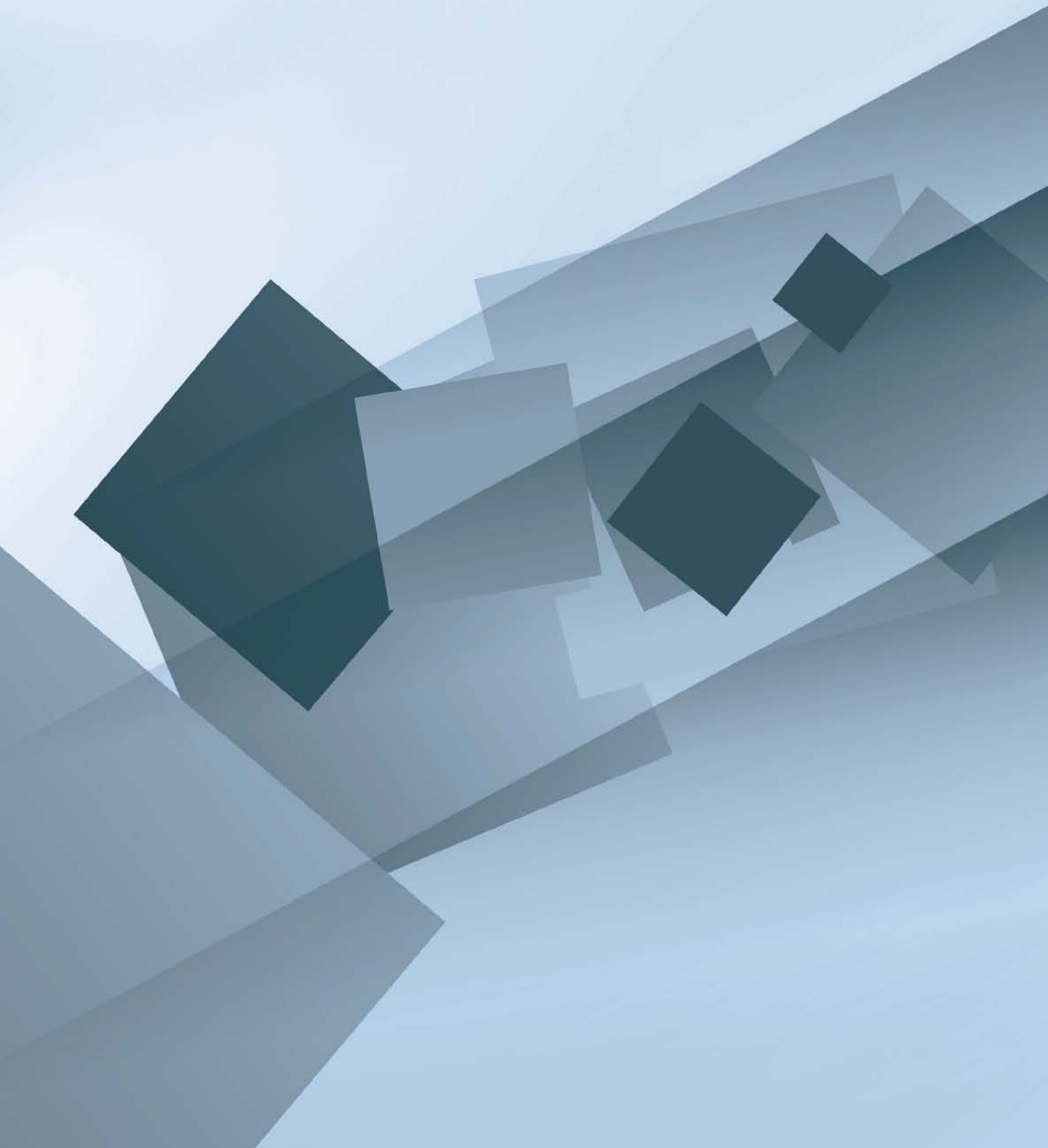




**BOLETÍN DE LA CNMV**  
Trimestre III  
2011





**BOLETÍN DE LA CNMV**

**Trimestre III  
2011**

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

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

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

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

ISSN (edición impresa): 1887-7044

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Depósito Legal: M-17779-2007

Maqueta: Composiciones Rali, S.A.

Imprime: Artegraf, S.A.

# Índice

|            |   |            |
|------------|---|------------|
| <b>I</b>   | <b>Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas</b>                    | <b>9</b>   |
| <b>II</b>  | <b>Informes y análisis</b>  | <b>73</b>  |
|            | Rentabilidad de los fondos de inversión españoles:<br>un análisis de sus determinantes    | 75         |
|            | M <sup>a</sup> Isabel Cambón Murcia   |            |
|            | El uso de los <i>ratings</i> en la regulación financiera: medidas y propuestas            | 93         |
|            | Ramiro Losada López   |            |
| <b>III</b> | <b>Novedades regulatorias</b>   | <b>109</b> |
|            | Modificaciones introducidas por la Ley de Economía Sostenible<br>en el mercado de valores | 111        |
|            | Adela Aguilar, Fernando Ibáñez y Ángel Domínguez  |            |
|            | La Autoridad Europea de Valores y Mercados  | 131        |
|            | Josefina Munuera Cebrián y Ángeles Martín de Diego  |            |
| <b>IV</b>  | <b>Anexo legislativo</b>  | <b>157</b> |
| <b>V</b>   | <b>Anexo estadístico</b>  | <b>165</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    | Depositorio central de valores / Central Securities Depository   |
| EAFI   | Empresa de asesoramiento financiero  |
| EBA    | Autoridad Bancaria Europea / European Banking Authority  |
| ECA    | Entidad de crédito y ahorro  |
| ECR    | Entidad de capital-riesgo  |
| EIOPA  | Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación / European Insurance and Occupational Pensions Authority                                |
| ESI    | Empresa de servicios de inversión  |
| ETF    | Fondo de inversión cotizado / Exchange Traded Fund   |
| ESI    | Empresa de servicios de inversión  |
| ESMA   | Autoridad Europea de Valores y Mercados / European Securities and Markets Authority  |
| ESRB   | Junta Europea de Riesgo Sistémico / European Systemic Risk Board   |
| FI     | Fondo de inversión de carácter financiero  |
| FII    | Fondo de inversión inmobiliaria  |
| FIICIL | Fondo de instituciones de inversión colectiva de inversión libre   |
| FIL    | Fondo de inversión libre   |
| FIM    | Fondo de inversión mobiliaria  |
| FSB    | Consejo de Estabilidad Financiera / Financial Stability Board  |
| FTH    | Fondo de titulización hipotecaria  |
| IAASB  | International Auditing and Assurance Standards Board   |
| IASB   | International Accounting Standards Board   |
| IIC    | Institución de inversión colectiva   |
| IICIL  | Institución de inversión colectiva de inversión libre  |
| IIMV   | Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores  |
| IOSCO  | Organización Internacional de Comisiones de Valores / International Organization of Securities Commissions                                     |

|         |  |
|---------|--|
| ISIN    | Código internacional de valores / International Securities Identification Number   |
| Latibex | Mercado de Valores Latinoamericanos  |
| LMV     | Ley del Mercado de Valores   |
| MAB     | Mercado Alternativo Bursátil   |
| MEFF    | Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros  |
| MiFID   | Directiva de mercados de instrumentos financieros / Markets in Financial Instruments Directive                               |
| MFAO    | Mercado de Futuros del Aceite de Oliva   |
| MTS     | Market for Treasury Securities   |
| MOU     | Acuerdo de colaboración/ Memorandum of Understanding   |
| NIC     | Normas Internacionales de Contabilidad   |
| NIIF    | Normas Internacionales de Información Financiera   |
| NPGC    | Nuevo Plan General de Contabilidad   |
| OCDE    | Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico   |
| UCITS   | 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      | 24 |
|   | 2.3 Perspectivas                                      | 34 |
| 3 | La evolución de los mercados nacionales               | 36 |
|   | 3.1 Los mercados bursátiles                           | 36 |
|   | 3.2 Los mercados de renta fija                        | 45 |
| 4 | Los agentes de los mercados                           | 53 |
|   | 4.1 Vehículos de inversión                            | 53 |
|   | 4.2 Empresas de servicios de inversión                | 62 |
|   | 4.3 Sociedades gestoras de IIC (SGIIC)                | 68 |
|   | 4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo              | 69 |

## Índice de recuadros

|             |   |    |
|-------------|---|----|
| Recuadro 1: | «La negociación en segmentos de liquidez oculta ( <i>dark liquidity</i> ): principios publicados por IOSCO»                     | 23 |
| Recuadro 2: | «Las salidas a bolsa de las cajas de ahorro españolas»  | 29 |
| Recuadro 3: | «La prohibición temporal de la operativa de ventas en corto»  | 38 |
| Recuadro 4: | «Libro Verde de Gobierno Corporativo de la Comisión Europea»  | 44 |
| Recuadro 5: | «Mercados de titulización: recomendaciones del Joint Forum»   | 49 |
| Recuadro 6: | «Circular 3/2011, de 9 de junio, por la que se modifican las vocaciones de las IIC»   | 56 |
| Recuadro 7: | «Asesoramiento de ESMA a la Comisión Europea para el desarrollo del nivel 2 de la Directiva de Gestores de Fondos Alternativos» | 60 |



# 1 Resumen ejecutivo

- La actividad económica mundial, que mantenía tasas de crecimiento cercanas al 4,5% en el primer trimestre del año, se desaceleró sensiblemente en los meses centrales del mismo, especialmente, en algunas de las principales economías avanzadas. Las economías emergentes continuaron creciendo a ritmos significativamente superiores, aunque también acusaron una cierta desaceleración. En este marco, las dificultades evidenciadas en la gestión de las finanzas públicas en EE.UU. y las dudas acerca de la deuda soberana griega dieron lugar a un nuevo periodo de turbulencias en los mercados financieros internacionales, que vivieron los momentos de mayor incertidumbre durante la primera mitad de agosto. Los riesgos a la baja que se atisban sobre las perspectivas económicas mundiales, que apuntan a una moderación intensa del crecimiento en los próximos trimestres, se han incrementado en los últimos dos meses.
- Las turbulencias de los mercados dieron lugar a descensos sustanciales en las cotizaciones de los instrumentos de renta variable en el tercer trimestre del año, que fueron particularmente intensos en los valores de las entidades financieras europeas, y a incrementos sustanciales en la volatilidad. Los retrocesos trimestrales de los principales índices bursátiles oscilaron entre el 6,6% del Nasdaq y el 25% de varios índices europeos. De forma paralela, se intensificó la inversión en «activos refugio» como las deudas estadounidense, británica y alemana e instrumentos denominados en francos suizos y, también, en varios activos no financieros, como el oro. Las primas de riesgo de crédito soberano de un conjunto creciente de países europeos aumentaron hasta máximos históricos y sólo tendieron a estabilizarse a raíz de las compras del BCE de deuda soberana europea en los mercados secundarios y de la adopción de algunas medidas de carácter nacional. En la fecha de cierre de este informe<sup>1</sup>, la volatilidad de los mercados seguía siendo elevada.
- La economía española creció un 0,2% en el segundo trimestre del año, que equivalió a un 0,7% en términos interanuales, en ambos casos dos décimas por debajo de las cifras del trimestre precedente. La desaceleración de la actividad doméstica fue menor que la experimentada en otros países europeos, aunque su ritmo de avance interanual continuó siendo más débil que el del conjunto de la zona del euro (1,6%). La tasa de paro continuó por encima del 20%, mientras que la inflación cayó hasta el 2,7% en agosto desde los máximos de abril (3,5%), reduciendo así el diferencial con la zona del euro hasta los 0,2 puntos porcentuales. Los datos de ejecución presupuestaria del Estado hasta julio confirmaron el mantenimiento de la reducción del déficit en 2011, si bien el último episodio de tur-

---

1 20 de septiembre.

bulencias en los mercados financieros ha introducido ciertos riesgos al alza sobre la cifra de déficit público y a la baja sobre el avance de la actividad.

- El entorno en el que se desenvuelve la actividad de las entidades de crédito españolas mantiene un grado de complejidad elevado, caracterizado por un contexto de debilidad de la actividad doméstica y turbulencias intensas en los mercados mayoristas, que ha perjudicado notablemente las condiciones de financiación de estas entidades.
- El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras creció un 8% en el primer semestre de 2011 hasta los 13.155 millones de euros, mientras que su nivel de deuda agregado descendió un 5,1%.
- Tras los avances observados en el primer trimestre, los principales mercados bursátiles nacionales mostraron retrocesos de cierta intensidad, que se agravaron notablemente desde los últimos días de julio. Así, el Ibex 35, que se había revalorizado un 7,3% hasta marzo, perdió un 2% de su valor en el segundo trimestre del año y más de un 19% en el tercero, un comportamiento semejante al de otros índices europeos de referencia. La volatilidad del mercado español alcanzó puntualmente máximos superiores al 65%, que no se observaban desde mayo de 2010, coincidiendo con el primer episodio de crisis griega. Los valores del sector financiero sufrieron, como en el resto de Europa, los mayores retrocesos, si bien la prohibición temporal de crear o incrementar posiciones cortas sobre estos instrumentos, adoptada por la CNMV en agosto de forma coordinada con otros supervisores europeos, contribuyó a mitigar su elevada volatilidad. En este marco, la contratación del mercado presentó caídas acumuladas del 2,7% y las condiciones de liquidez sufrieron un cierto deterioro.
- La evolución de los mercados de renta fija nacionales estuvo marcada por las turbulencias en los mercados de deuda soberana europea, que alcanzaron su punto álgido a principios del mes de agosto, momento en el que los tipos de interés y la prima de riesgo de la deuda pública española marcaron máximos. Desde entonces, las tensiones en los mercados se redujeron temporalmente tras las compras de deuda soberana europea en los mercados secundarios efectuadas por el BCE y la aprobación de otras medidas de ámbito nacional. En septiembre, el rebrote de la incertidumbre en los mercados asociado a la debilidad de la actividad económica mundial dio lugar a nuevos incrementos en los tipos de interés de largo plazo y en la prima de riesgo soberano que, en la fecha de cierre de este informe, era cercana a los 360 p.b. con respecto al bono alemán. Por su parte, las emisiones de renta fija registradas en la CNMV cayeron un 1,3% entre enero y septiembre de 2011, hasta los 162 mil millones de euros.
- El patrimonio de los fondos de inversión se redujo un 2,5% durante los seis primeros meses de 2011, hasta situarse en algo más de 140 mil millones de euros, como consecuencia del elevado volumen de reembolsos. Las mayores retiradas de patrimonio, que, no obstante, fueron inferiores a las de semestres anteriores, se produjeron en los fondos de renta fija. La rentabilidad conjunta de los fondos de inversión fue positiva en el primer semestre del año, aunque se observaron diferencias notables entre vocaciones. En línea con el descenso del patrimonio del sector, los beneficios agregados de las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) re-

trocedieron un 3,8% entre enero y junio de 2011. La competencia ejercida por los depósitos bancarios, que previsiblemente se mantendrá en el futuro próximo, sigue actuando como freno para la recuperación del sector a corto plazo.

- La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) en los seis primeros meses de 2011 continuó viéndose afectada por los episodios de turbulencias en los mercados financieros, impidiendo la recuperación de los ingresos derivados de la prestación de los servicios más típicos de estas entidades. El leve crecimiento de los beneficios agregados antes de impuestos (1,4% en tasa interanual) estuvo relacionado, fundamentalmente, con la percepción de ingresos extraordinarios y con la contención de los gastos de explotación. El número de entidades en pérdidas aumentó ligeramente en los seis primeros meses del año, si bien el volumen de las mismas tendió a reducirse. Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo suficientemente holgadas.
- El informe contiene siete recuadros monográficos:
  - En el primer recuadro se resumen algunas de las cuestiones relativas al auge reciente de la negociación en segmentos opacos de los mercados de valores (*dark liquidity*) y los principios propuestos por IOSCO para minimizar sus efectos adversos.
  - El segundo recuadro describe los procesos de salida a bolsa de Bankia y Banca Cívica en julio de 2011, ambos enmarcados en el proceso de reestructuración del sistema financiero español, y señala los principales criterios aplicados por la CNMV en la verificación de estas operaciones.
  - El tercer recuadro contiene varios elementos de argumentación analítica y evidencia empírica en torno a la decisión conjunta adoptada el pasado 11 de agosto por los supervisores de los mercados de valores de España, Francia, Italia y Bélgica, bajo la coordinación de ESMA, de prohibir temporalmente la creación o el incremento de posiciones cortas sobre los valores de los sectores financieros domésticos.
  - El cuarto recuadro expone las iniciativas del Libro Verde sobre Gobierno Corporativo publicado por la Comisión Europea en abril de 2011, que persigue mejorar el gobierno corporativo de las sociedades europeas, fundamentalmente de aquéllas cotizadas en mercados regulados.
  - El quinto recuadro recoge las recomendaciones publicadas recientemente por el Joint Forum para el establecimiento de un marco regulatorio que permita el restablecimiento sostenible del mercado de titulización.
  - El sexto recuadro describe los principales cambios introducidos por la Circular 3/2011, que ha modificado las vocaciones de las IIC, con el doble objetivo de adecuar la definición de la vocación monetaria a la definición armonizada que estableció el Comité Europeo de Reguladores (CESR), actualmente ESMA, e introducir algunas mejoras técnicas.
  - Finalmente, el séptimo recuadro resume las características principales del asesoramiento de ESMA a la Comisión Europea para el desarrollo del nivel 2 de la Directiva de Gestores de Fondos Alternativos.

## 2 Entorno macrofinanciero

### 2.1 La evolución económica y financiera internacional

*El entorno macroeconómico y financiero internacional se ha visto afectado por un nuevo e intenso episodio de turbulencias.*

Desde la última publicación de este informe en el Boletín Trimestral de la CNMV correspondiente al primer trimestre de 2011, el entorno macroeconómico y financiero internacional se ha visto afectado por un nuevo episodio de turbulencias en los mercados de deuda soberana europea, que esta vez está teniendo consecuencias directas sobre un mayor número de economías de la zona que en episodios anteriores, y por la incertidumbre en torno a algunos aspectos relativos a la gestión de las finanzas públicas en EE.UU., todo ello en un contexto de ralentización del crecimiento mundial.

*La actividad económica mundial se ha desacelerado notablemente en los meses centrales del año...*

Así, a pesar de que los datos de actividad correspondientes al primer trimestre de 2011 apuntaban, en términos generales, al mantenimiento del dinamismo del crecimiento mundial en tasas cercanas al 4,5%, la información del segundo trimestre evidenció una desaceleración notable de la actividad, que fue especialmente intensa en EE.UU. y en algunas economías europeas, y que puede prolongarse en la segunda mitad del año, a la vista de la evolución más reciente de los indicadores disponibles. Para el conjunto de 2011, el FMI pronostica un crecimiento mundial del 4,0%, más de un punto porcentual inferior al de 2010, como consecuencia del retroceso de Japón (-0,5%) originado por el terremoto y la desaceleración de las economías emergentes y de algunas avanzadas (véase cuadro 1).

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

CUADRO 1

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

Fuente: FMI y OCDE.

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

*... mientras que la inflación ha tendido a moderarse, especialmente en Europa.*

Por su parte, la inflación de las principales economías mostró una tendencia creciente en los primeros meses de 2011, aunque en el caso de algunas economías europeas tendió a moderarse en los meses centrales del año. Los precios de las materias primas, que habían mantenido un crecimiento vigoroso durante los últimos dos años, comenzaron a descender ligeramente desde la primavera, con excepción de los de



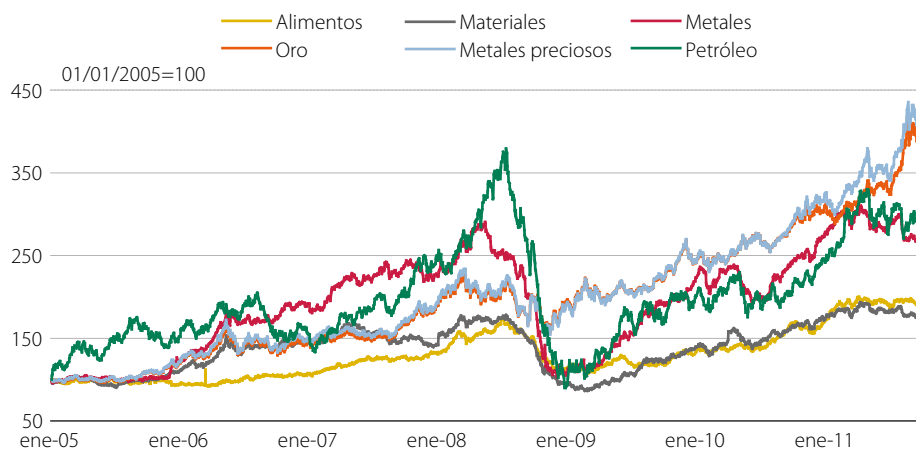
los metales preciosos (véase gráfico 1). Por regiones, los aumentos más pronunciados de los precios se produjeron en las economías emergentes, en línea con la mayor fortaleza de su actividad, dando lugar, en muchas de ellas, a subidas en los tipos de interés oficiales. Entre las economías avanzadas, destacó la decisión del BCE de elevar su tipo de interés de referencia en dos ocasiones, ambas por una cuantía de 25 p.b., en abril hasta el 1,25% y en julio hasta el 1,5%, tras cerca de dos años sin efectuar movimientos. Por su parte, la Reserva Federal estadounidense anunció que no preveía variaciones en su tipo de interés oficial hasta 2013, a la vista de la desaceleración de la actividad doméstica.

En el marco actual de renovada inestabilidad macrofinanciera global se han producido descensos sustanciales en las cotizaciones de los instrumentos de renta variable, incrementos de la volatilidad hasta máximos superiores al 40% a finales de agosto y repuntes notables en las primas de riesgo de crédito soberano de un conjunto amplio de países europeos. Asimismo, en los últimos meses se ha intensificado la inversión en «activos refugio» tanto de naturaleza financiera, como la deuda estadounidense, británica y alemana e instrumentos denominados en francos suizos, como no financiera, como el oro. La aprobación de un nuevo techo de gasto público en EE. UU., la adopción de nuevas medidas dirigidas a consolidar las finanzas públicas de los países europeos más vulnerables y las compras de deuda pública efectuadas por el BCE desde el 8 de agosto, junto con la decisión conjunta de las autoridades supervisoras de valores de España, Francia, Italia y Bélgica de prohibir temporalmente las posiciones cortas sobre los valores de los sectores financieros domésticos, atenuaron la elevada volatilidad agregada. En septiembre, la confirmación de la desaceleración del crecimiento mundial y el temor a una restructuración de la deuda soberana griega afectaron negativamente a los principales mercados financieros.

