.814.633	5.754.049	5.322.214	5.343.778	5.309.003	5.322.214	5.334.304	5.271.334
Residentes	7.721.427	5.677.123	5.252.126	5.271.331	5.238.302	5.252.126	5.264.655	5.203.100
No residentes	93.206	76.926	70.088	72.447	70.701	70.088	69.649	68.234
Personas jurídicas	238.416	169.303	153.189	154.547	152.470	153.189	155.294	151.080
Entidades de crédito	2.235	1.713	674	689	673	674	631	582
Otros agentes residentes	234.376	166.041	151.479	152.453	150.398	151.479	153.637	149.501
Entidades no residentes	1.805	1.549	1.036	1.405	1.399	1.036	1.026	997
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>	255.041,0	175.865,5	170.547,7	167.160,9	169.458,4	170.547,7	167.524,3	155.295,5
Personas físicas	190.512,2	135.756,2	132.860,5	131.675,4	133.194,9	132.860,5	130.952,9	121.776,1
Residentes	187.746,8	133.878,1	130.954,4	129.704,0	131.331,5	130.954,4	129.010,4	119.916,2
No residentes	2.765,4	1.878,1	1.906,0	1.971,4	1.863,4	1.906,0	1.942,5	1.859,9
Personas jurídicas	64.528,7	40.109,3	37.687,2	35.485,6	36.263,5	37.687,2	36.571,4	33.519,4
Entidades de crédito	5.721,0	4.193,0	2.572,0	2.319,6	2.455,5	2.572,0	2.437,5	2.145,0
Otros agentes residentes	56.974,4	34.738,0	34.065,1	32.275,4	32.833,8	34.065,1	33.287,2	30.600,3
Entidades no residentes	1.833,3	1.178,4	1.050,1	890,6	974,1	1.050,1	846,7	774,0

1 No incluye datos de inversión libre.

**Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo<sup>1</sup>**

CUADRO 3.8

Millones de euros	2007	2008	2009 <sup>2</sup>	2009			2010	
				II	III	IV	I	II
<b>SUSCRIPCIONES</b>								
Total fondos de inversión	180.943,1	135.461,7	109.915,2	24.085,6	28.762,9	33.164,3	25.226,0	24.397,6
Renta fija	116.323,9	101.909,7	73.718,8	15.572,6	19.696,6	20.150,3	15.240,8	13.620,5
Renta fija mixta	5.859,4	1.914,5	5.267,6	515,0	1.081,7	3.309,0	1.243,5	1.255,4
Renta variable mixta	2.749,8	1.350,2	1.135,4	156,3	541,5	366,6	292,1	556,5
Renta variable nacional	9.625,7	2.858,0	2.183,8	489,3	589,2	743,2	582,5	464,0
Renta variable internacional	11.408,2	3.309,6	2.929,5	598,4	775,0	1.165,3	1.259,1	1.190,3
Garantizado renta fija	9.161,3	11.937,0	11.755,4	3.783,2	2.544,8	2.246,8	2.359,6	3.244,1
Garantizado renta variable	8.070,6	6.544,7	5.589,1	1.369,3	1.683,7	1.899,6	1.607,4	1.576,3
Fondos globales	17.744,2	5.638,0	2.754,4	971,5	389,4	792,9	545,0	440,6
De gestión pasiva	-	-	535,5	62,1	204,4	269,0	242,6	271,1
Retorno absoluto	-	-	4.045,7	567,8	1.256,4	2.221,5	1.853,3	1.778,8
<b>REEMBOLSOS</b>								
Total fondos de inversión	202.827,1	202.864,1	122.617,5	29.142,1	30.511,1	32.945,1	28.324,7	33.041,1
Renta fija	122.178,3	124.242,9	81.197,6	19.433,2	20.090,1	21.710,4	19.940,5	22.951,2
Renta fija mixta	7.809,6	8.136,6	2.724,4	549,3	576,6	792,3	1.106,0	1.653,8
Renta variable mixta	4.023,0	4.675,6	1.596,5	284,4	554,2	264,9	225,7	601,2
Renta variable euro	12.438,0	8.617,2	2.457,8	515,9	455,6	734,9	709,6	673,9
Renta variable internacional	14.358,4	8.657,3	2.165,3	592,0	457,5	609,5	704,9	991,1
Garantizado renta fija	6.430,6	9.499,1	15.004,5	3.300,3	4.046,6	4.070,5	2.135,7	1.529,0
Garantizado renta variable	11.602,6	18.216,4	10.990,8	2.944,0	3.100,2	2.574,1	1.818,0	1.852,4
Fondos globales	23.986,6	20.819,0	2.548,6	588,0	141,6	280,5	269,3	461,1
De gestión pasiva	-	-	708,0	307,8	164,3	235,9	396,2	682,1
Retorno absoluto	-	-	3.224,0	627,3	924,6	1.672,1	1.018,9	1.645,3

1 Datos estimados.

2 El dato para los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto corresponde a los tres últimos trimestres del año.

**Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo:  
Suscripciones/reembolsos netos y rendimientos netos<sup>1</sup>**

CUADRO 3.9

Millones de euros	2007	2008	2009 <sup>2</sup>	2009			2010	
				II	III	IV	I	II
<b>SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS<sup>3</sup></b>								
Total fondos de inversión	-21.884,0	-67.402,4	-12.702,3	-5.056,5	-1.748,2	219,1	-3.098,8	-8.643,6
Renta fija	-5.854,4	-22.333,2	-7.478,8	-3.860,6	-393,5	-1.560,1	-4.699,7	-9.330,7
Renta fija mixta	-1.950,2	-6.222,1	2.543,2	-34,3	505,2	2.516,7	137,5	-398,4
Renta variable mixta	-1.273,2	-3.325,4	-461,1	-128,0	-12,6	101,7	66,5	-44,7
Renta variable euro	-2.812,3	-5.759,2	-274,0	-26,6	133,7	8,3	-127,1	-210,0
Renta variable internacional	-2.950,2	-5.347,7	764,2	6,4	317,6	555,9	554,2	199,2
Garantizado renta fija	2.730,7	2.437,9	-3.249,1	482,9	-1.501,8	-1.823,7	223,8	1.715,1
Garantizado renta variable	-3.532,0	-11.671,7	-5.401,7	-1.574,7	-1.416,5	-674,5	-210,6	-276,1
Fondos globales	-6.242,4	-15.181,0	205,8	383,5	247,8	512,3	275,7	-20,5
De gestión pasiva	-	-	-172,5	-245,7	40,1	33,1	-153,6	-411,1
Retorno absoluto	-	-	821,7	-59,5	331,9	549,4	834,4	133,5
<b>RENDIMIENTOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	6.675,6	-11.988,0	8.389,8	3.657,3	4.022,8	1.364,5	930,1	-3.097,2
Renta fija	3.082,8	1.927,7	1.535,3	491,6	657,9	192,4	359,6	-486,4
Renta fija mixta	287,0	-716,8	507,9	184,3	229,7	160,6	34,1	-194,3
Renta variable mixta	266,1	-1.589,0	529,9	313,9	346,4	76,6	-10,0	-227,6
Renta variable euro	1.072,5	-5.172,6	1.477,1	1.065,0	981,7	195,0	-184,3	-638,6
Renta variable internacional	21,0	-4.092,4	1.309,0	652,6	606,0	354,6	346,4	-390,0
Garantizado renta fija	441,5	597,6	830,5	225,4	206,0	87,5	213,6	-286,3
Garantizado renta variable	1.037,0	-1.310,4	1.024,0	263,9	381,2	43,0	94,7	-438,4
Fondos globales	467,7	-1.632,1	272,2	205,4	152,7	67,3	55,6	-121,9
De gestión pasiva	-	-	657,8	193,0	330,3	134,5	-52,8	-205,1
Retorno absoluto	-	-	246,4	62,2	131,0	53,2	73,3	-108,4

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

2 El dato para los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto corresponde a los tres últimos trimestres del año.

3 Datos estimados.

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

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2007	2008	2009 <sup>1</sup>	2009			2010	
				II	III	IV	I	II
<b>RENDIMIENTOS DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	3,45	-4,09	6,13	2,39	2,71	1,09	0,80	-1,67
Renta fija	3,32	2,53	2,69	0,74	0,99	0,44	0,62	-0,47
Renta fija mixta	2,98	-5,75	9,34	3,72	4,43	2,46	0,71	-1,94
Renta variable mixta	4,25	-23,30	16,44	9,51	9,99	2,45	0,24	-5,96
Renta variable euro	7,04	-47,02	31,02	20,00	18,78	3,73	-2,57	-10,85
Renta variable internacional	2,00	-49,55	33,16	16,86	14,22	7,23	6,06	-5,08
Garantizado renta fija	3,25	3,39	4,10	1,23	0,99	0,57	1,15	-1,10
Garantizado renta variable	3,65	-1,88	5,08	1,23	1,74	0,49	0,70	-1,50
Fondos globales	2,57	-7,36	10,82	4,67	5,17	2,16	1,71	-2,67
De gestión pasiva	-	-	-	14,13	11,63	4,60	-1,54	-7,34
Retorno absoluto	-	-	-	1,67	2,44	1,11	1,25	-1,04
<b>GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	1,00	0,87	0,87	0,21	0,23	0,23	0,22	0,22
Renta fija	0,61	0,58	0,63	0,15	0,16	0,17	0,16	0,16
Renta fija mixta	1,13	1,14	1,14	0,29	0,31	0,31	0,29	0,29
Renta variable mixta	1,54	1,54	1,58	0,39	0,40	0,40	0,38	0,39
Renta variable euro	1,65	1,60	1,75	0,43	0,45	0,45	0,43	0,43
Renta variable internacional	1,79	1,69	1,79	0,44	0,45	0,47	0,46	0,42
Garantizado renta fija	0,62	0,49	0,65	0,14	0,15	0,16	0,14	0,15
Garantizado renta variable	1,30	1,29	1,26	0,33	0,34	0,31	0,29	0,30
Fondos globales	1,16	1,04	1,08	0,28	0,31	0,27	0,27	0,22
De gestión pasiva	-	-	-	0,15	0,17	0,17	0,16	0,16
Retorno absoluto	-	-	-	0,28	0,30	0,29	0,28	0,25
<b>GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO</b>								
Total fondos de inversión	0,09	0,08	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	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,10	0,11	0,10	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable euro	0,10	0,10	0,10	0,02	0,02	0,03	0,02	0,03
Renta variable internacional	0,12	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,08	0,07	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,10	0,11	0,11	0,03	0,03	0,03	0,02	0,02
Fondos globales	0,10	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	-	-	-	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Retorno absoluto	-	-	-	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