*El incremento de la incertidumbre tuvo un impacto relevante en los mercados financieros internacionales de renta variable, de deuda...*

### Evolución del precio de las materias primas

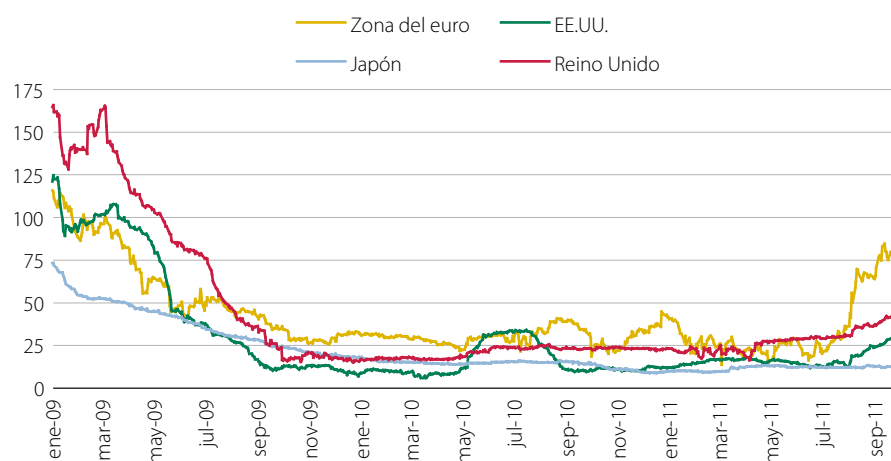
GRÁFICO 1



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

Estas tensiones, que fueron especialmente palpables en los mercados financieros de deuda y en las bolsas, se extendieron, además, a los mercados interbancarios. Como se observa en el gráfico 2, el diferencial Libor-OIS a tres meses de la zona del euro repuntó sensiblemente a partir del mes de julio desde valores inferiores a los 25 puntos básicos hasta máximos cercanos a los 80 puntos básicos a mediados de septiembre. Estos niveles no se observaban desde la primavera de 2009.

*...y también en los mercados interbancarios europeos.*

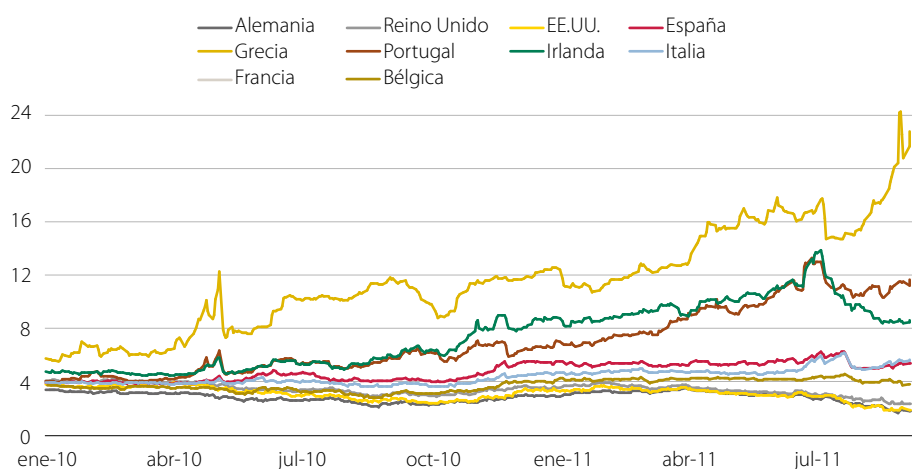


Fuente: Bloomberg. Datos hasta el 20 de septiembre.

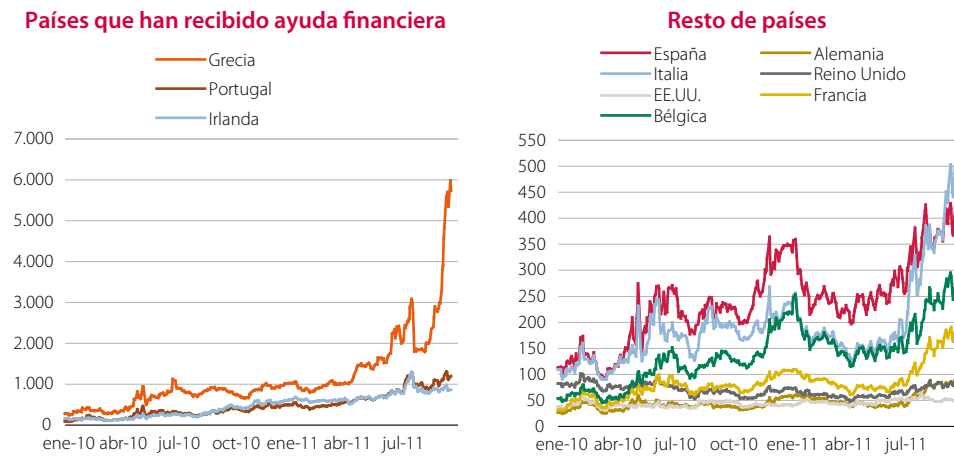
*Como en otros episodios de turbulencias, se intensificó la compra de instrumentos de elevada calidad percibida...*

El comportamiento de las rentabilidades de la deuda pública de las diferentes economías fue similar al de los episodios anteriores de volatilidad en los mercados de deuda soberana de algunos países del área del euro, con descensos significativos de los tipos de interés de los bonos estadounidense, alemán y británico, percibidos como activos refugio, hasta mínimos históricos inferiores al 2% en las referencias a diez años. Por el contrario, la rentabilidad de aquellas economías europeas que en estos momentos han recibido apoyo financiero multilateral repuntaron hasta máximos del 24% en el caso de Grecia y hasta el 14% en el caso de Irlanda y de Portugal. Por su parte, los tipos de interés del bono español e italiano convergieron en los meses centrales del año, cuando ambos alcanzaron máximos ligeramente superiores al 6% (véase gráfico 3). Como se observa en el gráfico 4, el aumento de la incertidumbre, en este episodio más reciente, se extendió progresivamente hacia otras economías europeas como Bélgica o Francia, que hasta entonces no habían experimentado oscilaciones notables en sus indicadores de riesgo soberano.

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años (%)



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

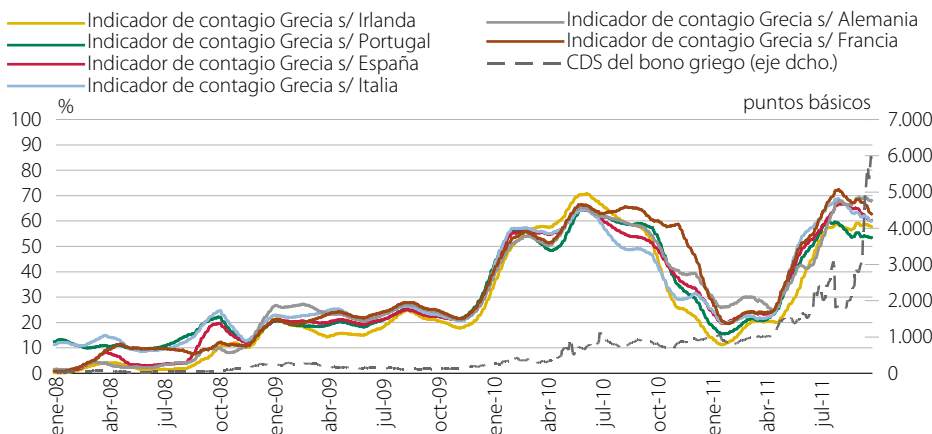


Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 20 de septiembre.

Los indicadores disponibles relativos a la intensidad del contagio del riesgo soberano desde las economías más vulnerables hacia otras economías europeas y también hacia el sector financiero muestran que este efecto contagio fue sustancial. En efecto, los indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano desde Grecia hasta otras economías europeas alcanzaron nuevos máximos a partir de comienzos de agosto, hasta situarse en niveles ligeramente superiores a los del episodio de crisis vivido en mayo de 2010 (véase gráfico 5). Por su parte, la estimación dinámica del grado de transmisión del riesgo de crédito entre el sector financiero y el sector público en Europa revela cómo el sector público de la economía se mantiene como una fuente de contagio de primer orden desde el comienzo del año 2010 y cómo este efecto contagio se ha acentuado desde el segundo trimestre del año (véase gráfico 6).

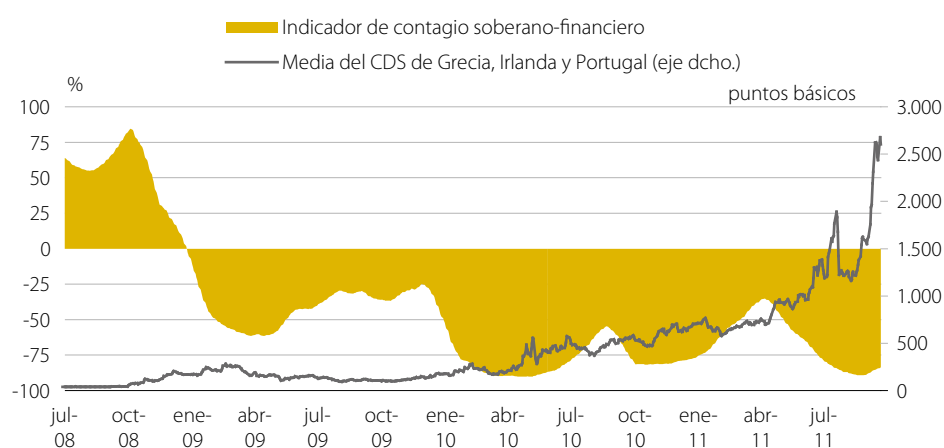
...y aumentó la prima de riesgo soberano de un conjunto amplio de economías europeas como consecuencia del efecto de contagio.

El contagio de la crisis griega sobre las economías europeas<sup>1</sup>



Fuente: CNMV.

1 Los indicadores de contagio muestran el porcentaje de la variación de las primas de CDS referentes a varios países europeos que no es debido a la información histórica sino a los shocks contemporáneos en el riesgo de crédito de Grecia. Este indicador toma valores más elevados conforme aumenta la intensidad del efecto que producen los shocks específicos del riesgo soberano griego. El valor de contagio un día dado se estima a partir de la información disponible a lo largo de los 100 días anteriores a la fecha actual y, además, la serie se filtra por medio de medias móviles a 30 días. Datos hasta el 20 de septiembre.



1 El indicador de contagio muestra el porcentaje de la variación del promedio de los CDS de las entidades financieras europeas y del promedio de los CDS del bono soberano griego, portugués e irlandés que no es debida a la información histórica de estos índices, sino a los *shocks* contemporáneos en los rendimientos de ambos. El indicador de contagio construido de esta manera toma valores más reducidos conforme aumenta la intensidad relativa del efecto que producen los *shocks* específicos de riesgo soberano sobre los CDS del sector financiero. Así, valores positivos del indicador señalarían la presencia de contagio neto desde el sector financiero europeo al soberano de estos tres países, mientras que valores negativos indicarían que el contagio procede del riesgo soberano presente en estos tres países. El valor de contagio un día dado se estima a partir de la información disponible a lo largo de los 60 días anteriores a la fecha actual y, además, la serie se filtra por medio de medias móviles a 30 días. Datos hasta el 20 de septiembre.

*En los mercados de renta fija privada, las tensiones se reflejaron en el incremento de las primas de riesgo de los emisores de peor calidad crediticia...*

Por otro lado, las tensiones en los mercados de deuda pública tuvieron un reflejo en las primas de riesgo de los emisores privados europeos y estadounidenses y, también, en el volumen de las emisiones de estas sociedades. Como se observa en el gráfico 7, las primas de riesgo de emisores privados de calidad crediticia intermedia y baja crecieron de manera significativa tanto en EE.UU. como en la zona del euro, hasta niveles próximos a los registrados en mayo de 2010. En concreto, para los emisores de peor calidad crediticia (*high yield*), la prima de riesgo aumentó cerca de 315 y 350 puntos básicos en EE.UU. y en la zona del euro, respectivamente, desde los mínimos alcanzados en los meses de primavera de 2011, hasta valores que se aproximaron al 7%. Para los emisores de calidad crediticia intermedia (*rating* BBB o equivalente), las primas de riesgo repuntaron unos 125 p.b. en EE.UU. y 165 p.b. en la zona del euro, hasta alcanzar el 2,4% y el 3,0% respectivamente.

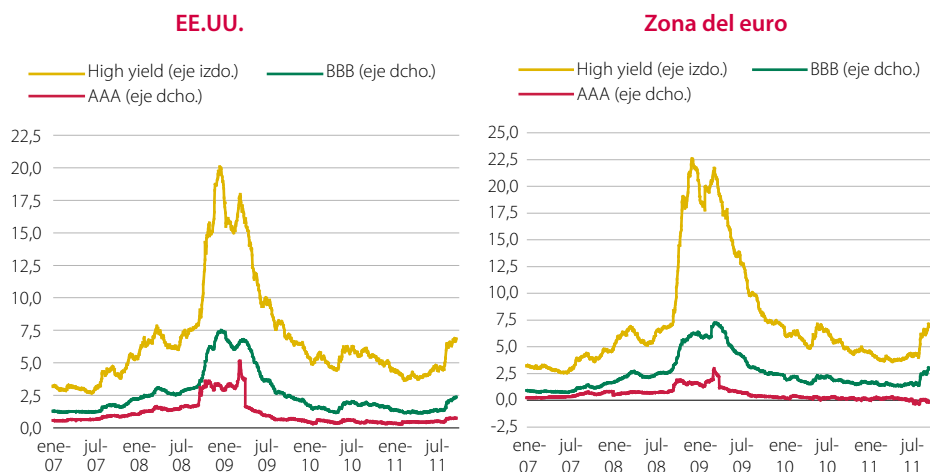
*...y, sobre todo, en el fuerte retroceso del volumen de emisiones, que fue particularmente intenso en Europa.*

Con todo, los efectos más visibles de este nuevo episodio de turbulencias sobre el sector corporativo privado se produjeron en los mercados primarios de deuda, cuyos volúmenes no dejaron de retroceder. Como se observa en el gráfico 8, el volumen neto de emisiones internacionales de deuda continuó a la baja en los meses centrales del año como consecuencia de la moderación de las emisiones de deuda soberana, de la práctica desaparición de las emisiones procedentes del sector financiero, principalmente en Europa, y del reducido volumen de las emisiones corporativas del sector no financiero. El endurecimiento de las condiciones de financiación de las entidades financieras europeas no sólo se observa en el fuerte retroceso de sus emisiones. Otras fuentes de financiación relativamente importantes para estas entidades, como, por ejemplo, la que proporcionan los fondos monetarios estadounidenses, también se redujeron sensiblemente en los meses centrales del año. En este

sentido, la reciente decisión coordinada de varios bancos, entre ellos el BCE, de proporcionar liquidez en dólares a las entidades financieras podría atenuar la inestabilidad de las fuentes de financiación de dichas entidades.

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

GRÁFICO 7

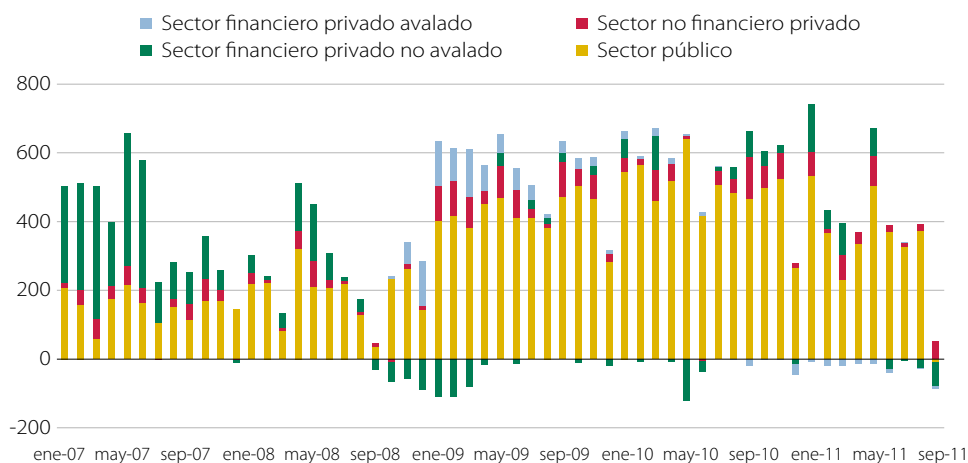


Fuente: Thomson Datastream (índices Merrill Lynch, IBOXX). Datos hasta el 20 de septiembre.

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

### Emisiones netas internacionales de renta fija, miles de millones de dólares GRÁFICO 8

#### Por tipo de emisor



Fuente: Dealogic. Datos mensuales. Los datos de septiembre de 2011 (hasta el día 20) se mensualizan.

Por su parte, los índices de renta variable de las principales economías avanzadas, que, en general, habían mostrado pocas variaciones en el segundo trimestre del año, experimentaron fuertes retrocesos en el tercer trimestre, que en el caso de los índices europeos fueron superiores al 20% y en el caso de los estadounidenses y japoneses oscilaron entre el 6,6% y el 11%. Las diferentes medidas de volatilidad de los

*Los índices bursátiles más importantes de las economías avanzadas retrocedieron con fuerza en el tercer trimestre del año, especialmente en Europa, ...*

principales índices repuntaron con intensidad (hasta el 40% en el caso de la volatilidad histórica y, en algunos índices, por encima del 50% en el caso de la volatilidad implícita), aunque en la mayoría de los casos no alcanzaron los niveles de mayo de 2010, cuando se produjo el primer episodio de crisis griega, ni los de finales de 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers. El fuerte descenso de las cotizaciones bursátiles redujo las ratios PER (precio-beneficio) de los principales índices hasta niveles próximos o inferiores a 10, muy por debajo de los promedios históricos (entre 14 y 16, dependiendo del índice).

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

CUADRO 2

|                       | 2007  | 2008  | 2009 | 2010  | III-10 | IV-10 | I-11 | II-11 | III-11<br>(hasta el 20 de septiembre) |            |                                |  |
|-----------------------|-------|-------|------|-------|--------|-------|------|-------|---------------------------------------|------------|--------------------------------|--|
|                       |       |       |      |       |        |       |      |       | % s/ trim.<br>ant.                    | %<br>s/dic | % inter-<br>anual <sup>2</sup> |  |
| <b>Mundo</b>          |       |       |      |       |        |       |      |       |                                       |            |                                |  |
| MSCI World            | 7,1   | -42,1 | 27,0 | 9,6   | 13,2   | 8,6   | 4,3  | -0,3  | -12,7                                 | -9,2       | -0,8                           |  |
| <b>Zona del euro</b>  |       |       |      |       |        |       |      |       |                                       |            |                                |  |
| Euro Stoxx 50         | 6,8   | -44,4 | 21,1 | -5,8  | 6,8    | 1,6   | 4,2  | -2,1  | -24,9                                 | -23,4      | -23,6                          |  |
| Euronext 100          | 3,4   | -45,2 | 25,5 | 1,0   | 7,5    | 2,8   | 3,2  | -1,2  | -19,9                                 | -18,3      | -17,2                          |  |
| Dax 30                | 22,3  | -40,4 | 23,8 | 16,1  | 4,4    | 11,0  | 1,8  | 4,8   | -24,5                                 | -19,4      | -11,5                          |  |
| Cac 40                | 1,3   | -42,7 | 22,3 | -3,3  | 7,9    | 2,4   | 4,8  | -0,2  | -25,1                                 | -21,6      | -21,2                          |  |
| Mib 30                | -8,0  | -48,7 | 20,7 | -8,7  | 6,2    | 1,1   | 6,4  | -7,1  | -25,5                                 | -26,4      | -25,7                          |  |
| Ibex 35               | 7,3   | -39,4 | 29,8 | -17,4 | 13,5   | -6,2  | 7,3  | -2,0  | -19,3                                 | -15,2      | -22,2                          |  |
| <b>Reino Unido</b>    |       |       |      |       |        |       |      |       |                                       |            |                                |  |
| FTSE 100              | 3,8   | -31,3 | 22,1 | 9,0   | 12,8   | 6,3   | 0,1  | 0,6   | -9,8                                  | -9,1       | -4,3                           |  |
| <b>Estados Unidos</b> |       |       |      |       |        |       |      |       |                                       |            |                                |  |
| Dow Jones             | 6,4   | -33,8 | 18,8 | 11,0  | 10,4   | 7,3   | 6,4  | 0,8   | -8,1                                  | -1,5       | 6,1                            |  |
| S&P 500               | 3,5   | -38,5 | 23,5 | 12,8  | 10,7   | 10,2  | 5,4  | -0,4  | -9,0                                  | -4,4       | 5,2                            |  |
| Nasdaq-Cpte           | 9,8   | -40,5 | 43,9 | 16,9  | 12,3   | 12,0  | 4,8  | -0,3  | -6,6                                  | -2,4       | 10,0                           |  |
| <b>Japón</b>          |       |       |      |       |        |       |      |       |                                       |            |                                |  |
| Nikkei 225            | -11,1 | -42,1 | 19,0 | -3,0  | -0,1   | 9,2   | -4,6 | 0,6   | -11,2                                 | -14,7      | -9,4                           |  |
| Topix                 | -12,2 | -41,8 | 5,6  | -1,0  | -1,4   | 8,4   | -3,3 | -2,3  | -11,1                                 | -16,0      | -11,4                          |  |

Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

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

*...en una tendencia bajista que también siguieron los principales índices bursátiles de las economías emergentes.*

Desde comienzos de año, los índices más importantes de las bolsas europeas y japonesas mostraban los mayores retrocesos acumulados (entre el 9,1% del FTSE 100 y el 26,4% del Mib 30), mientras que los índices estadounidenses descendían algo menos, entre un 1,5% del Dow Jones y el 4,4% del S&P 500. Los índices bursátiles de las economías emergentes presentaron caídas similares, con pocas excepciones. Por sectores, destacó el retroceso de las empresas financieras, particularmente en Europa, donde estas entidades siguieron acusando las dudas acerca de su fortaleza y del grado de exposición a la deuda soberana europea que mantienen.

En los mercados de cambios, destacó la depreciación del euro respecto al dólar desde mayo, al pasar el tipo de cambio desde valores superiores a 1,49 dólares por euro hasta 1,37 dólares por euro y, sobre todo, la apreciación de otras divisas como el yen o el franco suizo frente al dólar y al euro como consecuencia de su papel de activo refugio a lo largo de la crisis.

*En los mercados de cambios, destacó la notable depreciación del euro frente a las principales divisas.*

#### **Recuadro 1: «La negociación en segmentos opacos (*dark liquidity*): principios publicados por IOSCO»**

Durante los últimos años una parte creciente de la negociación en los mercados de valores ha tenido lugar en plataformas opacas o mediante la utilización de órdenes no sujetas a requisitos de pretransparencia. En ambos casos, las órdenes de compraventa no se hacen públicas a la totalidad de los participantes en el mercado y la liquidez que crean no llega a integrarse con el resto de órdenes en el proceso de formación de precios. Este tipo de actividad se desarrolla en plataformas electrónicas gestionadas por sistemas multilaterales de negociación, por intermediarios e incluso por mercados regulados en segmentos específicos de contratación. En Europa, según los datos de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA en sus siglas en inglés), el 10% de las operaciones negociadas en los mercados regulados y en los sistemas multilaterales durante 2010 se realizaron al margen del sistema de pretransparencia.

El Comité Técnico de IOSCO ha aprobado en mayo de 2011 un documento<sup>1</sup> en el que se exponen las preocupaciones que el rápido desarrollo de estos segmentos suscita entre los supervisores de valores. En concreto, IOSCO identifica tres áreas principales sobre las que la negociación carente de requisitos de pretransparencia puede conllevar efectos relevantes:

- La formación de precios, ya que la liquidez oculta no contribuye a su determinación.
- La potencial fragmentación de la liquidez y la información, con el consiguiente incremento de los costes de búsqueda de liquidez entre un mayor número de plataformas.
- La igualdad de acceso e integridad del mercado que se deriva de la posibilidad de vetar el acceso a determinados participantes y la difusión selectiva de información sobre órdenes a determinados intervinientes.

En este contexto, IOSCO propone varios principios para minimizar el impacto negativo de la negociación en segmentos de liquidez oculta en las tres dimensiones anteriores. El Comité Técnico considera apropiado que sus miembros tengan en cuenta los siguientes principios en las iniciativas reguladoras que desarrollen relacionadas con los segmentos opacos y las órdenes ocultas:

- El primer principio hace referencia a la necesidad de hacer pública la información sobre precios y volúmenes de las órdenes de compraventa (pretransparencia) como elemento esencial para mitigar potenciales impactos adversos que se puedan derivar de la fragmentación de la liquidez en múltiples plataformas de negociación y facilitar la mejor ejecución y la eficiente for-

mación de precios. El Comité Técnico reconoce la heterogeneidad de las diferentes plataformas de contratación y de las propias órdenes que justificarían diferentes niveles de pretransparencia e, incluso, prevé excepciones a la difusión de información en el caso de grandes órdenes con un potencial impacto en la formación de precios.

- El segundo principio, relativo a la información sobre los precios y volúmenes de las operaciones ejecutadas (postransparencia), incide en la necesidad de que éstas se hagan públicas, incluidas aquéllas realizadas en los segmentos opacos. Con respecto a la información a difundir, el Comité Técnico deja al criterio de los supervisores la posibilidad de identificar de manera específica tanto las operaciones ejecutadas al margen de los requisitos de pretransparencia como las propias plataformas opacas.
- El tercer principio contiene la recomendación de que las órdenes con pretransparencia tengan prioridad para su ejecución frente a las opacas.
- El cuarto principio recoge la necesidad de que los supervisores tengan acceso a la información sobre las órdenes y las transacciones efectuadas en segmentos opacos.
- El quinto principio alude a la necesidad de que los participantes reciban suficiente información de las plataformas opacas sobre la forma en que las órdenes son recibidas y ejecutadas.
- El último principio incide en la necesidad de que los supervisores revisen de manera periódica el desarrollo de las plataformas y las órdenes no sujetas a requisitos de transparencia para asegurarse de que su funcionamiento no afecta negativamente al proceso de formación de precios, en cuyo caso deberán emprender las acciones necesarias para prevenirlo.

1. *Principles for Dark Liquidity. Final Report.* Mayo de 2011, disponible en, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD353.pdf>

## 2.2 La evolución económica y financiera nacional

*La actividad económica doméstica sigue avanzando a un ritmo reducido...*

Los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral correspondientes al segundo trimestre de 2011 revelaron que el PIB español creció un 0,2% en términos trimestrales y un 0,7% en términos interanuales, en ambos casos dos décimas por debajo de las cifras del trimestre precedente. No obstante, esta desaceleración fue menor que la experimentada en otros países europeos, aunque el ritmo de avance interanual de la economía española continuó siendo más débil que el del conjunto de la zona del euro (1,6%).

*...que se basa en la fortaleza de las exportaciones...*

El crecimiento interanual del PIB español se debió, fundamentalmente, a la contribución positiva de la demanda externa, que duplicó su aportación al crecimiento agregado hasta los 2,6 p.p. Por el contrario, la demanda interna amplió en 1,5 p.p. su aportación negativa hasta los 1,9 p.p. La debilidad de la actividad doméstica fue producto del descenso del consumo de los hogares (-0,2% interanual), de las AA.PP. (-1%) y de la formación bruta de capital fijo, que retrocedió a tasas superiores al 6%.



En relación a la actividad exterior, las importaciones descendieron un 1,7% interanual después de cinco trimestres de avances, mientras que las exportaciones crecieron un 8,4% (12,1% en el primer trimestre).

Por el lado de la oferta, la desaceleración fue generalizada en todas las ramas productivas excepto en la construcción, que, pese a la moderación en su contracción, siguió registrando las caídas más intensas (-4,1% interanual). El avance de la rama energética se redujo hasta el 0,9% (3,4% en el primer trimestre) y el de la industria hasta el 3,2% (4,1% en el trimestre anterior). Finalmente, la rama de servicios moderó ligeramente su crecimiento en una décima hasta el 1,2% interanual.

...y en el avance de la industria y, en menor medida, del sector de los servicios.

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

CUADRO 3

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

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

1 Definición de Eurostat.

\* Previsiones publicadas en primavera de 2011 (respecto a otoño de 2010). En septiembre de 2011, la Comisión Europea publicó un avance de las previsiones sobre la economía europea que dará a conocer el próximo otoño en las que mantenía la tasa de crecimiento prevista para la economía española en el 0,8% para 2011 y rebajaba en una décima la previsión de IPC, hasta el 2,9%.

En relación a los precios de consumo, la inflación armonizada se situó en agosto en el 2,7% interanual, moderándose sensiblemente desde el máximo registrado en abril de 2011 (3,5%), debido al descenso de los precios de la mayoría de sus componentes. La desaceleración del IPC español, que fue más intensa que la observada en la zona del euro, redujo el diferencial de inflación con ésta hasta los 0,2 p.p. Por su parte, la inflación subyacente se moderó hasta el 1,6% desde el máximo del 2,1% registrado en abril y mayo, situándose cuatro décimas por encima respecto a la de la zona del euro.

La inflación y el diferencial con la zona del euro han descendido notablemente desde abril...

El mercado de trabajo continuó mostrando síntomas de debilidad, como reveló la caída del número de ocupados en el segundo trimestre del año (próxima al 1%, hasta los 18,3 millones) y el mantenimiento de la tasa de desempleo por encima del 20%. Los costes laborales por unidad de producto (CLU), que en los años previos a

...en un marco en el que se mantiene la fragilidad del mercado laboral...

la crisis crecían a tasas superiores al 4% como consecuencia de la fortaleza del avance de la remuneración por asalariado, retroceden en promedio a una tasa del 2% desde 2010, debido al efecto combinado del estancamiento de la remuneración por asalariado y del incremento de la productividad por empleado.

*...y el intenso ajuste presupuestario, particularmente en la Administración Central del Estado.*

Por su parte, los últimos datos disponibles de ejecución presupuestaria del Estado revelaron que su déficit en términos de contabilidad nacional ascendió a 22.746 millones de euros en los siete primeros meses de 2011 (2,1% del PIB), un 11,8% inferior al registrado en el mismo periodo de 2010. Los ingresos no financieros totales crecieron un 1%, mientras que los pagos no financieros cayeron un 22,7% en términos interanuales, en línea con el objetivo de austeridad presupuestaria. Los datos de ejecución presupuestaria de las CC.AA. mostraron un déficit global del 1,2% del PIB nacional en el primer semestre del año (1% del PIB en el primer semestre de 2010) debido al descenso de los ingresos no financieros (-3,6%) y al leve incremento de los gastos (0,5%). La deuda pública de las AA.PP. creció en el primer trimestre del año hasta el 65,2% del PIB, un nivel 4,8 p.p. superior al existente a finales de 2010. Del volumen total de deuda pública, 49,4 p.p. correspondían a la Administración central, 12,4 p.p. a las CC.AA. y 3,5 p.p. a las corporaciones locales.

*El recientemente aprobado límite al déficit público estructural puede contribuir a reducir la incertidumbre en los mercados.*

Un elemento que puede contribuir a disipar la incertidumbre en torno a la sostenibilidad de las finanzas públicas domésticas es la reciente aprobación de un límite al déficit público estructural, adoptado tras un acuerdo aprobado por el Parlamento para modificar el artículo 135 de la Constitución. Así, de acuerdo a esta modificación, el déficit estructural (aquél que no incluye los ingresos y gastos públicos derivados de las fluctuaciones normales de los ciclos económicos) no deberá superar el 0,40% del PIB para el conjunto de las AA.PP.<sup>2</sup>

*Las entidades de crédito continúan desarrollado su actividad en un marco complejo en el que...*

En cuanto al entorno en el que se desenvuelve la actividad de las entidades de crédito españolas, a la dificultad que supone el desarrollo del negocio en un contexto marcado por la debilidad de la actividad doméstica se añaden los retos que plantea el proceso de reestructuración del sector y las recientes tensiones en los mercados, que han incidido notablemente en la cotización de estas entidades y en sus condiciones de financiación.

*...la debilidad de la actividad continúa presionando a la baja sus resultados,...*

La cuenta de resultados de las entidades de depósito en el primer semestre del año arrojó un resultado neto positivo superior a los 4.700 millones de euros, un 23% menos que en el mismo semestre de 2010. Este comportamiento se debió principalmente al estrechamiento del margen de intereses (del 21%) derivado del incremento de los costes de financiación (del 30%). El significativo descenso de las pérdidas por deterioro de activos financieros, del 20%, no pudo compensar el notable descenso del margen de intereses agregado de las entidades.

*...el crédito al sector privado no financiero continúa moderándose,...*

El saldo vivo de crédito al sector privado no financiero (empresas y familias) profundizó la contracción que inició hace dos años, hasta registrar un descenso superior al 3% interanual en julio. Todas las modalidades de crédito retrocedieron con cierta

---

2 Dicho límite será regulado por una futura ley orgánica que deberá ser aprobada antes del 30 de junio de 2012 y entrará en vigor a partir de 2020. El umbral, en términos del PIB, se fijará en el 0,4% para el conjunto de las AA.PP., el 0,26% para el Estado y el 0,14% para las CC.AA., aunque podrá ser revisado en 2015 y en 2018. Por su parte, las administraciones locales deberán presentar equilibrio presupuestario.

intensidad, que fue superior en el caso del crédito a familias para consumo (-5%) y del crédito a empresas (-4,2%). El crédito para adquisición de viviendas cayó a tasas cercanas al 1% desde junio, en contraste con el leve avance registrado en el conjunto de 2010, lo que parece guardar relación con el incremento de la presión fiscal sobre la compra de vivienda<sup>3</sup>. Esta evolución difiere marcadamente de la experimentada por el crédito concedido a las AA.PP., que continuó creciendo a tasas elevadas (15% interanual). En la zona del euro, el crédito agregado al sector privado no financiero avanzó a tasas interanuales superiores al 2%. Todas las modalidades de crédito mostraron avances, que fueron más intensos en el caso del crédito para adquisición de vivienda (5%). El crédito para el consumo de los hogares moderó sensiblemente su avance hasta el 0,6%, mientras que el crédito a empresas continuó su recuperación, aunque aún a ritmos de crecimiento reducidos (1,4%).

Por su parte, la morosidad de las entidades de crédito españolas creció hasta el 6,9% en julio, dos décimas más que en junio y cerca de un punto y medio porcentual por encima de la tasa registrada hace un año. La mayor parte del incremento de la morosidad continuó estando ligada a la financiación de empresas constructoras y de actividades de promoción inmobiliaria, cuya tasa de morosidad conjunta alcanzó el 17% en el segundo trimestre del año (13,5% en diciembre de 2010 y 10,9% en junio de 2010). La ratio de morosidad de la financiación a hogares permaneció en el 3,2% en el segundo trimestre, dos décimas por debajo de la tasa registrada un año antes.

Como se ha señalado anteriormente, las condiciones de financiación de las entidades de crédito españolas se han endurecido sensiblemente a lo largo del año, especialmente en los meses centrales del mismo, como consecuencia del repunte de la incertidumbre en los mercados financieros. Las necesidades de financiación de estas entidades, que a mediados de la década pasada se cubrían con los recursos obtenidos en los mercados internacionales de financiación mayorista, han tendido a ser satisfechas con otras fuentes alternativas a lo largo de la crisis. Así, se ha observado un mayor recurso a diversos mecanismos de financiación no convencionales, como la emisión de bonos avalados, que, no obstante, ha tendido a reducirse sustancialmente en el último año<sup>4</sup>, o la financiación procedente del Eurosistema. Los recursos obtenidos por esta última vía, que alcanzaron un máximo superior a los 130 mil millones de euros en los meses centrales de 2010, descendieron posteriormente hasta niveles cercanos a los 40 mil millones de euros en el primer trimestre de 2011, para repuntar de nuevo en el último episodio de turbulencias de deuda hasta los 70 mil millones de euros en agosto de este año.

En los últimos meses, las tendencias más relevantes que se observan en cuanto a la financiación de las entidades de crédito españolas combinan: (i) un esfuerzo sustancial de las entidades por elevar su base de clientes e incrementar el volumen de depósitos captado (desde el mínimo de abril de 2010, el volumen de depósitos del sector privado no financiero ha crecido en más de 16 mil millones de euros); (ii) un cambio en la composición del tipo de emisiones de deuda efectuadas, caracterizado por la importancia creciente de las emisiones de cédulas hipotecarias; y (iii) un au-

*...la morosidad se acerca al 7%, impulsada por el deterioro de activos ligados a las empresas constructoras e inmobiliarias,...*

*...y sus condiciones de financiación se han endurecido a raíz del último episodio de turbulencias.*

*Por ello, las entidades están recurriendo a la captación de depósitos y la emisión de instrumentos de deuda de elevada calidad.*

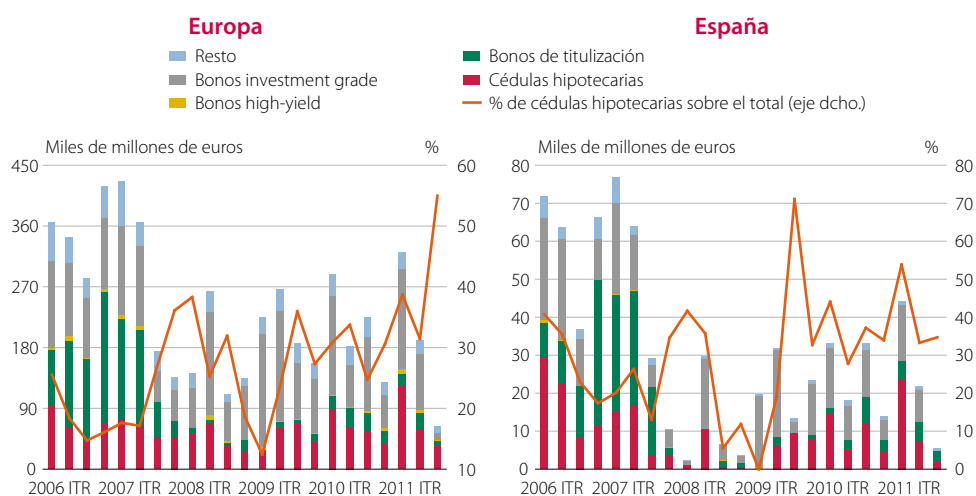
3 En 2011 se ha eliminado la deducción por la compra de vivienda habitual. Además, el IVA por la adquisición de vivienda nueva se incrementó desde el 7% al 8% en julio de 2010.

4 La emisión de bonos avalados apenas ha alcanzado los cuatro mil millones de euros en el periodo acumulado de 2011, frente a los 13 y 48 mil millones emitidos en 2009 y 2010, respectivamente.

mento en las emisiones de renta variable. El cambio en la composición de las emisiones de deuda es una tendencia que se ha observado también a escala europea (véase gráfico 9). Así, el aumento generalizado en la aversión al riesgo por parte de los inversores está haciendo que las entidades recurran en gran medida a la emisión de productos de mayor calidad percibida, como las cédulas hipotecarias, que en el caso de las entidades españolas han alcanzado el 46% del volumen total emitido en el año (38% para el conjunto de las entidades europeas). Por su parte, el reciente incremento de las emisiones de renta variable de las entidades de crédito españolas tuvo su origen, sobre todo, en los procesos de salida a bolsa de dos entidades resultantes de la fusión de varias cajas de ahorro (véase recuadro 2 de este informe).

### Emisiones brutas de deuda a medio y largo plazo de las entidades financieras

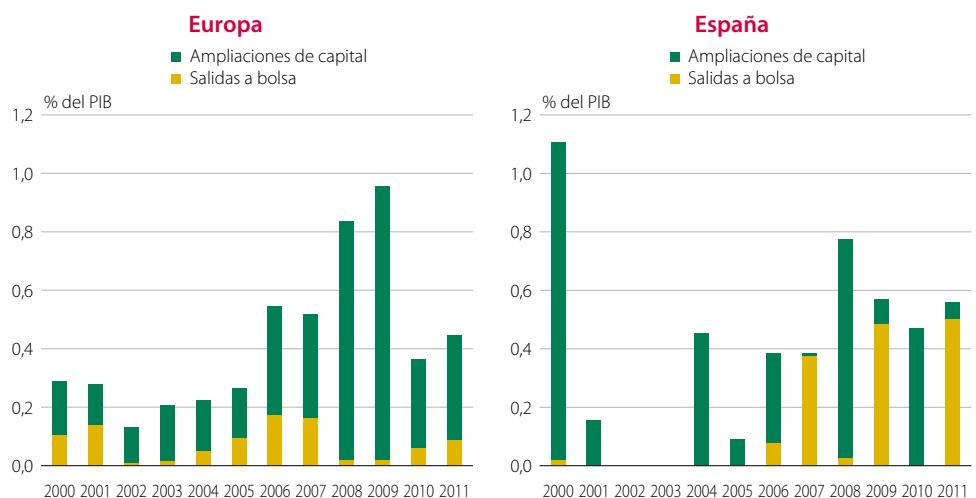
GRÁFICO 9



Fuente: Dealogic. Datos hasta el 20 de septiembre de 2011.

### Emisiones de renta variable de las entidades financieras

GRÁFICO 10



Fuente: Dealogic. Datos hasta el 20 de septiembre de 2011. Dicho año se anualiza.

## Recuadro 2: «Las salidas a bolsa de las cajas de ahorro españolas»

El Real Decreto-Ley 2/2011, de 18 de febrero, para el reforzamiento del sistema financiero, incrementó los requisitos de capital de las entidades de crédito españolas hasta situar la ratio mínima de capital principal en el 8% de los activos ponderados por riesgo, y en el 10% para aquellas entidades que no hayan colocado títulos representativos de su capital a terceros por al menos un 20% y que, además, presenten una ratio de financiación mayorista superior al 20%. Para satisfacer la anterior condición relativa al porcentaje mínimo de capital en manos de terceros inversores, algunas cajas de ahorros aportaron su negocio financiero a un banco de nueva creación y, posteriormente, solicitaron la admisión de cotización a bolsa de las acciones de la entidad resultante. En concreto, en la fecha de cierre de este informe, dos entidades habían culminado una estrategia de este tipo: Bankia y Banca Cívica, cuyas admisión a negociación fue aprobada por la CNMV los días 20 y 21 de julio de 2011, respectivamente.

Entre los criterios aplicados por la CNMV en la verificación de estas operaciones destacan los siguientes:

### 1. Distribución suficiente de las acciones

Entre los requisitos de admisión a negociación contenidos en el Real Decreto 1310/2005 se incluye la distribución suficiente de las acciones que se admitan a negociación, con objeto de asegurar una liquidez adecuada en el mercado secundario. Este requisito se cumple normalmente mediante la realización de una oferta pública de venta o de suscripción de acciones de la entidad con carácter previo a la admisión. Además, se establece que una colocación entre el público de, al menos, el 25% de las acciones cuya admisión se solicita, garantiza una distribución suficiente. No obstante, la norma permite un porcentaje menor si el mercado puede operar adecuadamente sobre la base de un elevado número de acciones colocadas y un grado de distribución amplia entre el público. En ocasiones, la CNMV ha aceptado un porcentaje de colocación entre el público menor al 25% (pero en todo caso superior al 20%) en el supuesto de operaciones de gran volumen que presenten un número elevado de accionistas y ciertos compromisos por parte de los emisores. En el caso de las admisiones a negociación de Bankia y Banca Cívica, la CNMV entendió que la distribución de las acciones era suficiente, ya que el *free float*<sup>1</sup> de Bankia en la fecha de la primera admisión de sus acciones era del 43,3% y el de Banca Cívica del 44,7%.

### 2. Fijación del precio de salida a bolsa

La apelación al ahorro del público en unas circunstancias de mercado complejas llevó a la CNMV a extremar la vigilancia del procedimiento de determinación del precio por parte de las entidades oferentes y sus asesores. La existencia de un tramo amplio de inversores cualificados que contribuya a la fijación del precio de las acciones mediante el procedimiento de *book building*<sup>2</sup> es, normalmente, el instrumento más efectivo para asegurar que el precio se forme de manera independiente. Para ello, se exigió que el tramo de inversores cualificados alcanzase al menos un 40% del volumen total de la oferta, antes del ejercicio de la tradicional opción de compra reservada a las entidades colocadoras, conocida como *green shoe*.

En los procesos de salida a bolsa de las cajas de ahorros, la CNMV ha requerido que al menos la mitad del tramo de inversores cualificados esté constituido por la subcategoría de inversores institucionales, es decir, los inversores previstos en las letras a), b), c) y d) del artículo 78 bis de la LMV, donde se define la tipología de inversor cualificado.

Finalmente, y con objeto de asegurar una diversidad suficiente de las instituciones inversoras que contribuya a formar el precio de manera eficiente, la CNMV ha considerado que en estos procesos deben participar, al menos, cien inversores cualificados, mediante la materialización de una inversión significativa.

Los dos cuadros adjuntos muestran el desglose de las colocaciones entre los diferentes tipos de suscriptores<sup>3</sup>.