<sup>1</sup> No se incluyen los datos anuales de los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto ya que esa vocación entro 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 %	2007	2008	2009 <sup>1</sup>	2009			2010	
				II	III	IV	I	II
Total fondos de inversión	2,73	-4,21	5,73	2,43	2,80	0,73	0,61	-1,83
Renta fija	2,68	2,06	1,91	0,55	0,88	0,24	0,46	-0,62
Renta fija mixta	2,01	-7,14	6,85	3,48	4,18	0,63	0,42	-2,18
Renta variable mixta	2,79	-22,21	16,47	9,86	10,18	1,99	-0,14	-6,00
Renta variable euro	6,05	-39,78	32,41	23,34	19,76	3,06	-2,57	-10,67
Renta variable internacional	1,31	-41,71	37,28	20,08	15,15	6,30	5,63	-4,97
Garantizado renta fija	2,80	3,29	3,81	0,94	1,31	0,37	0,98	-1,24
Garantizado renta variable	2,46	-2,61	3,56	0,85	1,40	0,16	0,39	-1,91
Fondos globales	1,58	-8,64	10,90	4,90	5,18	1,87	1,43	-2,82
De gestión pasiva	-	-	-	16,50	12,09	4,61	-1,26	-7,28
Retorno absoluto	-	-	-	1,54	1,90	0,70	0,98	-1,19

<sup>1</sup> No se incluye la rentabilidad anual de los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto ya que esa vocación entró en vigor con la Circular 1/2009, a partir del segundo trimestre de 2009.

**IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre**

CUADRO 3.12

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II'
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Partícipes	1.127	1.589	1.917	1.768	1.778	1.917	2.137	2.103
Patrimonio (millones de euros)	445,8	539,4	652,0	536,9	602,7	652,0	722,4	680,6
Suscripciones (millones de euros)	378,2	390,4	248,7	71,7	66,5	73,8	108,0	35,3
Reembolsos (millones de euros)	2,6	256,7	196,1	17,6	24,5	32,5	54,8	67,4
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	164,7	134,3	52,6	54,1	41,9	41,4	53,2	-32,1
Rendimientos netos (millones euros)	0,2	-39,1	62,2	25,7	25,9	7,9	15,6	-25,8
Rentabilidad (en %)	0,84	-4,82	14,94	8,12	5,21	1,45	2,23	-3,47
Rendimientos de gestión (%) <sup>2</sup>	0,57	-2,51	13,76	5,84	5,25	1,80	2,90	-3,42
Gastos comisión de gestión (%) <sup>2</sup>	1,39	2,50	2,55	0,75	0,65	0,48	0,59	0,20
Gastos de financiación (%) <sup>2</sup>	0,33	0,16	0,11	0,03	0,02	0,03	0,01	0,01
<b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Partícipes	3.950	8.516	5.321	5.577	5.303	5.321	5.311	5.241
Patrimonio (millones de euros)	1.000,6	1.021,3	810,2	709,5	846,9	810,2	793,9	763,9
Suscripciones (millones de euros)	1.071,2	967,3	302,4	9,2	170,1	87,6	21,4	-
Reembolsos (millones de euros)	65,9	616,6	565,4	93,3	56,6	120,9	48,0	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	1.005,5	350,7	-263,0	-84,1	113,5	-33,3	-26,6	-
Rendimientos netos (millones euros)	-9,6	-245,7	71,9	18,9	28,3	11,6	13,4	-
Rentabilidad (en %)	-0,43	-17,80	7,85	2,59	2,88	0,83	1,72	0,13
Rendimientos de gestión (%) <sup>3</sup>	-1,36	-17,84	11,54	3,08	4,34	1,77	2,08	-
Gastos comisión de gestión (%) <sup>3</sup>	1,15	1,63	1,34	0,36	0,35	0,29	0,31	-
Gastos comisión de depósito (%) <sup>3</sup>	0,06	0,11	0,11	0,03	0,03	0,02	0,02	-