#### Resultado colocación BANKIA

| Naturaleza suscriptores             | Nº valores         | % oferta   | Nº suscriptores |
|-------------------------------------|--------------------|------------|-----------------|
| Instituciones financieras           | 105.055.568        | 12,74      | 532             |
| - Mercado español                   | 80.208.378         | 9,73       | 511             |
| - Mercado extranjero                | 24.847.190         | 3,01       | 21              |
| Empresas de seguros                 | 86.433.137         | 10,48      | 145             |
| Administración pública              | 2.597              | 0,00       | 2               |
| SUBTOTAL                            | 191.491.302        | 23,22      | 679             |
| Resto (*)                           | 633.080.951        | 76,78      | 270.484         |
| <b>TOTAL OFERTA</b>                 | <b>824.572.253</b> | <b>100</b> | <b>271.163</b>  |
| Pro memoria:                        |                    |            |                 |
| Precio por acción (euros)           | 3,75               |            |                 |
| Capital captado (millones de euros) | 3.092              |            |                 |

(\*) Empresas no financieras, familias e instituciones privadas sin fines de lucro.

#### Resultado colocación BANCA CÍVICA

| Naturaleza suscriptores             | Nº valores         | % oferta   | Nº suscriptores |
|-------------------------------------|--------------------|------------|-----------------|
| Instituciones financieras           | 46.371.203         | 20,87      | 89              |
| - Mercado español                   | 18.324.440         | 8,25       | 83              |
| - Mercado extranjero                | 28.046.763         | 12,63      | 6               |
| Empresas de seguros                 | 12.304.399         | 5,54       | 30              |
| Administración pública              | 13.330             | 0,01       | 5               |
| SUBTOTAL                            | 58.688.932         | 26,42      | 124             |
| Resto (*)                           | 163.453.868        | 73,58      | 66.530          |
| <b>TOTAL OFERTA</b>                 | <b>222.142.800</b> | <b>100</b> | <b>66.654</b>   |
| Pro memoria:                        |                    |            |                 |
| Precio por acción (euros)           | 2,7                |            |                 |
| Capital captado (millones de euros) | 600                |            |                 |

(\*) Empresas no financieras, familias e instituciones privadas sin fines de lucro.

- 1 Porcentaje del capital social de la empresa que cotiza libremente en los mercados.
- 2 El sistema *book-building* es un mecanismo de formación de precios basado en el sondeo previo de la intención de los inversores, así como del precio y de la cantidad que estarían dispuestos a adquirir. Según el resultado que se obtenga, el agente colocador y el emisor acuerdan y establecen un precio fijo de suscripción o tasa de descuento para la colocación.
- 3 Para una correcta interpretación de estos datos, debe tenerse en cuenta que una parte de la inversión institucional (la correspondiente a grandes compañías no financieras) se encuentra en la partida «resto».

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras ascendió en el primer semestre de 2011 a 13.155 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 8% respecto al mismo periodo del año anterior (véase cuadro 4). Los beneficios aumentaron en todos los sectores excepto en el energético, cuyos resultados sufrieron una caída cercana al 10%, hasta los 6.129 millones de euros. Tanto los beneficios de las sociedades relacionadas con el comercio y los servicios como los de las empresas industriales aumentaron por encima del 10%, situándose en 5.240 y 818 millones de euros, respectivamente. Cabe destacar en este ámbito la mejora de los resultados de las sociedades relacionadas con la construcción y las actividades inmobiliarias, que obtuvieron unos beneficios de 954 millones de euros durante el primer semestre de 2011, tras las fuertes pérdidas de ejercicios anteriores.

*El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras creció un 8% en el primer semestre del año...*

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

CUADRO 4

| Millones de euros           | EBITDA <sup>2</sup> |               | EBIT <sup>3</sup> |               | Resultado ejercicio |               |
|-----------------------------|---------------------|---------------|-------------------|---------------|---------------------|---------------|
|                             | 1510                | 1511          | 1510              | 1511          | 1510                | 1511          |
| Energía                     | 16.044              | 15.545        | 10.767            | 10.265        | 6.796               | 6.129         |
| Industria                   | 2.161               | 2.217         | 1.328             | 1.394         | 741                 | 818           |
| Comercio y servicios        | 14.583              | 15.777        | 8.333             | 8.917         | 4.660               | 5.240         |
| Construcción e inmobiliario | 3.616               | 4.340         | 2.004             | 2.722         | -3                  | 954           |
| Ajustes                     | -102                | -85           | -28               | -18           | 1                   | 14            |
| <b>TOTAL AGREGADO</b>       | <b>36.302</b>       | <b>37.794</b> | <b>22.404</b>     | <b>23.280</b> | <b>12.195</b>       | <b>13.155</b> |

Fuente: CNMV.

1 Resultados acumulados en el año.

2 Resultado bruto de explotación.

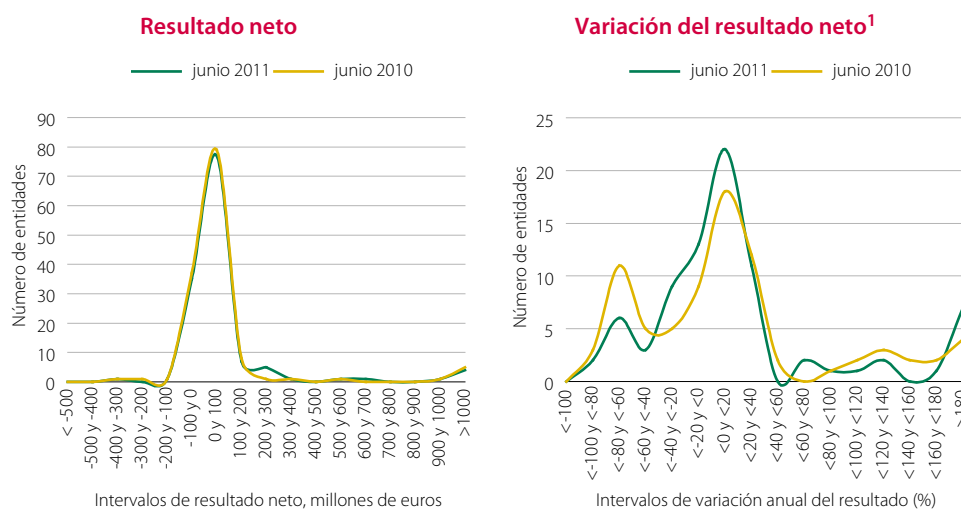
3 Resultados antes de intereses e impuestos.

La distribución del número de sociedades cotizadas en función del resultado neto del ejercicio (véase gráfico 11, panel izquierdo) muestra un patrón muy similar en el primer semestre de 2011 y el de 2010. Así, la mayoría de las entidades presentó unos beneficios inferiores a los 100 millones de euros, aunque en relación al primer semestre de 2010 aumentó el número de sociedades con beneficios entre los 200 y los 300 millones de euros. Al igual que sucedió en 2010, ninguna sociedad presentó pérdidas superiores a los 400 millones de euros. Respecto a la variación del resultado para las entidades que habían presentado beneficios durante los primeros semestres de 2010 y 2011 (panel derecho del gráfico 11), puede observarse un incremento del número de empresas con aumentos o reducciones moderadas de los beneficios (mejoras o empeoramientos inferiores al 40%), mientras que, en general, disminuyó el número de empresas con aumentos o reducciones sustanciales.

*...con pocas variaciones en los resultados a escala individual.*

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

GRÁFICO 11



Fuente: CNMV.

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

*El endeudamiento total de las sociedades cotizadas no financieras se redujo un 5,1% en el primer semestre de 2011...*

Tras los aumentos de los últimos años, el endeudamiento total de las sociedades cotizadas no financieras se redujo un 5,1% entre diciembre de 2010 y junio de 2011, hasta los 310 mil millones de euros (véase cuadro 5). Esta contracción no se produjo de una forma generalizada en todos los sectores contemplados, ya que la deuda se incrementó en dos de ellos (industria y sector inmobiliario y de la construcción) y se redujo en otros dos (energía y comercio y servicios). En concreto, en las empresas industriales, el saldo de deuda aumentó un 19,2% hasta cerca de los 18 mil millones de euros, como consecuencia del incremento del endeudamiento de una entidad para adquirir una empresa extranjera de este mismo sector, mientras que en las del sector inmobiliario y de la construcción creció de forma más leve, un 1,7% hasta los 101 mil millones de euros. En las empresas energéticas y en las relacionadas con el comercio y los servicios, el endeudamiento se redujo un 7,6% y un 12,0%, respectivamente. Cabe destacar que los sectores que presentaron aumentos en su nivel de deuda en el primer semestre de 2011 se corresponden con aquéllos en los que en los últimos años la deuda había crecido con menos intensidad o, en algunos casos, incluso descendido.

*...aunque esta tendencia no fue generalizada entre todos los sectores.*

A pesar de la reducción del nivel agregado de endeudamiento, la ratio de apalancamiento (definida como el cociente entre las deudas y el patrimonio neto) experimentó un leve incremento debido a la reducción del patrimonio de estas entidades, pasando de 1,4 a finales de 2010 a 1,5 a mediados de 2011 (véase cuadro 5). Por su parte, la ratio de cobertura de la deuda, medida a través del número de años necesarios para pagar la deuda si se mantuviera constante el EBITDA (resultado bruto de explotación), se incrementó desde 3,8 en diciembre de 2010 hasta 4,0 en junio de 2011. El mayor incremento de esta ratio se produjo en el sector de la industria (desde 2,1 hasta 4,0) debido al aumento del endeudamiento de una entidad de gran tamaño comentado anteriormente. El único sector en el que la ratio de cobertura de la deuda experimentó un descenso fue el de las empresas orientadas al comercio y los servicios, como consecuencia tanto del buen comportamiento de los resultados como de



la contracción de la deuda. Los indicadores de la carga financiera soportada por las entidades experimentaron un leve empeoramiento, reduciéndose la ratio EBIT/carga financiera desde 3,1 a finales de 2010 hasta 2,6 en junio de 2011. Este descenso se produjo de forma generalizada en todos los sectores.

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

CUADRO 5

| Millones de euros                 |                                      | 2007           | 2008           | 2009           | 2010           | 1511           |
|-----------------------------------|--------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Energía                           | Deudas                               | 69.172         | 82.608         | 100.572        | 98.283         | 90.815         |
|                                   | Deudas/ Patrimonio                   | 0,8            | 0,9            | 1,1            | 0,9            | 0,9            |
|                                   | Deudas/ EBITDA <sup>1</sup>          | 2,5            | 2,8            | 3,5            | 2,8            | 2,9            |
|                                   | EBIT <sup>2</sup> / Carga financiera | 4,1            | 3,7            | 3,4            | 4,2            | 3,8            |
| Industria                         | Deudas                               | 13.312         | 15.645         | 15.953         | 14.948         | 17.824         |
|                                   | Deudas/ Patrimonio                   | 0,6            | 0,7            | 0,7            | 0,6            | 0,9            |
|                                   | Deudas/ EBITDA                       | 1,8            | 2,7            | 3,0            | 2,1            | 4,0            |
|                                   | EBIT / Carga financiera              | 5,9            | 3,4            | 3,1            | 5,0            | 2,8            |
| Construcción e inmobiliario       | Deudas                               | 138.933        | 119.788        | 104.762        | 99.917         | 101.605        |
|                                   | Deudas/ Patrimonio                   | 3,1            | 3,8            | 4,1            | 3,4            | 3,1            |
|                                   | Deudas/ EBITDA                       | 10,8           | 31,9           | 22,5           | 11,2           | 11,7           |
|                                   | EBIT / Carga financiera              | 1,2            | 0,0            | 0,3            | 1,0            | 1,0            |
| Comercio y servicios              | Deudas                               | 96.941         | 112.322        | 108.579        | 115.413        | 101.605        |
|                                   | Deudas/ Patrimonio                   | 1,7            | 2,1            | 1,8            | 1,6            | 1,9            |
|                                   | Deudas/ EBITDA                       | 3,0            | 3,6            | 3,7            | 3,4            | 3,2            |
|                                   | EBIT / Carga financiera              | 3,2            | 2,9            | 3,3            | 3,9            | 3,1            |
| Ajustes <sup>3</sup>              | Deudas                               | -17.391,0      | -20.802,0      | -1.908         | -1.792         | -1.670         |
| <b>TOTAL AGREGADO<sup>4</sup></b> | <b>Deudas</b>                        | <b>300.967</b> | <b>309.561</b> | <b>327.958</b> | <b>326.769</b> | <b>310.179</b> |
|                                   | Deudas/ Patrimonio                   | 1,5            | 1,6            | 1,6            | 1,4            | 1,5            |
|                                   | Deudas/ EBITDA                       | 4,0            | 4,6            | 4,8            | 3,8            | 4,0            |
|                                   | EBIT / Carga financiera              | 3,0            | 2,0            | 2,4            | 3,1            | 2,6            |

Fuente: CNMV.

1 Resultado bruto de explotación.

2 Resultado antes de intereses e impuestos.

3 Para elaborar este cuadro se ha eliminado la deuda de las sociedades cotizadas que a su vez consolidan en otro grupo cotizado español. En la fila de ajustes se incluyen las eliminaciones correspondientes a las filiales cuya matriz pertenece a otro sector.

4 En el cuadro de endeudamiento no se incluían las entidades financieras, que comprendían a las entidades de crédito, las compañías de seguros y las sociedades de cartera. Dado que los modelos de IPP a partir del ejercicio 2008 para las sociedades de cartera son idénticos a los empleados por el resto de entidades no financieras, se ha decidido incluir dentro de los agregados a las sociedades de cartera. Debido al impacto de Criteria Caixacorp se han recalculado los datos correspondientes al cierre del ejercicio 2007.

Los indicadores de posición patrimonial de los hogares referidos al primer trimestre de 2011 indican que la tasa de ahorro del sector continuó descendiendo hasta valores ligeramente superiores al 12% de la renta disponible, tras el máximo alcanzado a principios de 2010 (18,1%). La ratio de endeudamiento de los hogares descendió por debajo del 125% de la renta bruta disponible debido a la contracción de los pasivos de las familias y a la estabilidad de sus ingresos, mientras que la riqueza neta se redu-

*El ahorro de los hogares continuó descendiendo, al igual que su ratio de endeudamiento.*

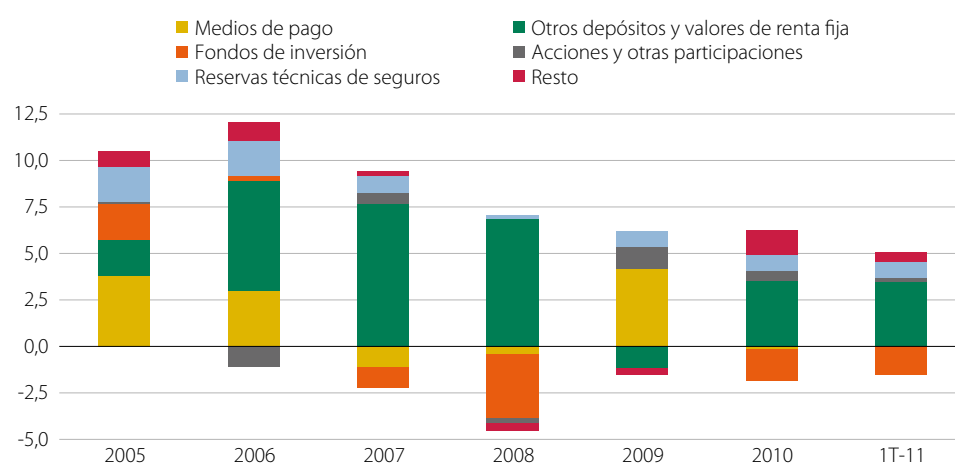
jo levemente como consecuencia del descenso del valor de los activos inmobiliarios, que compensó la leve revalorización de los activos financieros de los hogares.

*La inversión financiera de los hogares mantiene la preferencia por instrumentos de riesgo reducido.*

Por lo que se refiere a las decisiones de inversión financiera, la adquisición neta de activos financieros por parte de los hogares en el primer trimestre del año ascendió al 3,5% del PIB<sup>5</sup> (4,4% del PIB en 2010). La composición de los instrumentos adquiridos revela que los hogares españoles mantienen la preferencia por instrumentos de menor riesgo que se observa desde hace varios trimestres. Así, la inversión en depósitos a plazo ascendió al 3,1% del PIB y en seguros y planes de pensiones al 0,8% del PIB. Por el contrario, la adquisición neta de instrumentos de renta variable fue muy reducida en comparación con los dos años anteriores (0,1% del PIB) y las salidas netas en los fondos de inversión se aproximaron al 1,5% del PIB (1,7% del PIB en 2010). Finalmente, los pasivos de los hogares moderaron su ritmo de avance durante el primer trimestre de 2011 en cinco décimas, hasta el 0,8% en términos del PIB.

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

GRÁFICO 12



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

### 2.3 Perspectivas

*Las previsiones de los principales organismos, que apuntan a una desaceleración global en los próximos trimestres, ...*

Las previsiones más recientes del FMI, efectuadas en septiembre de 2011, después de los momentos más turbulentos de la crisis acaecida en los meses de verano, apuntan a una desaceleración del crecimiento mundial desde tasas ligeramente superiores al 5% en 2010 hasta tasas cercanas al 4,0% para 2011 y 2012. Estas cifras suponen un recorte en la previsión de crecimiento mundial de tres y cinco décimas respectivamente respecto a las últimas estimaciones realizadas en junio. Las economías emergentes continuarían liderando el avance de la actividad mundial, con un crecimiento agregado esperado del 6,4% en 2011 y del 6,1% en 2012, muy superior al previsto para el conjunto de las economías avanzadas (del 1,6% en 2011 y el 1,9% en 2012). Entre estas últimas destacan las revisiones a la baja efectuadas sobre el

5 Datos acumulados de cuatro trimestres.

crecimiento esperado para la economía estadounidense (-0,9 puntos hasta el 1,8%) y para la economía alemana (0,7 puntos hasta el 1,3%).

Estas previsiones están rodeadas de un grado elevado de incertidumbre, como consecuencia del nuevo episodio de crisis de deuda europea y de la debilidad de los datos de actividad publicados en los meses centrales del año. De hecho, la inestabilidad creciente de los mercados financieros que se observa desde los meses de primavera estuvo primero relacionada con los mercados de deuda europea, si bien más recientemente ha estado asociada al incremento de la probabilidad de una nueva recesión a escala mundial.

*...están rodeadas de un grado elevado de incertidumbre como consecuencia del nuevo episodio de turbulencias...*

Por tanto, los riesgos, de probabilidad creciente, que se atisban sobre los escenarios centrales contemplados anteriormente estarían relacionados con: (i) la prolongación de la desconfianza asociada a algunos emisores soberanos del área del euro, cuyas consecuencias en términos de encarecimiento de la financiación y, por tanto, de menor actividad, podrían ser significativas; (ii) la desaceleración de la actividad y del empleo en algunas de las principales economías avanzadas; (iii) la necesidad de asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas en un conjunto amplio de economías y, finalmente; (iv) los renovados problemas de liquidez y de financiación del sector financiero, particularmente del europeo, sobre el que aún persisten dudas acerca del grado de saneamiento efectivo alcanzado.

*...y mantienen importantes riesgos a la baja.*

En cuanto a la economía española, la mayoría de las previsiones indican que, tras un crecimiento prácticamente nulo en 2010, el avance de la actividad doméstica podría ser ligeramente inferior al 1% en 2011 y oscilar entre el 1,1% y el 1,5% en 2012. La revisión de las previsiones efectuadas por el FMI sobre el crecimiento español (estable en 2011 y a la baja en medio punto porcentual en 2012) ha sido más leve que la observada en otras economías avanzadas. Los riesgos más relevantes que se atisban sobre este escenario de progresiva recuperación estarían relacionados, fundamentalmente, con el riesgo agregado que induce la actual situación de tensionamiento de la deuda soberana y, en particular, su posible efecto contagio sobre el resto de los sectores de la economía, y con los efectos adversos sobre la actividad doméstica que podrían derivarse de una ralentización en el ritmo de crecimiento de las economías más dinámicas y, como consecuencia de ello, de las exportaciones españolas.

*Para la economía española se pronostica un crecimiento moderado, no exento de riesgos ligados a las tensiones en los mercados de deuda y a la desaceleración prevista del sector exterior.*

## 3 La evolución de los mercados nacionales

### 3.1 Los mercados bursátiles

*El nuevo episodio de crisis de deuda soberana europea y el empeoramiento de las perspectivas económicas mundiales dieron lugar a fuertes retrocesos en las bolsas en un contexto de elevada inestabilidad....*

El recrudecimiento de la crisis de deuda soberana europea y el empeoramiento de las perspectivas económicas a escala mundial dio lugar, en los meses centrales del año, a un episodio de elevada volatilidad y fuertes retrocesos en las cotizaciones de los instrumentos negociados en los mercados financieros internacionales de renta variable. Estos retrocesos fueron especialmente intensos en el caso de las acciones de las entidades financieras europeas, como consecuencia de su exposición a la deuda soberana de las economías europeas más vulnerables. Los mercados bursátiles domésticos no fueron ajenos a este episodio de incertidumbre, mostrando incrementos de la volatilidad y caídas de los precios similares a los de otras plazas europeas. La inestabilidad observada en algunos de estos mercados, en parte debida a la propagación de rumores, provocó que, el 11 de agosto, las autoridades supervisoras de valores de Bélgica, España<sup>6</sup>, Francia e Italia, bajo la coordinación de ESMA (Autoridad Europea de Valores y Mercados), decidieran prohibir temporalmente la creación o el incremento de posiciones cortas sobre los valores del sector financiero dentro de cada jurisdicción (véase el recuadro 3 dentro de este mismo informe).

*....que motivaron la prohibición temporal de crear o incrementar posiciones cortas sobre los valores financieros de varios países europeos, incluido España.*

En este contexto, los principales índices del mercado español experimentaron descensos próximos al 20% durante el tercer trimestre de 2011<sup>7</sup>, en línea con otras referencias europeas y en contraste con los moderados descensos del segundo trimestre y las notables revalorizaciones del primer trimestre, a excepción, en este último caso, de las plataformas de valores latinoamericanos (véase cuadro 6). Así, el Ibex 35 descendió un 19,3% en el tercer trimestre, tras una caída del 2% en el segundo trimestre y una revalorización del 7,3% en el primero. De este modo, en el transcurso de 2011, este índice ha acumulado una caída del 15,2%. Los índices de las compañías de menor capitalización experimentaron una evolución similar a lo largo de 2011, con descensos superiores al 18% en el tercer trimestre y una caída en el periodo acumulado de 2011 del 19,4% en el caso del Ibex Medium Cap y del 15,8% en el del Ibex Small Cap. Por último, los índices domésticos de valores latinoamericanos, que mostraron descensos más moderados en el tercer trimestre (entre el 9% y el 11%), experimentaron caídas algo mayores que el resto de índices en los nueve primeros meses de 2011 (entre el 19% y el 23%).

---

6 La CNMV acordó el pasado día 11 de agosto, al amparo del artículo 85.2 j de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, la prohibición transitoria de aquellas operaciones que supongan la creación o aumento de posiciones cortas sobre acciones españolas del sector financiero, con la excepción de la operativa realizada por los creadores de mercado. Se entiende por posición corta aquella que resulta de una exposición económica positiva ante una caída del precio de la acción. El 25 de agosto de 2011, la CNMV prorrogó dicha prohibición hasta el 30 de septiembre de 2011, que podrá ser levantada antes de esta fecha si las condiciones de mercado se estabilizan o prorrogada excepcionalmente en caso contrario.

7 Hasta el 20 de septiembre.

| Índices                             | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | I-11 <sup>1</sup> | II-11 <sup>1</sup> | III-11 (hasta el 20 de septiembre) |         |               |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------------------|--------------------|------------------------------------|---------|---------------|
|                                     |       |       |       |       |                   |                    | % s/trim. ant.                     | % s/dic | % inter-anual |
| Ibex 35                             | 7,3   | -39,4 | 29,8  | -17,4 | 7,3               | -2,0               | -19,3                              | -15,2   | -22,2         |
| Madrid                              | 5,6   | -40,6 | 27,2  | -19,2 | 7,5               | -2,7               | -19,7                              | -16,0   | -23,9         |
| Ibex Medium Cap                     | -10,4 | -46,5 | 13,8  | -5,6  | 6,3               | -6,9               | -18,6                              | -19,4   | -19,3         |
| Ibex Small Cap                      | -5,4  | -57,3 | 17,6  | -18,3 | 17,4              | -8,2               | -21,9                              | -15,8   | -18,5         |
| FTSE Latibex All-Share              | 57,8  | -51,8 | 97,2  | 9,0   | -3,2              | -9,9               | -11,2                              | -22,6   | -15,5         |
| FTSE Latibex Top                    | 33,7  | -44,7 | 79,3  | 9,7   | -3,9              | -8,1               | -8,6                               | -19,2   | -16,5         |
| <b>Sectores<sup>2</sup></b>         |       |       |       |       |                   |                    |                                    |         |               |
| Petróleo y gas                      | 1,8   | -30,8 | -20,1 | 0,3   | 22,5              | -2,2               | -12,5                              | 4,9     | 15,0          |
| Químicas                            | -58,4 | -67,8 | 3,4   | -60,0 | 30,4              | 5,8                | -19,6                              | 10,8    | 0,0           |
| Materiales básicos                  | -17,2 | -45,4 | 23,1  | -5,6  | 9,0               | -6,6               | -26,3                              | -25,0   | -25,0         |
| Construcción y mat. de construcción | -12,0 | -51,0 | 25,5  | -14,4 | 13,8              | -5,7               | -17,5                              | -11,4   | -11,7         |
| Bienes industriales y servicios     | 6,9   | -41,9 | 29,3  | -1,9  | 4,6               | -1,4               | -14,1                              | -11,3   | -11,8         |
| Salud                               | 19,2  | -45,0 | 17,7  | -22,2 | 14,1              | 0,3                | -10,8                              | 2,0     | -8,8          |
| Utilities                           | 18,5  | -31,0 | -7,8  | -14,3 | 10,8              | 3,3                | -22,4                              | -11,2   | -9,7          |
| Bancos                              | -4,5  | -47,9 | 46,3  | -32,3 | 7,3               | -4,4               | -25,5                              | -23,6   | -38,5         |
| Seguros                             | -13,3 | -25,0 | 19,8  | -26,8 | 26,6              | -1,3               | -12,2                              | 9,7     | -0,7          |
| Inmobiliaria                        | -42,6 | -58,6 | -43,8 | -53,2 | 24,2              | -20,8              | -32,9                              | -34,0   | -51,6         |
| Servicios financieros               | -35,6 | -44,3 | 20,8  | 12,8  | 22,6              | -3,6               | -13,0                              | 2,8     | 4,4           |
| Telecomunic. y medios de comunic.   | 26,3  | -31,4 | 23,5  | -13,4 | 4,3               | -5,4               | -17,7                              | -18,8   | -24,1         |
| Consumo discrecional                | -7,7  | -39,2 | 37,0  | 20,6  | 2,9               | 5,9                | -5,6                               | 2,8     | 0,4           |
| Consumo básico                      | 6,9   | -22,5 | -8,4  | 15,8  | 0,8               | -5,4               | -17,5                              | -21,3   | -14,6         |

Fuente: Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

2 Clasificación obtenida en Thomson Datastream.

El retroceso de las cotizaciones en los mercados de renta variable nacional en el tercer trimestre de 2011 fue generalizado entre todos los sectores, con recortes comprendidos entre el 7% registrado por el sector de bienes de consumo (discrecional y básico) y el 33% del sector inmobiliario. Las caídas más significativas entre los sectores con mayor peso en la capitalización del mercado correspondieron a los bancos (-25%), las empresas de telecomunicaciones y medios de comunicación (-18%) y las utilities (-22%). A su vez, sectores con una capitalización relativa intermedia como los de construcción y materiales asociados, petróleo y gas y bienes industriales y servicios experimentaron descensos en un rango del 12% al 17%. En el periodo acumulado de 2011, los mayores retrocesos se han producido en los sectores inmobiliario (-34%), de materiales básicos (-25%), bancario (-24%), de consumo básico (-21%) y de telecomunicaciones y medios de comunicación (-19%). Las empresas que parecen haber resistido mejor la intensificación de las turbulencias en los mercados financieros son las pertenecientes a los sectores químico (con un aumento acumulado del 11% en 2011), asegurador (10%) y, en menor medida, petróleo y gas (5%), las empresas proveedoras de servicios financieros distintas de los bancos (3%), las asociadas al sector de bienes de consumo discrecional (3%) y las relacionadas con los servicios sanitarios (2%).

*Los retrocesos de los precios, generalizados entre todos los sectores, fueron especialmente intensos en los bancos.*

### Recuadro 3: «La prohibición temporal de la operativa de ventas en corto»

El pasado 11 de agosto, los supervisores de los mercados de valores de Bélgica, Francia, Italia y España impusieron de manera coordinada, en el ámbito de ESMA, una prohibición temporal sobre la constitución o el incremento de posiciones cortas sobre acciones de empresas financieras. El 28 de septiembre, la CNMV acordó prorrogar la vigencia de esta medida, que había sido prorrogada por primera vez el 25 de agosto, hasta que las condiciones de los mercados permitan su levantamiento.

La prohibición cautelar de la operativa en corto se fundamenta en los riesgos que la situación de extrema volatilidad a la que se encuentran sometidos los mercados de valores europeos, y en particular las cotizaciones de las acciones de las empresas financieras, desde hace unos meses, plantea sobre la estabilidad de los mercados y su ordenado funcionamiento. En un contexto de este tipo no es descartable la posibilidad de que se produzcan dinámicas desordenadas en los mercados, incluyendo espirales bajistas en algunas cotizaciones motivadas por pánicos inversores o incluso rumores e informaciones engañosas<sup>1</sup>. Esta posibilidad adquiere una especial relevancia, desde el punto de vista de la preservación de la estabilidad financiera y la contención del riesgo sistémico, en el caso de las entidades financieras. Así, su necesidad de captar recursos financieros continuamente las hace especialmente sensibles a un problema de profecías autocumplidas en sus cotizaciones, a través del efecto de éstas sobre sus condiciones de acceso a la financiación.

No obstante, junto a sus potenciales efectos preventivos estabilizadores, es necesario tener presente que este tipo de prohibición puede afectar negativamente a algunas medidas indicativas de la calidad del funcionamiento de los mercados. De hecho, numerosos análisis llevados a cabo en esta área en los últimos años coinciden en señalar el efecto adverso que las restricciones a la operativa en corto generan sobre la liquidez y la eficiencia del mercado<sup>2</sup>. En efecto, en la medida en que estas operaciones dejan de llevarse a cabo, el mercado ve reducido el abanico de posibles transacciones (menor liquidez) y la riqueza y diversidad de la información que incorporan los precios (menor eficiencia).

La evidencia acumulada en el mercado español tras la puesta en marcha el pasado mes de agosto de la prohibición sobre las posiciones cortas es ilustrativa respecto a la incidencia de los efectos anteriores. Así, el panel superior del gráfico adjunto muestra cómo el nivel medio del diferencial *bid-ask* de las entidades bancarias ha aumentado en relación a las sociedades del Ibex 35 no afectadas por la prohibición, lo que evidencia un cierto deterioro en la liquidez de las primeras<sup>3</sup>. El panel intermedio revela que la prohibición ha tenido un efecto promedio positivo sobre las cotizaciones de los bancos en relación al resto de los valores, aunque este efecto parece diluirse en el tiempo<sup>4</sup>. El panel inferior, por su parte, pone de manifiesto que la prohibición contribuyó de manera notable a reducir el elevado grado de volatilidad que, en términos relativos, afectaba a las cotizaciones del sector bancario en los días previos a su aplicación.

La evidencia empírica anterior sugiere, por tanto, que la prohibición sobre las posiciones cortas parece haber contribuido a reducir la volatilidad de las cotizaciones de las acciones objeto de esta medida, si bien la persistencia de su efecto adverso sobre el grado de liquidez de estos títulos pone de relieve la conveniencia de desactivar esta medida temporal tan pronto como las condiciones del mercado

## Efectos de la prohibición sobre la liquidez, el precio y la volatilidad de los valores afectados

GRÁFICO R3.1



El panel superior muestra el diferencial de liquidez entre un conjunto amplio de compañías afectadas y no afectadas por la prohibición. Las compañías afectadas consideradas en este análisis son entidades bancarias (se han excluido del análisis dos entidades del sector de servicios financieros y dos aseguradoras para conseguir una muestra homogénea). Las compañías no afectadas por la prohibición son todas aquellas empresas que formaban parte del índice Ibx 35 en el momento de la prohibición. La liquidez se define en base a la horquilla relativa *bid-ask*. El panel central muestra el exceso de rendimiento acumulado desde la fecha de la prohibición, definido como la diferencia entre el rendimiento de cada valor y el rendimiento del Ibx 35. El panel inferior contiene el diferencial de volatilidad entre las compañías afectadas y no afectadas por la prohibición, calculada a partir de los datos correspondientes a los 22 días con cotización anteriores a la fecha correspondiente. En el eje de ordenadas de los tres paneles el valor 0 corresponde a la fecha 11 de agosto de 2011, mientras que los valores negativos y positivos indican el número de días con cotización antes y después de la prohibición, respectivamente.

lo permitan. En este sentido, la CNMV indicó en su comunicado del 28 de septiembre que esta restricción permanecería el mínimo tiempo necesario y que seguirá trabajando de forma coordinada con las otras autoridades europeas que han adoptado medidas similares, en el marco de ESMA, para evaluar de forma regular la situación de los mercados de valores.

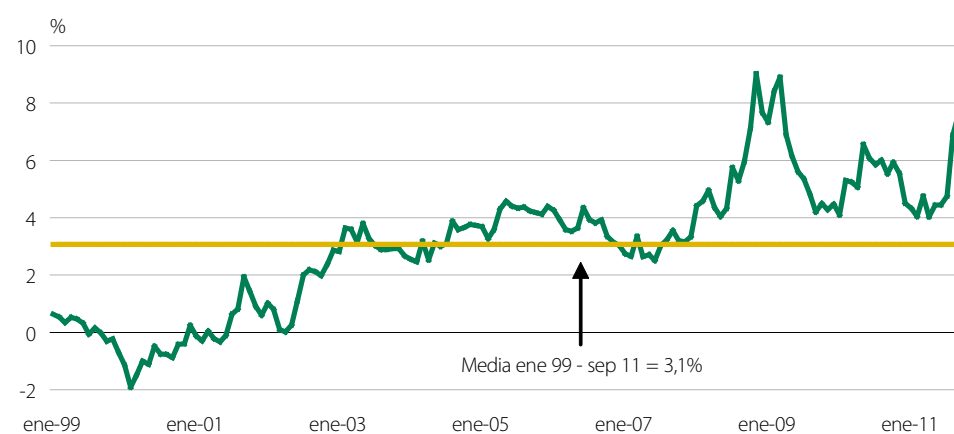
- 1 En I. Goldstein y A. Guembel (2008), «Manipulation and the allocation role of prices» (*Review of Economic Studies*, vol. 75, pp. 133-164), se analiza cómo determinadas estrategias de manipulación que conllevan el establecimiento de posiciones cortas pueden provocar efectos negativos y duraderos en los resultados de las empresas afectadas (percepción por parte de los clientes, los proveedores y los inversores, encarecimiento de la financiación externa, etc.).
- 2 Véanse, por ejemplo, D. Diamond y R. Verrecchia (1987), «Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information», en *Journal of Financial Economics*, vol. 18, pp. 277-311; D. Abreu y M. Brunnermeier (2003), «Bubbles and crashes», en *Econometrica*, vol. 71, pp. 173-204; y H. Hong y J. Stein (2003), «Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes», en *Review of Financial Studies*, vol. 16, pp. 487-525.
- 3 Para este análisis sólo se han tenido en cuenta las cotizaciones de las sociedades bancarias afectadas por la prohibición, excluyéndose, por tanto, cuatro compañías financieras no bancarias. El listado completo de las compañías cuyas acciones están sujetas a esta prohibición puede consultarse en <http://www.cnmv.es/>
- 4 Los dos primeros resultados están en línea con la evidencia obtenida a nivel internacional, en el contexto de las restricciones aplicadas por varias autoridades a finales de 2008, por A. Beber y M. Pagano (2011), «Short-selling bans around the world: evidence from the 2007-09 crisis», de próxima aparición en el *Journal of Finance*. Estos autores, sin embargo, no evalúan el impacto de las restricciones sobre la volatilidad de las cotizaciones

La ratio PER del Ibex 35 descendió notablemente en el tercer trimestre del año...

En el tercer trimestre de 2011, la ratio PER del Ibex 35 intensificó el descenso del segundo trimestre hasta valores cercanos a 8, situándose por debajo de los valores de finales de 2010 (próximos a 10) y en línea con otros índices europeos. El indicador *earning yield gap*, que aproxima la prima de riesgo de la renta variable respecto de la deuda pública a largo plazo, repuntó con fuerza durante el mes de agosto después de la relativa estabilidad que había mostrado a lo largo del año. En particular, este indicador se situó en el 7,7% a mediados de septiembre (4,3% a principios de agosto), notablemente por encima de los valores registrados en el comienzo del año (4,9%) y del promedio desde 1999 (3,1%).

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

GRÁFICO 13



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Diferencia entre la rentabilidad bursátil, medida como la inversa del PER, y la rentabilidad del bono del Estado español a diez años. Datos mensuales hasta el 20 de septiembre de 2011.

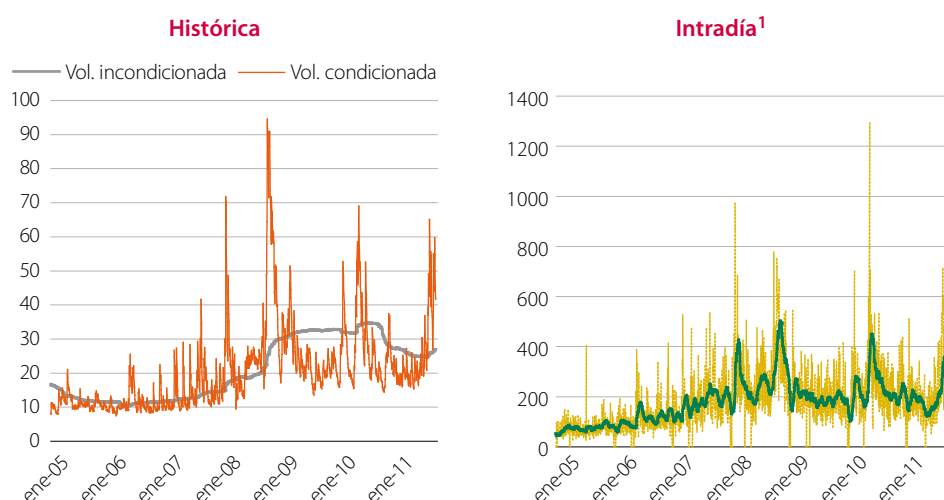


Como se aprecia en el gráfico 14, tanto la volatilidad histórica como la volatilidad intradía del mercado bursátil nacional repuntaron fuertemente en el tercer trimestre del año. Así, la volatilidad histórica del Ibex 35 alcanzó máximos del 65% en agosto, unos niveles similares a los del primer episodio de crisis de deuda europea, en mayo de 2010, pero sustancialmente inferiores a los observados en el último trimestre de 2008. A mediados de septiembre, esta medida de volatilidad había caído nuevamente hasta valores cercanos al 40%. Por su parte, la volatilidad intradía, medida como la diferencia entre las cotizaciones máxima y mínima del Ibex 35 alcanzada en cada sesión, alcanzó máximos de 700 puntos en los momentos más turbulentos de la crisis y tendió a reducirse sensiblemente desde entonces.

*...en un marco de fuerte aumento de la volatilidad,...*

## Volatilidad del Ibex 35

GRÁFICO 14



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos a 20 de septiembre.

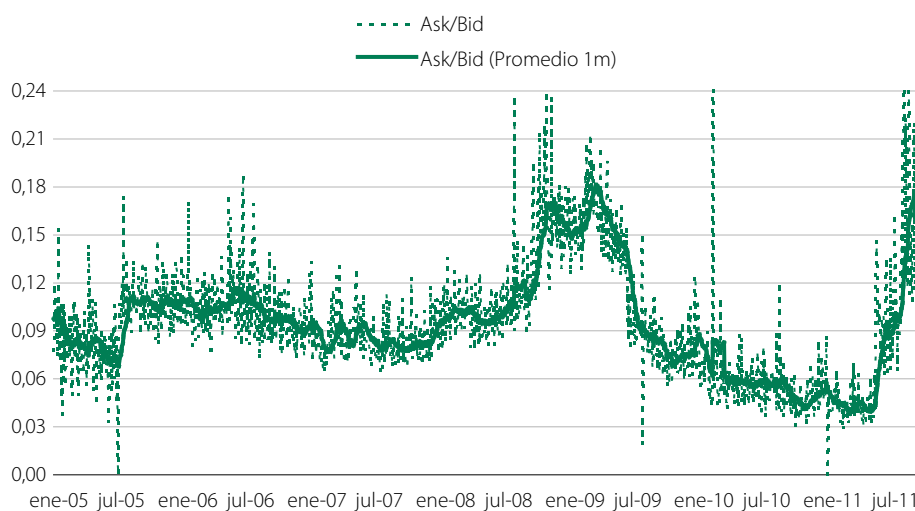
1 Se ofrece la diferencia entre las cotizaciones máxima y mínima del Ibex 35 en cada sesión y el promedio del último mes.

El elevado grado de volatilidad provocó un deterioro de las condiciones de liquidez del mercado de renta variable nacional en el segundo trimestre del año, que se agravó notablemente durante el tercero hasta alcanzar una magnitud similar a la observada durante el primer trimestre de 2009. Así, el promedio del *spread bid-ask* del Ibex 35 se situó en el 0,14% en el tercer trimestre de 2011, muy por encima del 0,05% del primer semestre y del promedio de los últimos seis años (0,09%).

*...deterioro de las condiciones de liquidez en el mercado,...*

La contratación del mercado bursátil español se situó en algo más de 699 mil millones de euros en los tres primeros trimestres de 2011 (hasta el 20 de septiembre), lo que supone una caída interanual del 2,7%. En promedio diario, el volumen de contratación creció un 13% en términos interanuales en el tercer trimestre del año, hasta los 3.689 millones de euros, un nivel ligeramente inferior al del promedio diario del conjunto de 2010 (4.052 millones de euros).

*...y repunte temporal de la contratación.*



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 20 de septiembre.

*Las emisiones de renta variable crecieron sustancialmente como consecuencia de las salidas a bolsa de las cajas de ahorro.*

Las emisiones de renta variable mostraron un repunte considerable en el segundo y el tercer trimestre de 2010, como consecuencia de las salidas a bolsa de las cajas de ahorro (véase recuadro 2), dentro del proceso de reestructuración del sistema financiero español, y de algunas ampliaciones de capital de los bancos ya cotizados para anticipar el cumplimiento de los nuevos requisitos de capital que establecerá Basilea III. En estos dos trimestres, el volumen de emisiones superó los once mil millones de euros, de los cuales el 67% correspondieron a las operaciones anteriores. Entre enero y septiembre, la captación de fondos en los mercados de renta variable domésticos se situó en torno a los 14.400 mil millones de euros, una cifra cercana a los 16 mil millones del conjunto de 2010.

### Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 7

Importes en millones de euros

|                               | 2007             | 2008             | 2009           | 2010             | I-11           | II-11          | III-11 <sup>1</sup> |
|-------------------------------|------------------|------------------|----------------|------------------|----------------|----------------|---------------------|
| Mercado continuo              | 1.658.019        | 1.235.330        | 880.544        | 1.032.447        | 245.990        | 236.897        | 212.868             |
| Corros                        | 1.154            | 207              | 73             | 165              | 20             | 11             | 4                   |
| de los que SICAV <sup>2</sup> | 362              | 25               | 20             | 8                | 2              | 3              | 1                   |
| MAB <sup>3</sup>              | 6.985            | 7.060            | 5.080          | 4.145            | 880            | 1.134          | 1.000               |
| Segundo mercado               | 193              | 31,50255         | 3              | 3                | 1              | 0              | 0                   |
| Latibex                       | 868              | 757,88857        | 435            | 521              | 102            | 89             | 82                  |
| <b>Total bolsas</b>           | <b>1.667.219</b> | <b>1.243.387</b> | <b>886.135</b> | <b>1.037.282</b> | <b>246.992</b> | <b>238.131</b> | <b>213.953</b>      |

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

|  |      |      |      |      |      |      |      |
|--|------|------|------|------|------|------|------|
|  | 61,6 | 66,0 | 64,6 | 75,3 | 77,6 | n.d. | n.d. |
|--|------|------|------|------|------|------|------|

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados desde el 1 de julio hasta el 20 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.