1 Datos disponibles: mayo 2010. Rentabilidad calculada para el periodo marzo-mayo.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

**SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado<sup>1</sup>**

CUADRO 3.13

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II
<b>NÚMERO DE CARTERAS</b>								
Fondos de inversión	2.954	2.943	2.593	2.808	2.705	2.593	2.534	2.464
Sociedades de inversión	3.181	3.240	3.135	3.194	3.175	3.135	3.111	3.110
IIC de IIC de inversión libre	31	40	38	40	40	38	37	34
IIC de inversión libre	21	24	28	25	26	28	30	31
Fondos de inversión inmobiliaria	9	9	8	8	8	8	8	8
Sociedades de inversión inmobiliaria	9	9	8	9	8	8	8	8
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)</b>								
Fondos de inversión	255.040,9	175.865,5	170.547,7	167.161,0	169.458,4	170.547,7	167.524,3	155.295,5
Sociedades de inversión	30.300,0	23.656,1	24.953,0	23.941,7	24.966,5	24.953,0	25.416,6	24.758,4
IIC de IIC de inversión libre <sup>2</sup>	1.000,6	1.021,3	810,2	709,5	846,9	810,2	793,9	763,9
IIC de inversión libre <sup>2</sup>	445,8	539,4	645,7	530,8	596,8	645,7	716,5	675,9
Fondos de inversión inmobiliaria	8.608,5	7.406,9	6.465,1	6.547,2	6.494,3	6.465,1	6.363,7	6.279,6
Sociedades de inversión inmobiliaria	512,9	371,9	308,5	360,7	313,0	308,5	304,6	327,0

1 A partir del II trimestre de 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 para el segundo trimestre de 2010: mayo 2010.

IIC extranjeras comercializadas en España<sup>1</sup>

CUADRO 3.14

	2007	2008	2009	2009			2010	
				II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
<b>VOLUMEN DE INVERSIÓN<sup>3</sup></b> (millones de euros)	37.092,7	18.254,8	25.207,2	18.056,1	20.684,8	25.207,2	30.864,9	32.364,8
Fondos	7.010,3	3.352,0	5.215,1	3.344,6	4.410,2	5.215,1	6.519,3	7.477,2
Sociedades	30.082,4	14.902,8	19.992,0	14.711,5	16.274,6	19.992,0	24.345,6	24.887,7
<b>Nº DE INVERSORES</b>	850.931	593.488	685.094	602.487	613.561	685.094	748.749	791.378
Fondos	142.782	102.922	139.102	119.815	123.575	139.102	157.027	181.038
Sociedades	708.149	490.566	545.992	482.672	489.986	545.992	591.722	610.340
<b>Nº DE INSTITUCIONES</b>	440	563	582	555	577	582	615	636
Fondos	225	312	324	309	327	324	353	365
Sociedades	215	251	258	246	250	258	262	271
<b>ESTADO DE ORIGEN</b>								
Luxemburgo	229	274	275	270	273	275	278	288
Francia	122	161	178	163	180	178	201	210
Irlanda	52	63	64	58	59	64	67	69
Alemania	15	16	17	16	17	17	19	20
Reino Unido	12	14	14	14	14	14	15	15
Holanda	1	1	1	1	1	1	1	1
Austria	5	28	27	27	27	27	28	27
Bélgica	3	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

	2007	2008	2009	2009		2010		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>FONDOS</b>								
Número	9	9	8	8	8	8	8	8
Participes	145.510	97.390	83.583	87.903	83.583	81.647	76.772	76.966
Patrimonio (millones de euros)	8.608,5	7.406,9	6.465,1	6.494,3	6.465,1	6.363,7	6.279,6	6.262,8
Rentabilidad (%)	1,27	0,69	-8,31	-1,37	-1,45	-1,63	-0,99	-0,30
<b>SOCIEDADES</b>								
Número	9	9	8	8	8	8	8	8
Accionistas	843	937	928	929	928	927	942	937
Patrimonio (millones de euros)	512,9	371,9	308,6	313,0	308,6	304,6	327,0	324,6

1 Datos disponibles: julio 2010. En este caso, la rentabilidad es mensual.