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

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

CUADRO 8

|   | 2007          | 2008          | 2009          | 2010          | I-11         | II-11          | III-11 <sup>2</sup> |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|----------------|---------------------|
| <b>IMPORTES EFECTIVOS<sup>3</sup> (millones de euros)</b> | <b>69.955</b> | <b>16.349</b> | <b>11.391</b> | <b>16.013</b> | <b>3.237</b> | <b>4.797,6</b> | <b>6.323,4</b>      |
| Ampliaciones de capital                                   | 67.887        | 16.340        | 11.389        | 15.407        | 3.237        | 4.797,6        | 6.323,4             |
| De ellas, mediante OPS                                    | 8.503         | 292           | 17            | 959           | 0            | 3.696,4        | 8,4                 |
| Tramo nacional  | 4.821         | 292           | 15            | 62            | 0            | 3.696,3        | 8,4                 |
| Tramo internacional                                       | 3.681         | 0             | 2             | 897           | 0            | 0,1            | 0,0                 |
| Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)               | 2.068         | 10            | 2             | 606           | 0            | 0,0            | 0,0                 |
| Tramo nacional  | 1.517         | 10            | 2             | 79            | 0            | 0,0            | 0,0                 |
| Tramo internacional                                       | 551           | 0             | 0             | 527           | 0            | 0,0            | 0,0                 |
| <b>NÚMERO DE EXPEDIENTES<sup>4</sup></b>                  | <b>100</b>    | <b>54</b>     | <b>53</b>     | <b>69</b>     | <b>17</b>    | <b>23</b>      | <b>24</b>           |
| Ampliaciones de capital                                   | 91            | 53            | 53            | 67            | 17           | 22             | 24                  |
| De ellas, mediante OPS                                    | 8             | 2             | 2             | 12            | 0            | 3              | 3                   |
| De ellas, liberadas                                       | 19            | 18            | 11            | 15            | 2            | 5              | 6                   |
| Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)               | 12            | 2             | 1             | 3             | 0            | 1              | 0                   |

Fuente: CNMV.

- 1 Incorpora los importes de las emisiones admitidas a negociación sin publicar folletos de emisión.
- 2 Datos disponibles hasta el 20 de septiembre de 2011.
- 3 No se incluyen los importes registrados de las operaciones que no llegaron a realizarse.
- 4 Se incluyen todas las operaciones registradas aunque no llegaran a realizarse.

#### Recuadro 4: «Libro Verde de Gobierno Corporativo de la Comisión Europea»

El Libro Verde sobre Gobierno Corporativo publicado por la Comisión Europea (*Green Paper on the EU Corporate Governance Framework*) en abril de 2011 contiene varias iniciativas para mejorar el gobierno corporativo de las sociedades europeas, fundamentalmente, de aquellas que cotizan en mercados regulados. Estas iniciativas están contenidas en cuatro grandes capítulos en los que se estructura el documento de la Comisión Europea:

1. General: se señala la posibilidad de crear un régimen específico para pequeñas empresas y de promover códigos de Buen Gobierno para empresas no cotizadas.
2. Consejo de administración: se plantea la necesidad de reforzar la diversidad entre los miembros no ejecutivos, exigir profesionalidad, habilidades, conocimientos técnicos y experiencia adecuados, así como un mayor nivel de dedicación. También se aborda la necesidad de promover una mayor diversidad de género y la separación de la figura del presidente del consejo de la de primer ejecutivo de la sociedad. Por último, se propone que la transparencia de las retribuciones y las políticas retributivas, así como su votación en la Junta de accionistas, sean requisitos obligatorios.
3. Accionistas: la Comisión Europea reconoce que el marco actual de gobierno corporativo se asienta en la presunción de que los accionistas se implican en las compañías y son exigentes respecto al desempeño de sus gestores. Sin embargo, se ha observado que la mayoría de los accionistas son pasivos y con escasa vocación de permanencia. Por ello, la Comisión plantea un debate sobre posibles medidas para evitar esta pasividad, incrementar la implicación de los accionistas institucionales en el gobierno corporativo y fomentar una visión y una estrategia inversora de más largo plazo. También se plantea la posibilidad de incrementar la protección de los accionistas minoritarios frente a los accionistas de control, en situaciones tales como la realización de transacciones con partes vinculadas.
4. Aplicación del principio «cumplir o explicar»: la Comisión Europea se muestra crítica a este respecto, porque se han detectado situaciones en las que este principio no ha funcionado correctamente. Esto se produce, fundamentalmente, porque las explicaciones de las sociedades sobre la falta de seguimiento de los códigos adolecen de calidad informativa y porque los mecanismos de revisión de la correcta aplicación de los códigos son insuficientes. Por ello, el Libro Verde propone un mayor nivel de exigencia y la existencia de un verdadero seguimiento y análisis de la información ofrecida por las sociedades en sus informes de gobierno corporativo, adicional al que realizan los accionistas. La Comisión no se pronuncia sobre las funciones o el estatus legal que debería tener el órgano encargado de realizar el seguimiento, pero sí solicita opinión sobre sus funciones.

El periodo de consultas finalizó el 22 de julio. A partir de las respuestas recibidas, la Comisión Europea revisará el contenido de sus propuestas y tomará decisiones sobre posibles futuras iniciativas en este ámbito a nivel comunitario.

### 3.2 Los mercados de renta fija

La evolución de los mercados de renta fija nacionales ha venido determinada por los episodios de crisis de la deuda soberana europea, que alcanzaron su punto álgido a principios del mes de agosto, momento en el que los tipos de interés y la prima de riesgo de la deuda pública española marcaron máximos. La decisión del Banco Central Europeo de comprar deuda soberana de diferentes economías europeas en los mercados secundarios de deuda y la aprobación de otras medidas de carácter nacional contribuyeron a estabilizar la espiral alcista de las primas de riesgo soberano de un conjunto relativamente amplio de economías europeas a lo largo del mes de agosto que, con todo, permanecieron en niveles históricamente elevados. En septiembre, el rebrote de la desconfianza de los mercados asociado a la debilidad de la actividad económica mundial tensionó nuevamente los mercados de deuda, dando lugar a incrementos notables en la prima de riesgo soberano.

*En los mercados de renta fija nacionales, los tipos de interés y la prima de riesgo de la deuda pública marcaron máximos a principios de agosto.*

En este contexto, los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública, que habían descendido notablemente en el primer trimestre del año, repuntaron desde entonces hasta los primeros días de agosto, para descender en las semanas posteriores. Entre marzo y septiembre, los tipos de interés de las letras del Tesoro a tres, seis y doce meses aumentaron un promedio de 43, 92, y 100 puntos básicos, hasta niveles del 1,4%, 2,3% y 3,1% respectivamente (véase cuadro 9). Estos niveles son ligeramente inferiores a los observados a finales de 2010, coincidiendo con las turbulencias asociadas a la crisis de deuda irlandesa.

*Se incrementaron los tipos de interés de la deuda a corto plazo, tanto pública...*

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

CUADRO 9

|                                       | dic-08 | dic-09 | dic-10 | mar-11 | jun-11 | sep-11 |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Letras del Tesoro</b>              |        |        |        |        |        |        |
| 3 meses                               | 2,03   | 0,44   | 1,63   | 0,96   | 1,46   | 1,39   |
| 6 meses                               | 2,10   | 0,61   | 2,76   | 1,40   | 1,84   | 2,32   |
| 12 meses                              | 2,09   | 0,88   | 3,26   | 2,10   | 2,63   | 3,10   |
| <b>Pagarés de empresa<sup>2</sup></b> |        |        |        |        |        |        |
| 3 meses                               | 3,09   | 0,76   | 1,37   | 1,29   | 1,57   | 1,67   |
| 6 meses                               | 3,63   | 1,25   | 2,52   | 2,03   | 2,12   | 2,50   |
| 12 meses                              | 3,74   | 1,63   | 3,04   | 2,66   | 2,73   | 2,94   |

Fuente: Banco de España y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios. Los datos de septiembre alcanzan el día 20.

2 Tipos de interés de emisión.

Los tipos de interés de la renta fija privada a corto plazo, que habían caído con menos intensidad que los de la deuda pública en el primer trimestre del año<sup>8</sup>, crecieron también con menor vigor en el segundo y tercer trimestre. Así, en promedio, los tipos de interés de los pagarés de empresa a tres, seis y doce meses aumentaron 38, 47 y 28 puntos básicos, hasta niveles del 1,7%, el 2,5% y el 2,9% respectivamente.

*...como privada.*

8 De hecho, el promedio del tipo de interés de los pagarés a tres meses se incrementó levemente entre diciembre de 2010 y marzo de 2011.

Los tipos de la deuda pública a largo plazo, que marcaron máximos históricos desde 1997, se estabilizaron tras las compras de deuda por parte del BCE.

Los tipos interés de la deuda pública a largo plazo, que se habían estabilizado en los primeros meses del año y que incluso habían caído en los plazos de tres y cinco años, iniciaron una tendencia alcista en abril, que se intensificó notablemente en julio. En los primeros días de agosto, el tipo de interés del bono a diez años marcó máximos superiores al 6%, unos niveles que no se observaban desde noviembre de 1997. Desde entonces, y a raíz de las compras de deuda soberana efectuadas por el BCE en los mercados secundarios, los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo española y de otras economías europeas como la italiana, portuguesa, irlandesa y belga descendieron sustancialmente en pocos días (más de 130 p.b. en el caso de la deuda pública española). A principios de septiembre, los tipos de interés volvían a crecer, situándose en la fecha de cierre de este informe en niveles del 3,8%, el 4,5%, y el 5,2% en los plazos a tres, cinco y diez años respectivamente.

Los tipos de interés de la renta fija privada continuaron creciendo en septiembre.

La renta fija privada a largo plazo tuvo una evolución semejante a la de la deuda pública durante los primeros seis meses del año, con disminuciones del tipo de interés en el primer trimestre y aumentos en el segundo. A diferencia de la deuda pública, durante el tercer trimestre la rentabilidad de la deuda privada continuó creciendo. En conjunto, los tipos de interés de la deuda privada se incrementaron entre marzo y septiembre 111 p.b. en el plazo de tres años, 83 p.b. en el de cinco años y 98 p.b. en el de diez años, hasta alcanzar niveles del 4,9%, el 5,6% y el 7,0% respectivamente.

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

CUADRO 10

| %                         | dic-08 | dic-09 | dic-10 | mar-11 | jun-10 | sep-11 |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Renta fija pública</b> |        |        |        |        |        |        |
| 3 años                    | 3,05   | 1,95   | 3,87   | 3,41   | 4,07   | 3,82   |
| 5 años                    | 3,41   | 2,67   | 4,65   | 4,30   | 4,70   | 4,45   |
| 10 años                   | 3,86   | 3,75   | 5,38   | 5,25   | 5,48   | 5,22   |
| <b>Renta fija privada</b> |        |        |        |        |        |        |
| 3 años                    | 5,45   | 3,14   | 4,31   | 3,79   | 4,51   | 4,90   |
| 5 años                    | 5,99   | 4,30   | 5,44   | 4,75   | 5,40   | 5,58   |
| 10 años                   | 6,08   | 4,88   | 6,42   | 5,98   | 6,90   | 6,96   |

Fuente: Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios. Los datos de septiembre alcanzan el día 20.

El repunte de la prima de riesgo soberano española, y también de otras economías europeas...

Tras el descenso del diferencial del tipo de interés entre la deuda española y la alemana a largo plazo en los primeros meses del año hasta mínimos de 174 p.b.<sup>9</sup>, el incremento de la incertidumbre asociado a las dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas griegas y la extensión de la desconfianza a otras economías europeas dio lugar a un repunte de dicho diferencial, que alcanzó niveles máximos cercanos a 390 p.b. a principios de agosto<sup>10</sup>. Después del descenso de la prima de riesgo por debajo de los 300 p.b. a lo largo del mes de agosto, el nuevo aumento en la incertidumbre que comenzó en los primeros días de septiembre incrementó de nuevo la prima del bono soberano español hasta niveles superiores a los 360 p.b. (véase gráfico 16).

9 El 12 de abril.

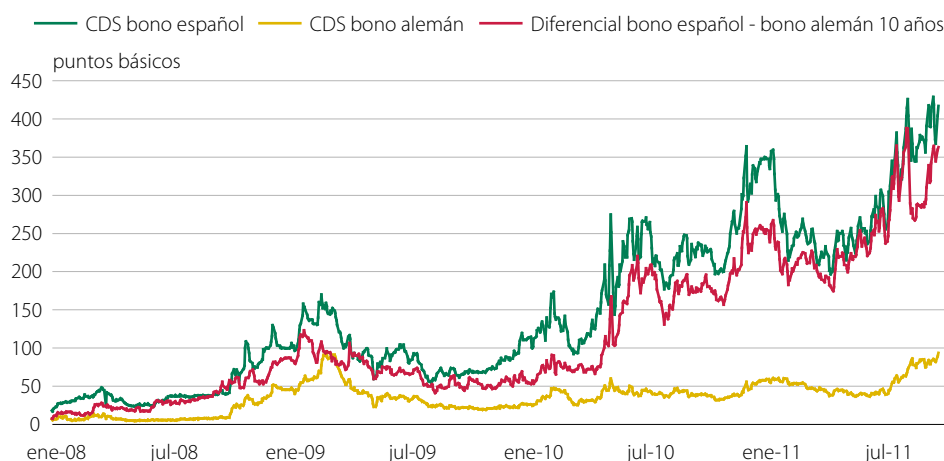
10 Los datos intradía llegaron a marcar puntualmente diferenciales superiores a los 400 p.b.

Como en otros episodios de turbulencias en los mercados de deuda europea, el efecto de contagio del riesgo soberano desde las economías más vulnerables hacia otras partes del área fue sustancial. De acuerdo a las estimaciones mostradas en el gráfico 5, en el caso español, más de 65% de la variabilidad de la prima de riesgo española imputable al flujo de nueva información podría haberse debido a *shocks* contemporáneos en el riesgo de crédito de Grecia. Este nivel de contagio fue similar al observado en el primer episodio de crisis griega, en mayo de 2010, en línea con las estimaciones correspondientes a otras economías europeas como Italia, Francia y Bélgica.

*...fue debido, en gran medida, el reflejo de las dudas acerca de la sostenibilidad de las finanzas públicas griegas...*

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

GRÁFICO 16



Fuente: Thomson Datastream.

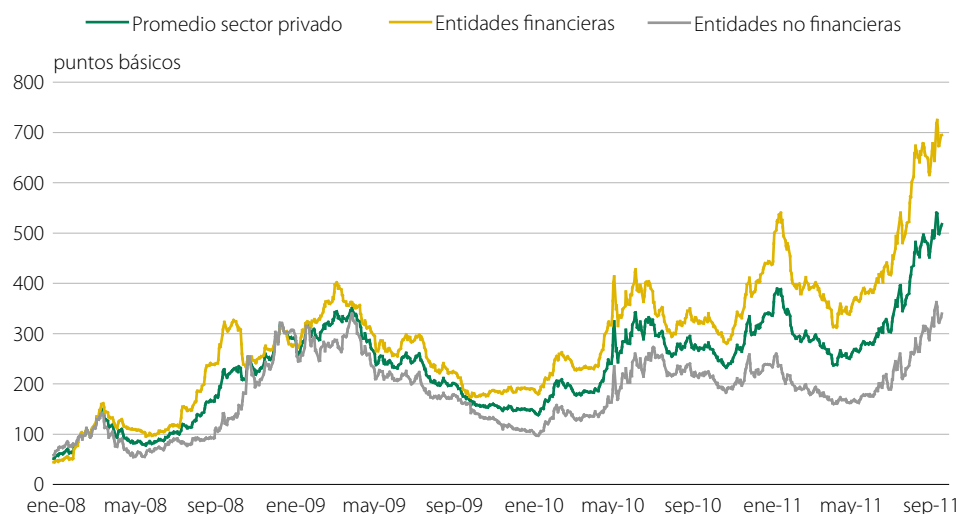
<sup>1</sup> Datos hasta el 20 de septiembre.

El fenómeno de contagio fue un factor determinante del comportamiento no sólo de las primas de riesgo soberano, sino también del de las entidades financieras de la zona, que, en el caso español, se vio además condicionado por el proceso de reestructuración del sector puesto en marcha. Como se observa en el gráfico 17, el promedio de las primas de los CDS de las entidades financieras españolas creció hasta máximos cercanos a los 700 p.b., frente a un promedio cercano a los 340 p.b. de las sociedades no financieras. El indicador sintético de contagio mostrado en el gráfico 18 revela que en los momentos de mayores turbulencias, una parte sustancial (en torno al 65%) de la variabilidad del promedio de los CDS de las entidades financieras españolas imputable al flujo de nueva información podría haberse debido a *shocks* contemporáneos en el riesgo soberano del bono español.

*...que también se extendió a las entidades financieras de la zona.*

## Prima de riesgo agregada<sup>1</sup> con información de CDS a cinco años de emisores españoles

GRÁFICO 17



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

<sup>1</sup> Media simple. Datos hasta el 20 de septiembre.

## Indicador de contagio soberano-financiero<sup>1</sup>

GRÁFICO 18



<sup>1</sup> El indicador de contagio muestra el porcentaje de la variación del promedio de los CDS de las entidades financieras españolas y del CDS del bono soberano español que no es debida a la información histórica de estos índices, sino a los shocks contemporáneos en los rendimientos de ambos. El indicador de contagio construido de esta manera toma valores más reducidos conforme aumenta la intensidad relativa del efecto que producen los shocks específicos de riesgo soberano sobre los CDS del sector financiero. Así, valores positivos del indicador señalarían la presencia de contagio neto desde el sector financiero al soberano mientras que valores negativos indicarían que el contagio procede del riesgo soberano. El valor de contagio un día dado se estima a partir de la información disponible a lo largo de los 60 días anteriores a la fecha actual y, además, la serie se filtra por medio de medias móviles a 30 días. Datos hasta el 20 de septiembre.



### Recuadro 5: «Mercados de titulización: recomendaciones del Joint Forum»

A mediados de 2010, el Joint Forum recibió un mandato para asesorar a los comités de sus organismos fundadores<sup>1</sup> y al Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) en el desarrollo de una serie de principios generales para el establecimiento de un marco regulatorio que permita un restablecimiento sostenible del mercado de la titulización.

En julio de 2011, el Joint Forum publicó un documento con las principales conclusiones del trabajo realizado en cumplimiento de ese mandato<sup>2</sup>. En el mismo se identifican los incentivos de los originadores, los emisores y los inversores para participar en el mercado de la titulización durante los años previos a la crisis financiera y se analiza cómo han cambiado estos incentivos desde entonces. Asimismo, el documento contiene una revisión de la literatura académica en este campo y un catálogo de las principales medidas regulatorias implementadas hasta el momento, incluyendo la valoración que hacen algunos de los principales miembros de la industria financiera internacional sobre las mismas, y cómo éstas podrían llegar a influir en el futuro devenir de estos mercados.

En el análisis del Joint Forum se reconocen explícitamente los beneficios potenciales de la titulización, aunque también se pone de manifiesto que son necesarias reformas que permitan corregir las distorsiones y excesos identificados a raíz de la crisis financiera. Con este propósito dual de, por un lado, reconocimiento de la conveniencia de estimular los mercados de titulización y, por el otro, corregir sus deficiencias, el documento del Joint Forum contiene una serie de recomendaciones dirigidas a las autoridades competentes. Con carácter general, este foro multilateral hace especial hincapié en la necesidad de conseguir un conjunto de normas que sean coherentes entre sí, aplicables globalmente, aunque teniendo en consideración las particularidades de los mercados locales, e implementables en un tiempo prudencial, reduciendo así la incertidumbre acerca del futuro marco regulatorio de la titulización.

Las principales recomendaciones concretas de este trabajo son las siguientes:

#### **1. Las autoridades deberían utilizar un conjunto de medidas amplio para corregir los conflictos de interés**

En concreto, el Joint Forum enumera una serie de actuaciones que podrían influir en este sentido:

- Retención de un tramo proporcional al riesgo puesto en circulación por parte de los originadores o promotores de las titulizaciones.
- Mejora de los estándares de calidad de los procedimientos de creación de activos que puedan ser titulizados.
- Asesoramiento a los inversores sobre el tipo de análisis que deben llevar a cabo para conseguir una valoración propia adecuada de los productos de titulización.

- Reforzamiento de las garantías otorgadas por los originadores o los promotores en relación con los procesos de creación de las carteras de activos titulizados.
- Elaboración de medidas para evitar que los inversores sustenten sus decisiones de manera mecánica en las calificaciones de las agencias de rating.
- Mejora de la documentación aneja a estas operaciones para que contenga las obligaciones de los asesores y los proveedores de servicios, incluyendo la forma de tratar los conflictos de interés que pudieran surgir.
- Emisión de recomendaciones o regulación sobre los esquemas de remuneración para que éstos estén ligados a la calidad y al comportamiento a largo plazo de los activos.

## **2. Las autoridades deberían promover un mayor nivel de transparencia en estos mercados**

Aumentar la información puesta a disposición de los inversores y los reguladores así como su legibilidad es, según el Joint Forum, un elemento clave para conseguir un restablecimiento sostenible del mercado de la titulización. Para ello, se contempla no sólo una actuación por parte del sector privado, sino que se aconseja una postura activa por parte de los reguladores, aumentando los requisitos normativos al respecto.

## **3. Las autoridades deberían apoyar la estandarización y la disminución de la complejidad de este tipo de productos financieros**

El Joint Forum reconoce que la estandarización y la reducción de la complejidad de las estructuras de titulización es un esfuerzo que deben liderar, conjuntamente, las instituciones financieras, como los originadores o estructuradores de estas operaciones, los despachos legales y los inversores, y al que las autoridades deben contribuir apoyando las iniciativas que surjan a este respecto. Los avances en este ámbito deberían contribuir a la disminución de las asimetrías de información y a la creación de un mercado secundario líquido para estos productos.

1 El Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (BCBS en sus siglas en inglés), la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO en sus siglas en inglés) y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS en sus siglas en inglés).

2 *Report on asset securitisation incentives*, disponible en <http://www.bis.org/publ/joint26.pdf>.

*Las turbulencias en los mercados de deuda soberana también tuvieron reflejo en el fuerte descenso de las emisiones de deuda privada...*

Las turbulencias en los mercados de deuda soberana europea también tuvieron una incidencia notable en la actividad de los mercados primarios de renta fija privada. El volumen de las emisiones registradas en la CNMV, que en la primera mitad del año había crecido un 26% hasta los 137 mil millones de euros, retrocedió sustancialmente en el tercer trimestre, hasta alcanzar algo más de 25 mil millones de euros, un 54% menos que en el mismo periodo de 2010, lo que dejó el importe total emitido acumulado en el año en 162 mil millones de euros, un 1,3% menos que en 2010 (véase cuadro 11). Las instituciones financieras continuaron siendo, prácticamente,

las únicas participantes en los mercados de renta fija, concentrando el 99% de los recursos obtenidos. La financiación vía pagarés siguió siendo la más utilizada, con emisiones por valor de 10.375 millones de euros, un 41% del volumen total emitido. Le siguieron en importancia las emisiones de bonos de titulización, que representaron un 29% del total, y las emisiones de cédulas, en sus dos variantes: hipotecarias (17%) y territoriales (10%).

El retroceso de las emisiones en el tercer trimestre del año fue generalizado entre los diferentes tipos de instrumentos financieros, salvo en el de cédulas territoriales. La emisión de bonos y obligaciones no convertibles, que en el tercer trimestre del año se redujo a 733 millones de euros (-43%) y en el conjunto del mismo a 6.631 millones de euros (-61%), es la categoría que se ha visto más afectada por las recientes turbulencias de los mercados financieros.

Por su parte, la emisión de bonos de titulización, que en los seis primeros meses del año mostraba una variación positiva respecto al mismo periodo de 2010, se redujo en el tercer trimestre del año hasta los 7.449 millones de euros (28.190 millones en el tercer trimestre de 2010), dejando una caída acumulada en el año del 3,3%. Los valores emitidos en este tipo de operaciones fueron retenidos en su totalidad por las entidades originadoras de los préstamos titulizados para ser utilizados, fundamentalmente, como garantía en las operaciones de financiación con el Eurosistema.

Las entidades financieras continuaron mostrando una mayor preferencia por la emisión de cédulas hipotecarias que, aunque también fueron algo modestas en el tercer trimestre del año, en el conjunto del mismo han superado los 42 mil millones de euros, ocho mil euros más que el total emitido en 2010. Finalmente, cabe señalar el mayor dinamismo de la emisión de cédulas territoriales, que mostraron variaciones positivas tanto en el tercer trimestre como en el conjunto del año.

La emisión de valores de renta fija en las plazas internacionales, que siguió siendo un recurso importante para las empresas españolas, mantuvo su peso específico en algo más de un tercio del volumen total emitido acumulado en el año, aunque también acusó un cierto retroceso en términos absolutos (véase cuadro 11). En concreto, hasta el 31 de julio, las emisiones de las empresas españolas en el exterior ascendían a 88.386 millones de euros, de las cuales 50.591 millones fueron pagarés y el resto bonos y obligaciones.

*...que fue generalizado entre los diferentes instrumentos financieros (excepto en las cédulas).*

*La emisión de bonos y obligaciones simples ha caído un 61% en el año y la de bonos de titulización un 3,3%, ...*

*...mientras que se observa una mayor preferencia por las cédulas hipotecarias.*

*La emisión de renta fija en el extranjero continuó siendo un recurso importante para las empresas españolas.*

## Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 11

| Registradas <sup>1</sup> en la CNMV          | 2007           | 2008           | 2009           | 2010           | 2011          |               |                           |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------------------|
|  |                |                |                |                | I-11          | II-11         | III-11 <sup>2</sup>       |
| <b>NÚMERO DE EMISIONES</b>                   | <b>335</b>     | <b>337</b>     | <b>512</b>     | <b>349</b>     | <b>88</b>     | <b>82</b>     | <b>44</b>                 |
| Cédulas hipotecarias                         | 32             | 47             | 75             | 88             | 32            | 29            | 8                         |
| Cédulas territoriales                        | 8              | 8              | 1              | 9              | 4             | 4             | 10                        |
| Bonos y obligaciones no convertibles         | 79             | 76             | 244            | 154            | 19            | 27            | 12                        |
| Bonos y obligaciones convertibles/canjeables | 0              | 1              | 6              | 3              | 6             | 1             | 0                         |
| Bonos de titulización                        | 101            | 108            | 76             | 36             | 10            | 9             | 7                         |
| Programas de pagarés                         | 107            | 88             | 73             | 59             | 15            | 12            | 7                         |
| De titulización                              | 3              | 2              | 2              | 2              | 0             | 1             | 0                         |
| Resto de pagarés                             | 104            | 86             | 71             | 57             | 15            | 11            | 7                         |
| Otras emisiones de renta fija                | 3              | 0              | 0              | 0              | 0             | 0             | 0                         |
| Participaciones preferentes                  | 5              | 9              | 37             | 0              | 2             | 0             | 0                         |
| <b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>   | <b>648.757</b> | <b>476.276</b> | <b>387.476</b> | <b>226.449</b> | <b>77.161</b> | <b>59.900</b> | <b>25.471</b>             |
| Cédulas hipotecarias                         | 24.696         | 14.300         | 35.574         | 34.378         | 19.254        | 18.980        | 4.250                     |
| Cédulas territoriales                        | 5.060          | 1.820          | 500            | 5.900          | 2.935         | 1.800         | 2.664                     |
| Bonos y obligaciones no convertibles         | 27.416         | 10.490         | 62.249         | 24.356         | 2.578         | 3.320         | 733                       |
| Bonos y obligaciones convertibles/canjeables | 0              | 1.429          | 3.200          | 968            | 682           | 1.500         | 0                         |
| Bonos de titulización                        | 141.627        | 135.253        | 81.651         | 63.261         | 26.585        | 11.168        | 7.449                     |
| tramo nacional                               | 94.049         | 132.730        | 77.289         | 62.743         | 23.706        | 10.130        | 7.449                     |
| tramo internacional                          | 47.578         | 2.522          | 4.362          | 518            | 2.879         | 1.038         | 0                         |
| Pagarés de empresa <sup>3</sup>              | 442.433        | 311.738        | 191.342        | 97.586         | 24.928        | 23.131        | 10.375                    |
| De titulización                              | 465            | 2.843          | 4.758          | 5.057          | 546           | 913           | 259                       |
| Resto de pagarés                             | 441.969        | 308.895        | 186.583        | 92.529         | 24.382        | 22.218        | 10.116                    |
| Otras emisiones de renta fija                | 7.300          | 0              | 0              | 0              | 0             | 0             | 0                         |
| Participaciones preferentes                  | 225            | 1.246          | 12.960         | 0              | 200           | 0             | 0                         |
| <b>Pro memoria:</b>                          |                |                |                |                |               |               |                           |
| Emisiones subordinadas                       | 47.158         | 12.950         | 20.989         | 9.154          | 5.408         | 4.207         | 1.640                     |
| Emisiones aseguradas                         | 86.161         | 9.170          | 4.794          | 299            | 10            | 0             | 0                         |
|  |                |                |                |                | 2011          |               |                           |
| <b>En el exterior por emisores españoles</b> | <b>2007</b>    | <b>2008</b>    | <b>2009</b>    | <b>2010</b>    | <b>I-11</b>   | <b>II-11</b>  | <b>III-11<sup>4</sup></b> |
| <b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>   | <b>103.631</b> | <b>112.366</b> | <b>149.686</b> | <b>127.731</b> | <b>48.148</b> | <b>34.121</b> | <b>6.117</b>              |
| A largo plazo                                | 65.629         | 39.894         | 47.230         | 51.107         | 21.511        | 13.920        | 2.364                     |
| Participaciones preferentes                  | 2.581          | 0              | 3.765          | 0              | 0             | 0             | 0                         |
| Obligaciones subordinadas                    | 8.984          | 70             | 2.061          | 0              | 0             | 0             | 0                         |
| Bonos y obligaciones                         | 53.327         | 39.360         | 41.404         | 50.807         | 21.511        | 13.920        | 2.364                     |
| Bonos de titulización                        | 736            | 464            | 0              | 300            | 0             | 0             | 0                         |
| A corto plazo                                | 38.003         | 72.472         | 102.456        | 76.624         | 26.637        | 20.201        | 3.753                     |
| Pagarés de empresa                           | 38.003         | 72.472         | 102.456        | 76.624         | 26.637        | 20.201        | 3.753                     |
| de titulización de activos                   | 12.119         | 425            | 108            | 248            | 97            | 75            | 0                         |

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

2 Datos disponibles hasta el 20 de septiembre.

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

4 Datos correspondientes al mes de julio.

## 4 Los agentes de los mercados

### 4.1 Vehículos de inversión

#### IIC de carácter financiero<sup>11</sup>

En línea con la tendencia iniciada en 2008, el patrimonio del conjunto de fondos de inversión se redujo un 2,5% durante los seis primeros meses de 2011, hasta alcanzar algo más de 140 mil millones de euros (véase cuadro 13). Este descenso tuvo su origen en el notable volumen de reembolsos netos, cercano a cinco mil millones de euros, que fue, no obstante, inferior al observado en semestres anteriores. Por su parte, el valor de los instrumentos de las carteras de los fondos de inversión en su conjunto aumentó ligeramente durante los dos primeros trimestres de 2011, aunque se observaron diferencias relevantes entre las distintas vocaciones. Así, la rentabilidad de los fondos de inversión de renta fija fue positiva durante todo el semestre, mientras que la rentabilidad de los fondos de renta variable experimentó avances durante el primer trimestre y retrocesos durante el segundo, en línea con la tendencia de las cotizaciones bursátiles en este periodo.

*El patrimonio de los fondos de inversión se redujo un 2,5% en el primer semestre de 2011 por los reembolsos...*

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

CUADRO 12

| Categoría                             | Suscripciones |               |               |               | Reembolsos    |               |               |               |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                                       | 3T10          | 4T10          | 1T11          | 2T11          | 3T10          | 4T10          | 1T11          | 2T11          |
| Rta. fija <sup>2</sup>                | 6.207         | 6.603         | 7.890         | 6.478         | 12.006        | 13.908        | 13.298        | 8.737         |
| Rta. fija mixta <sup>3</sup>          | 572           | 641           | 358           | 517           | 812           | 1.384         | 1.138         | 892           |
| Rta. vble. mixta <sup>4</sup>         | 119           | 255           | 270           | 346           | 168           | 317           | 267           | 446           |
| Rta. vble. euro <sup>5</sup>          | 291           | 335           | 575           | 524           | 452           | 534           | 595           | 454           |
| Rta. vble. Internacional <sup>6</sup> | 779           | 1.227         | 2.489         | 721           | 626           | 982           | 2.521         | 801           |
| Gar. rta. fija                        | 3.404         | 2.506         | 7.424         | 2.595         | 1.414         | 1.719         | 2.008         | 2.224         |
| Gar. rta. vble <sup>7</sup>           | 727           | 1.247         | 829           | 622           | 1.400         | 2.550         | 1.625         | 1.717         |
| Fondos globales                       | 265           | 1.767         | 1.534         | 836           | 383           | 1.581         | 507           | 598           |
| De gestión pasiva <sup>8</sup>        | 74            | 96            | 221           | 149           | 142           | 254           | 237           | 108           |
| Retorno absoluto <sup>8</sup>         | 959           | 1.334         | 1.166         | 382           | 1.039         | 1.350         | 1.332         | 1.290         |
| Fondos de IL                          | 21            | 31            | 30            | -             | 72            | 41            | 24            | -             |
| Fondos de IIC de IL                   | 14            | 10            | 2             | -             | 24            | 57            | -30           | -             |
| <b>Total</b>                          | <b>13.432</b> | <b>16.052</b> | <b>22.788</b> | <b>13.170</b> | <b>18.538</b> | <b>24.677</b> | <b>23.522</b> | <b>17.267</b> |

1 Fuente: CNMV. Datos estimados.

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

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

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

5 Incluye: Renta variable euro.

6 Incluye: Renta variable Internacional.

7 Incluye: GRV y Garantía parcial.

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

11 Las IIC de inversión libre y las IIC de IIC de inversión libre son IIC de carácter financiero, pero por sus características propias se describen en un subepígrafe específico para ellas.

*...que siguieron siendo particularmente intensos en las categorías de renta fija.*

Como puede observarse en el cuadro 12, la mayor parte de los reembolsos, especialmente durante el primer trimestre del año, se produjeron en los fondos de renta fija, que sufrieron una salida de recursos superior a los 7.600 millones de euros. Los fondos garantizados de renta variable también soportaron un volumen de reembolsos elevado (cerca de los 1.900 millones de euros). Por el contrario, las entradas netas de recursos en los fondos garantizados de renta fija fueron cercanas a los 5.800 millones de euros. También destacó el volumen de suscripciones en fondos globales, superior a los 1.250 millones de euros en los seis primeros meses de 2011. De esta forma, continuó el descenso de la importancia relativa de los fondos de renta fija y el aumento del peso de los de renta fija garantizada. Los primeros, que llegaron a suponer más del 50% del patrimonio total de los fondos, en junio de este año constituían el 35% del total y los fondos de renta fija garantizada, que anteriormente representaban una categoría relativamente menor, superaban el 23% del patrimonio total.

*El número de fondos y de partícipes continuó descendiendo entre diciembre de 2010 y junio de 2011.*

En cuanto al número de fondos, aunque durante el primer trimestre del año hubo un ligero aumento, éste acabó retrocediendo durante los seis primeros meses de 2011, si bien a un ritmo muy inferior al de los últimos años. Así, el número de fondos se redujo en 19 hasta alcanzar los 2.389. Esto se debió, principalmente, a las fusiones entre fondos de inversión que se siguen produciendo, aunque con menos intensidad que en trimestres anteriores. El número de partícipes también descendió entre enero y junio de 2011 hasta algo más de cinco millones, lo que supone una reducción del 2,3% en relación a diciembre de 2010. Esta tendencia fue generalizada entre vocaciones, a excepción de los fondos globales y los fondos garantizados de renta fija, cuyo número de partícipes aumentó un 17,4% y un 25,4%, respectivamente.

*El importe de los activos de liquidez reducida cayó desde el 7,4% del patrimonio total de los fondos en diciembre de 2010 hasta el 6,6% en junio de 2011.*

Los análisis más recientes sobre las condiciones de liquidez de los fondos de inversión en el ámbito de la cartera de renta fija privada muestran que durante los dos primeros trimestres de 2011 el volumen de activos de liquidez reducida se redujo de forma significativa, desde los 10.641 millones de euros a finales de 2010 hasta los 9.192 millones en junio de este año (véase cuadro 14). La importancia relativa de estos activos en relación al patrimonio total de los fondos de inversión descendió del 7,4% en diciembre de 2010 al 6,6% en junio de 2011, siguiendo la tendencia iniciada en 2009. La menor exposición a activos de liquidez reducida fue generalizada entre los diferentes tipos de activos contemplados, salvo en los de renta fija financiera de elevada calidad crediticia (*rating* AAA/AA), que mostraron un leve incremento. El 70% del descenso de la exposición a activos menos líquidos tuvo su origen en la caída del volumen de titulaciones de liquidez reducida, que pasó de 3.260 millones de euros a finales de 2010 a 2.246 millones de euros en junio de 2011.

| Número                                | 2008             | 2009             | 2010             | 2010             | 2011             |                  |                  |
|---------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
|                                       |                  |                  |                  | III              | IV               | I                | II               |
| <b>Total fondos de inversión</b>      | <b>2.912</b>     | <b>2.536</b>     | <b>2.408</b>     | <b>2.421</b>     | <b>2.408</b>     | <b>2.417</b>     | <b>2.389</b>     |
| Rta. fija <sup>1</sup>                | 629              | 582              | 537              | 540              | 537              | 543              | 530              |
| Rta. fija mixta <sup>2</sup>          | 195              | 169              | 160              | 162              | 160              | 158              | 152              |
| Rta. vble. mixta <sup>3</sup>         | 202              | 165              | 138              | 140              | 138              | 136              | 132              |
| Rta. vble. euro <sup>4</sup>          | 237              | 182              | 172              | 174              | 172              | 171              | 157              |
| Rta. vble. internacional <sup>5</sup> | 330              | 242              | 232              | 233              | 232              | 222              | 222              |
| Gar. rta. fija                        | 260              | 233              | 276              | 261              | 276              | 303              | 324              |
| Gar. rta. vble <sup>6</sup>           | 590              | 561              | 499              | 518              | 499              | 485              | 470              |
| Fondos globales                       | 469              | 187              | 192              | 189              | 192              | 197              | 203              |
| De gestión pasiva <sup>7</sup>        |                  | 69               | 61               | 61               | 61               | 61               | 57               |
| Retorno absoluto <sup>7</sup>         |                  | 146              | 141              | 143              | 141              | 141              | 142              |
| <b>Patrimonio (millones de euros)</b> |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| <b>Total fondos de inversión</b>      | <b>175.865,3</b> | <b>170.547,7</b> | <b>143.918,2</b> | <b>152.646,5</b> | <b>143.918,2</b> | <b>144.428,0</b> | <b>140.351,3</b> |
| Rta. fija <sup>1</sup>                | 92.813,1         | 84.657,2         | 56.614,6         | 64.102,1         | 56.614,6         | 51.565,6         | 49.449,9         |
| Rta. fija mixta <sup>2</sup>          | 5.803,0          | 8.695,5          | 7.319,0          | 8.109,9          | 7.319,0          | 6.570,0          | 6.251,9          |
| Rta. vble. mixta <sup>3</sup>         | 3.958,8          | 3.879,6          | 3.470,5          | 3.520,2          | 3.470,5          | 3.484,5          | 3.345,6          |
| Rta. vble. euro <sup>4</sup>          | 5.938,9          | 6.321,6          | 5.356,8          | 5.504,4          | 5.356,8          | 5.656,3          | 5.687,2          |
| Rta. vble. internacional <sup>5</sup> | 4.254,7          | 5.902,4          | 8.037,3          | 7.203,6          | 8.037,3          | 7.896,1          | 7.751,6          |
| Gar. rta. fija                        | 21.150,3         | 21.033,4         | 26.180,2         | 25.795,6         | 26.180,2         | 32.084,4         | 32.742,1         |
| Gar. rta. vble <sup>6</sup>           | 30.873,7         | 25.665,8         | 22.046,5         | 23.600,0         | 22.046,5         | 21.181,6         | 19.827,6         |
| Fondos globales                       | 11.072,8         | 3.872,5          | 4.440,3          | 4.093,9          | 4.440,3          | 5.481,7          | 5.718,1          |
| De gestión pasiva <sup>7</sup>        |                  | 3.216,6          | 2.104,8          | 2.323,6          | 2.104,8          | 2.193,0          | 2.172,2          |
| Retorno absoluto <sup>7</sup>         |                  | 7.303,0          | 8.348,1          | 8.393,2          | 8.348,1          | 8.314,8          | 7.405,1          |
| <b>Participes</b>                     |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| <b>Total fondos de inversión</b>      | <b>5.923.346</b> | <b>5.475.403</b> | <b>5.160.888</b> | <b>5.348.482</b> | <b>5.160.888</b> | <b>5.160.482</b> | <b>5.044.106</b> |
| Rta. fija <sup>1</sup>                | 2.204.652        | 2.041.487        | 1.622.664        | 1.745.366        | 1.622.664        | 1.525.292        | 1.466.938        |
| Rta. fija mixta <sup>2</sup>          | 277.629          | 290.151          | 270.341          | 280.230          | 270.341          | 251.992          | 238.275          |
| Rta. vble. mixta <sup>3</sup>         | 209.782          | 182.542          | 171.336          | 182.860          | 171.336          | 162.861          | 156.631          |
| Rta. vble. euro <sup>4</sup>          | 377.545          | 299.353          | 266.395          | 280.566          | 266.395          | 253.365          | 248.355          |
| Rta. vble. internacional <sup>5</sup> | 467.691          | 458.097          | 501.138          | 502.463          | 501.138          | 493.052          | 493.057          |
| Gar. rta. fija                        | 538.799          | 570.963          | 790.081          | 762.369          | 790.081          | 967.561          | 990.997          |
| Gar. rta. vble <sup>6</sup>           | 1.402.948        | 1.188.304        | 1.065.426        | 1.115.180        | 1.065.426        | 1.027.392        | 981.572          |
| Fondos globales                       | 444.300          | 88.337           | 105.719          | 110.538          | 105.719          | 114.244          | 124.088          |
| De gestión pasiva <sup>7</sup>        |                  | 85.403           | 90.343           | 93.049           | 90.343           | 85.254           | 82.371           |
| Retorno absoluto <sup>7</sup>         |                  | 270.766          | 277.445          | 275.861          | 277.445          | 279.469          | 261.822          |
| <b>Rentabilidad<sup>8</sup>(%)</b>    |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| <b>Total fondos inversión</b>         | <b>-4,21</b>     | <b>5,73</b>      | <b>0,35</b>      | <b>1,64</b>      | <b>-0,04</b>     | <b>0,95</b>      | <b>0,03</b>      |
| Rta. fija <sup>1</sup>                | 2,06             | 1,91             | 0,11             | 0,63             | -0,35            | 0,63             | 0,33             |
| Rta. fija mixta <sup>2</sup>          | -7,14            | 6,85             | -0,54            | 1,82             | -0,56            | 0,9              | 0,09             |
| Rta. vble. mixta <sup>3</sup>         | -22,21           | 16,47            | -0,98            | 4,67             | 0,78             | 2,23             | -0,31            |
| Rta. vble. euro <sup>4</sup>          | -39,78           | 32,41            | -2,94            | 10,11            | 1,27             | 6,11             | -0,45            |
| Rta. vble. internacional <sup>5</sup> | -41,71           | 37,28            | 14,22            | 5,35             | 8,01             | -0,49            | -1,15            |
| Gar. rta. fija                        | 3,29             | 3,81             | -0,67            | 0,89             | -1,28            | 0,89             | 0,36             |
| Gar. rta. vble <sup>6</sup>           | -2,61            | 3,56             | -1,79            | 1,20             | -1,45            | 0,71             | -0,48            |
| Fondos globales                       | -8,64            | 10,90            | 3,22             | 2,80             | 1,87             | 0,98             | -0,14            |
| De gestión pasiva <sup>7</sup>        |                  | -                | -2,36            | 6,32             | 0,31             | 3,74             | -0,30            |
| Retorno absoluto <sup>7</sup>         |                  | -                | 1,53             | 1,17             | 0,58             | 0,28             | -0,35            |

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

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

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

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

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

4 Incluye: Renta variable euro.

5 Incluye: Renta variable Internacional.

6 Incluye: GRV y Garantía parcial.

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

8 Rentabilidad anual para 2008, 2009 y 2010. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

| Tipo de activo                                       | Inversiones de liquidez reducida |              |              |                         |             |             |
|--|----------------------------------|--------------|--------------|-------------------------|-------------|-------------|
|  | Millones de euros                |              |              | % s/total de la cartera |             |             |
|  | dic-10                           | mar-11       | jun-11       | dic-10                  | mar-10      | jun-10      |
| Renta Fija Financiera de <i>rating</i> AAA/AA        | 4.374                            | 4.335        | 4.391        | 22,4                    | 22,5        | 22,8        |
| Renta Fija Financiera de <i>rating</i> inferior a AA | 2.798                            | 2.702        | 2.384        | 23,7                    | 23,3        | 20,6        |
| Renta Fija no Financiera                             | 218                              | 190          | 171          | 3,8                     | 4,7         | 4,2         |
| Titulizaciones                                       | 3.260                            | 2.567        | 2.246        | 61,0                    | 56,8        | 49,7        |
| Titulización AAA                                     | 1.429                            | 919          | 609          | 62,8                    | 74,3        | 49,3        |
| Resto titulizaciones                                 | 1.831                            | 1.648        | 1.636        | 59,7                    | 50,2        | 49,8        |
| <b>Total</b>   | <b>10.651</b>                    | <b>9.794</b> | <b>9.192</b> | <b>29,2</b>             | <b>28,1</b> | <b>26,0</b> |
| <b>% sobre patrimonio FI</b>                         | <b>7,4</b>                       | <b>6,8</b>   | <b>6,6</b>   |                         |             |             |

Fuente: CNMV.

#### Recuadro 6: «Circular 3/2011, de 9 de junio, por la que se modifican las vocaciones de las IIC»

La Circular 3/2011, de 9 de junio (BOE 27 de junio), modifica parcialmente la Circular 1/2009, de 4 de febrero, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora. El doble objetivo de esta modificación, que entró en vigor dos meses después de su publicación en el BOE, es adecuar la definición de la vocación monetaria a la definición armonizada que estableció el Comité Europeo de Reguladores (CESR), reemplazado desde comienzos de 2011 por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), e introducir algunas mejoras técnicas.

Respecto a los cambios referentes a la vocación monetaria, una de las novedades más importantes de la modificación de la Circular está relacionada con la definición armonizada de las IIC monetarias, que incorpora los trabajos desarrollados por CESR (véase el documento CESR/10-049). Como consecuencia de esta nueva definición, se sustituye la vocación monetaria establecida en la Circular 1/2009 por dos nuevas vocaciones: «monetario a corto plazo» y «monetario». El objetivo de este cambio es evitar que coexistan definiciones diferentes entre los países de la Unión Europea y conseguir así una protección del inversor homogénea dentro del área, proporcionando una información más clara sobre este tipo de IIC.

Aunque la vocación de fondos monetarios a corto plazo tiene mayores restricciones en cuanto a duración y vencimiento que la de fondos monetarios, ambas comparten varias características: no mantienen exposición a renta variable, riesgo divisa ni materias primas, tienen como objetivo mantener el principal y obtener una rentabilidad acorde con los tipos del mercado monetario, aceptan suscripciones y reembolsos diariamente, e invierten en instrumentos del mercado monetario y depósitos que cumplan lo establecido en el artículo 36.1 a), e) y h) del RIIC y en el artículo 16 de la Orden EHA/888/2008 de derivados. Todos honestos instrumentos deben ser de elevada calidad a juicio de la gestora, teniendo en cuenta, al menos, la calidad crediticia del activo (si la tuviera), el tipo de activo, el riesgo de contraparte y operacional en los instrumentos financieros estructurados



y el perfil de liquidez de los activos. En cuanto a la calidad crediticia, se exige, como mínimo, una calificación crediticia de A2 a corto plazo (de acuerdo a la escala de Standard & Poor's) o equivalente por todas las agencias que hayan calificado el activo. Si el activo no tuviera calificación crediticia específica, se exige una calidad equivalente a juicio de la gestora.

Las características particulares de cada vocación se resumen a continuación:

- Monetario a corto plazo: podrá invertir en otras IIC que cumplan con la definición de monetario a corto plazo, la duración media de la cartera será igual o inferior a 60 días, el vencimiento medio de la cartera será igual o inferior a 120 días y el vencimiento legal residual de los activos será igual o inferior a 397 días.
- Monetario: podrá invertir en IIC que cumplan tanto con la definición de monetario a corto plazo como con la de monetario, la duración media de la cartera será igual o inferior a seis meses, el vencimiento medio de la cartera será igual o inferior a doce meses, el vencimiento legal residual de los activos será igual o inferior a dos años, siempre que el plazo para la revisión del tipo de interés sea igual o inferior a 397 días, y podrá invertir en deuda soberana con calificación crediticia mínima BBB- (de acuerdo a la escala de Standard & Poor's), o equivalente, emitida por una o más agencias reconocidas.
- La Circular también introduce algunas mejoras técnicas para el cómputo de los porcentajes de inversión de renta fija y de renta variable de las vocaciones inversoras. Así, se indica que se tendrá en cuenta la exposición total del fondo, es decir, tanto las inversiones al contado como las de derivados. Asimismo, las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera de la zona del euro y el riesgo divisa también se considerarán en términos de exposición total.
- Finalmente, a efectos del cálculo de la exposición total, no se considera que exista exposición adicional cuando las inversiones en instrumentos financieros de contado o derivados se materialicen, entre otras, en emisiones de deuda pública de un Estado que cumpla los requisitos establecidos en el artículo 38.2 b) del RIIC o las adquisiciones temporales sobre dichos activos, en ambos casos con vencimiento inferior a tres meses, y siempre y cuando el emisor goce de una elevada calidad crediticia.

## IIC inmobiliarias

El entorno en el que operan las IIC inmobiliarias sigue siendo complejo, debido a la continuidad del ajuste del sector inmobiliario nacional y al fuerte incremento del volumen de reembolsos efectuados por los partícipes desde 2008. Los datos más recientes (de julio de 2011) muestran que el número total de fondos inmobiliarios (FII) ascendía a siete, la misma cifra que en diciembre de 2010<sup>12</sup>. No obstante, tan

*Las dificultades que han experimentado las IIC de carácter inmobiliario han reducido el tamaño del sector sustancialmente...*

---

12 De hecho, a finales de 2010 había ocho FII que permanecían en el registro, pero uno de ellos se había dado efectivamente de baja en diciembre. La baja en el registro de este fondo se produjo en julio de 2011.

sólo cinco de ellos continuaban activos, uno más que a finales del año anterior, debido al levantamiento de la suspensión de los reembolsos que se produjo en marzo en uno de ellos. En cuatro de los cinco fondos activos, una parte significativa de su patrimonio permanecía en manos de inversores pertenecientes al grupo financiero de la gestora del fondo (estos porcentajes oscilaban entre el 45% y el 98%). Todos los fondos activos tuvieron una o dos ventanas de liquidez durante la primera parte del año, que se atendieron con relativa comodidad.

*...dejando sólo cinco fondos activos.*

Como se observa en el cuadro 15, el patrimonio de los FII descendió durante los primeros siete meses del año, aunque con menos intensidad que en los tres años precedentes, especialmente en 2008. Concretamente, el patrimonio ascendía en julio de 2011 a 5.983 millones de euros, un 2,2% por debajo de la cifra de finales de 2010. El número de partícipes se redujo de forma sustancial (un 58%) hasta alcanzar los 31.591. Cabe mencionar, no obstante, que este elevado descenso se debió principalmente a un fondo en el que, después de finalizar el periodo de suspensión de los reembolsos, el grupo financiero de la gestora permitió que los partícipes que lo desearan abandonaran el fondo, suscribiendo el importe necesario para atender las solicitudes de reembolso. Por otro lado, la rentabilidad de los fondos inmobiliarios continuó siendo negativa, aunque no mostró retrocesos tan elevados como en trimestres anteriores.

*La evolución de las sociedades de inversión inmobiliarias ha sido más estable.*

Las sociedades de inversión inmobiliarias (SII) presentaron una evolución similar a la de los FII durante el mismo periodo, aunque ésta fue algo más suave, con un descenso del patrimonio total superior a los tres millones de euros entre enero y julio de 2011, hasta situarse en 317 millones de euros. El número de accionistas y de instituciones, por su parte, se mantuvo constante en 943 y ocho, respectivamente.

### Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 15

|                                | 2007    | 2008   | 2009   | 2010   |        | 2011   |        |                  |
|--------------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------------|
|                                |         |        |        | 2010   | IV     | I      | II     | III <sup>2</sup> |
| <b>FONDOS</b>                  |         |        |        |        |        |        |        |                  |
| Número <sup>1</sup>            | 9       | 9      | 8      | 7      | 7      | 7      | 7      | 7                |
| Partícipes                     | 145.510 | 97.390 | 83.583 | 75.280 | 75.280 | 33.747 | 31.963 | 31.591           |
| Patrimonio (millones de euros) | 8.609   | 7.407  | 6.465  | 6.116  | 6.116  | 6.083  | 5.995  | 5.983            |
| Rentabilidad (%)               | 1,3     | 0,7    | -8,3   | -4,7   | -0,9   | -0,67  | -0,65  | -0,23            |
| <b>SOCIEDADES</b>              |         |        |        |        |        |        |        |                  |
| Número                         | 9       | 9      | 8      | 8      | 8      | 8      | 8      | 8                |
| Accionistas                    | 843     | 937    | 928    | 943    | 943    | 943    | 943    | 943              |
| Patrimonio (millones de euros) | 513     | 372    | 309    | 322    | 322    | 320    | 318    | 317              |

Fuente: CNMV.

1 IIC que han remitido estados reservados.

2 Datos de julio de 2011. En este caso, la rentabilidad corresponde a la del mes de julio.

## IIC de inversión libre

Las instituciones de inversión libre han mostrado un comportamiento heterogéneo a lo largo de la crisis, que ha sido comparativamente peor para el conjunto de las IIC de IIC de inversión libre. De hecho, desde los máximos de 2008, las magnitudes más representativas de estas entidades no han dejado de retroceder. En concreto, el número de instituciones ha caído desde 40 en 2008 hasta 27 a mediados de 2011<sup>13</sup>, su patrimonio lo ha hecho desde los 1.021 millones de euros hasta los 650 millones en el mismo periodo y el número de partícipes prácticamente ha quedado reducido a la mitad (desde 8.151 en 2008 hasta 4.181 en mayo de 2011). La rentabilidad conjunta de estas instituciones, que fue cercana al 8% en 2009, descendió hasta el 3,1% en 2010 y se redujo hasta valores muy cercanos a cero en 2011.

*Las IIC de IIC de IL siguen mostrando un comportamiento relativamente peor que el de las IIC de IL...*

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

CUADRO 16

|                                      | 2007    | 2008    | 2009  | 2010  |       | 2011  |       | II <sup>2</sup> |
|--------------------------------------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|
|                                      |         |         |       | 2010  | III   | IV    | I     |                 |
| <b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b> |         |         |       |       |       |       |       |                 |
| Número <sup>1</sup>                  | 31      | 40      | 38    | 28    | 33    | 28    | 28    | 27              |
| Partícipes                           | 3.950   | 8.151   | 5.321 | 4.404 | 4.901 | 4.404 | 4.240 | 4.181           |
| Patrimonio (millones de euros)       | 1.000,6 | 1.021,3 | 810,2 | 694,9 | 726,8 | 694,9 | 667,2 | 650,3           |
| Rentabilidad (%)                     | -0,43   | -17,8   | 7,85  | 3,15  | -0,1  | 2,13  | -0,01 | -0,03           |
| <b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>        |         |         |       |       |       |       |       |                 |
| Número <sup>1</sup>                  | 21      | 24      | 29    | 33    | 33    | 33    | 33    | 35              |
| Partícipes                           | 1.127   | 1.589   | 1.917 | 1.852 | 1.925 | 1.852 | 1.958 | 1.984           |
| Patrimonio (millones de euros)       | 445,8   | 539,4   | 652,0 | 646,2 | 639,3 | 646,2 | 693,5 | 719,0           |
| Rentabilidad (%)                     | 0,84    | -4,82   | 14,94 | 5,37  | 2,97  | 3,11  | 1,79  | 1,18            |

Fuente: CNMV.

1 Entidades que han remitido estados reservados.

2 Datos hasta mayo. La rentabilidad corresponde a los meses de abril y mayo.

Por su parte, las IIC de inversión libre, que experimentaron un cierto retroceso a raíz de la crisis, parecen haber iniciado una nueva etapa de expansión, que se ha traducido en el incremento del número de instituciones registradas, del número de partícipes y de su patrimonio desde los primeros meses de 2011. La rentabilidad que presentan las IIC de IL es persistentemente superior a las de las IIC de IIC de IL. Como se observa en el cuadro 16, el número de estas instituciones se ha incrementado progresivamente cada año desde su nacimiento. A mediados de 2011, había 35 IIC de IL registradas en la CNMV, dos más que a finales de 2010, y seis más que en 2009. Por su parte, el patrimonio y el número de partícipes agregado de estas instituciones, que presentó leves retrocesos en 2010, volvió a mostrar avances de cierta intensidad en los dos primeros trimestres de 2011. A mediados de este año, el patrimonio de estas instituciones ascendía a 719 millones de euros (646 a finales de 2010) y el número de partícipes a 1.984 (1.852 a finales de 2010).

*...que incluso parecen estar en una incipiente etapa expansiva.*

13 Un total de siete IIC de IIC de IL estaba en proceso de liquidación en la fecha de cierre de este informe (aunque cinco entidades más habían comunicado a la CNMV su intención de hacerlo).

### **Recuadro 7: «Asesoramiento de ESMA a la Comisión Europea para el desarrollo del nivel 2 de la Directiva de Gestores de Fondos Alternativos»**

A finales de 2010, la Comisión Europea solicitó el asesoramiento de ESMA para la preparación del nivel 2 de medidas contempladas en la Directiva de Gestores de Fondos Alternativos (Alternative Investment Funds Managers Directive o AIFMD). Como resultado del trabajo realizado, ESMA ha publicado durante el verano un documento a consulta que recoge el borrador de asesoramiento elaborado, de forma que se puedan recabar las opiniones de los sectores interesados y se remita el asesoramiento definitivo a la Comisión Europea el 15 de noviembre de 2011. De este modo, durante 2012 la Comisión Europea, con base en el asesoramiento recibido, realizará las propuestas formales de nivel 2 de la Directiva, y todo el paquete legislativo podrá entrar en vigor a mediados de 2013.

El borrador de asesoramiento de ESMA desarrolla los preceptos de la Directiva sobre el ámbito de aplicación de la misma, los requisitos organizativos de las gestoras de fondos alternativos, el régimen de los depositarios, los requisitos de transparencia y las normas sobre apalancamiento. Asimismo, ESMA ha desarrollado los preceptos de la Directiva relativos a las relaciones con terceros países y a la cooperación supervisora. A continuación se detallan los principales contenidos del borrador de asesoramiento.

#### **Ámbito de aplicación de la Directiva**

De acuerdo con el mandato de la Comisión, el documento contiene propuestas para calcular la cifra de activos gestionados a efectos de determinar si las gestoras traspasan o no los umbrales para la aplicación de la Directiva (100 millones de euros o 500 millones de euros en fondos cerrados no apalancados). En este sentido, el borrador propone que los activos gestionados se calculen al menos anualmente con el último valor liquidativo (*net asset value*) y que se tenga en cuenta el apalancamiento. También se precisa el tratamiento de las situaciones en las que las gestoras que sólo están sometidas a obligaciones de registro e información por estar debajo de los umbrales, superan éstos (se considerará que la superación no es temporal si se prolonga más de tres meses). Finalmente se concretan las obligaciones de registro de las entidades que están por debajo de los umbrales y el procedimiento si estas entidades se quieren someter voluntariamente a la AIFMD (procedimiento *opt-in*).

#### **Requisitos organizativos**

Respecto a los requisitos organizativos de los gestores de fondos alternativos, el borrador de asesoramiento se ha basado en los requisitos definidos en la Directiva de UCITS y en la MiFID, pero con los ajustes necesarios para su aplicabilidad a los gestores alternativos (teniendo en cuenta al mismo tiempo la diversidad de los distintos tipos de fondos alternativos). De este modo, el borrador recoge propuestas sobre requisitos organizativos en general, gestión de riesgos, gestión de liquidez y conflictos de interés.

En relación a la obligación establecida en el nivel 1 de que las gestoras de fondos alternativos dispongan de recursos adicionales para cubrir riesgos potenciales

derivados de negligencia profesional, se proponen dos opciones que recogerían fundamentalmente el carácter diferenciado del sector de la gestión alternativa, a fin de no aplicar directamente el régimen de la Directiva de Solvencia, que no tiene en cuenta las especificidades de estos gestores. De este modo, las dos opciones son las siguientes: el 0,01% de los activos gestionados, o bien el 0,0015% de los activos gestionados y el 2% de los ingresos de gestión.

Finalmente, se introducen propuestas sobre valoración (principios generales y la posibilidad de que los activos no financieros se valoren al menos una vez al año), sobre inversión en titulizaciones por los fondos alternativos (requisitos que deben cumplir tanto el originador como la gestora para que los fondos gestionados puedan invertir en titulizaciones, requisitos que se trasladarán también a las UCITS) y sobre delegaciones (se dan dos opciones sobre los criterios objetivos que justifican la delegación: que la gestora demuestre que mejora la gestión o administración del fondo, o que se consideren una serie de criterios predeterminados).

### **Depositarios**

La propuesta precisa, por un lado, las funciones de supervisión y vigilancia de los depositarios y, por otro, sus funciones de depositaria propiamente dicha (custodia de activos, registro de activos no custodiables y control adecuado del efectivo en terceras entidades). En relación al control del efectivo, se proponen dos opciones: una que exige al depositario información simultánea de todos los movimientos de estas cuentas, así como de las conciliaciones, y otra que sólo requiere que el depositario verifique los procedimientos de conciliación. Respecto a los activos no custodiables, también se dan dos opciones en esta misma línea.

Además se concreta el régimen de responsabilidad del depositario establecido en la Directiva (debe reponer los activos custodiados siempre y cuando no se trate de pérdidas debidas a acontecimientos externos que son inevitables a pesar de todos sus esfuerzos), y se realizan propuestas para la delimitación de eventos internos y externos a efectos de establecer la responsabilidad del depositario.

### **Transparencia y apalancamiento**

Se definen los métodos para medir el apalancamiento, proponiéndose tres opciones: un método que mida el apalancamiento bruto, otro basado en el método del compromiso de las UCITS y un tercero libre a elegir por la gestora si resulta más adecuado. También se definen los requisitos de información periódica a autoridades e inversores. A este respecto, se establece la obligación de remitir un informe trimestral a las autoridades, de modo que ESMA pueda atender las peticiones de información que reciba de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (European Systemic Risk Board, ESRB) sobre los fondos alternativos.

## IIC extranjeras comercializadas en España

*El volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España se ha reducido un 3% en el primer semestre del año...*

El volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España creció un 2,6% en el primer trimestre del año y retrocedió un 5,5% en el segundo trimestre, dejando el descenso acumulado en el primer semestre en el 3%, hasta un nivel de 35.582 millones de euros. En valor absoluto, el retroceso del patrimonio de las IIC extranjeras (1.100 millones de euros) representó la tercera parte de la caída del patrimonio total de las IIC españolas en dicho semestre. Por su parte, el número de instituciones comercializadas creció progresivamente desde 660 a finales de 2010 hasta 695 en junio.

*...lo que sugiere una cierta atenuación de su papel como activo sustituto de las IIC españolas.*

El retroceso reciente del volumen del patrimonio de estas instituciones sugiere que la tendencia a sustituir IIC españolas de cierto riesgo por IIC extranjeras observada en trimestres anteriores parece haberse atenuado en 2011.

## Perspectivas

*La competencia con los depósitos bancarios condicionará la evolución de la industria en los próximos trimestres.*

Las perspectivas sobre la evolución de la industria de la inversión colectiva doméstica siguen sometidas a un elevado grado de incertidumbre como consecuencia de la intensidad del volumen de reembolsos que los partícipes siguen efectuando, en un marco de elevada aversión al riesgo. De hecho, los recursos obtenidos con las desinversiones en fondos de renta fija se están materializando, al menos parcialmente, en otros instrumentos de menor riesgo percibido, como los fondos garantizados de renta fija y los depósitos bancarios, que siguen ejerciendo una gran competencia sobre estos productos. Las necesidades de liquidez de las entidades financieras, que les ha llevado a aumentar el atractivo relativo de los depósitos bancarios en términos de rentabilidad, continuarán presionando a la industria de fondos de inversión en el corto plazo. A favor del sector juegan las ganancias de competitividad que se derivan del intenso proceso de fusiones de fondos de los últimos años y el incremento de su eficiencia, como consecuencia de la disminución de los gastos de explotación de sus sociedades gestoras.

## 4.2 Empresas de servicios de inversión

*La actividad de las ESI continuó lastrada por la inestabilidad de los mercados financieros.*

La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) en los seis primeros meses de 2011 continuó viéndose afectada por la inestabilidad presente en los mercados financieros, impidiendo la recuperación de los ingresos derivados de la prestación de los servicios más típicos de estas entidades. El ligero incremento de los resultados agregados de las ESI (1,4%) estuvo relacionado, fundamentalmente, con la percepción de ingresos extraordinarios y con la contención de los gastos de explotación. Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo holgadas.

*El beneficio agregado de las sociedades de valores creció un 1,7% en el primer semestre por los resultados extraordinarios,...*

En el caso de las sociedades de valores, el beneficio agregado antes de impuestos ascendió a 151 millones de euros en el primer semestre del año, un 1,7% más que en el mismo período de 2010. El avance interanual de los beneficios tuvo su origen, principalmente, en el incremento de los resultados extraordinarios, ya que las fuentes de ingresos más recurrentes (comisiones) siguieron retrocediendo y los gastos, particularmente las amortizaciones y otras dotaciones, aumentaron (véase cuadro 17). Además, el fuerte incremento de la incidencia del impuesto sobre los beneficios (superior al 82%) hizo retroceder el resultado neto del ejercicio un 8,2%, hasta los 121 millones, en 2011.

Las comisiones percibidas por las sociedades de valores cayeron un 1% en los seis primeros meses del año, hasta los 419 millones de euros. Las comisiones asociadas a la tramitación y ejecución de órdenes de compraventa de valores retrocedieron un 7% hasta los 285 millones de euros, en línea con la caída de la negociación en los mercados de renta variable. Con todo, esta rúbrica siguió siendo la más importante, ya que concentró casi el 70% del total de las comisiones percibidas. Destacó asimismo el crecimiento de las comisiones percibidas por asesoramiento en materia de inversión, un 51% hasta los 37 millones de euros, y por gestión de carteras, un 24% hasta los 7,9 millones de euros. Las comisiones recibidas por comercializar IIC descendieron un 2,8% en términos interanuales hasta los 31,3 millones de euros.

...mientras que las comisiones percibidas por estas entidades continuaron retrocediendo.

## Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (2010)

CUADRO 17

|  | Sociedades de valores |                |             | Agencias de valores |               |              | S. gestoras de cartera |              |              |
|--|-----------------------|----------------|-------------|---------------------|---------------|--------------|------------------------|--------------|--------------|
|  | jun-10                | jun-11         | % var.      | jun-10              | jun-11        | % var.       | jun-10                 | jun-11       | % var.       |
| Importe en miles de euros                              |                       |                |             |                     |               |              |                        |              |              |
| 1. Margen de intereses                                 | 43.915                | 52.973         | 20,6        | 732                 | 1.144         | 56,2         | 165                    | 293          | 77,7         |
| 2. Comisiones netas                                    | 279.871               | 275.520        | -1,6        | 56.876              | 50.423        | -11,4        | 5.967                  | 3.840        | -35,6        |
| 2.1. Comisiones percibidas                             | 423.657               | 419.375        | -1,0        | 65.412              | 57.899        | -11,5        | 11.440                 | 9.123        | -20,3        |
| 2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes              | 306.583               | 285.047        | -7,0        | 21.791              | 19.345        | -11,2        | -                      | -            | -            |
| 2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones         | 2.906                 | 2.830          | -2,6        | 610                 | 1.181         | 93,5         | -                      | -            | -            |
| 2.1.3. Depósito y anotación de valores                 | 11.218                | 10.887         | -3,0        | 186                 | 191           | 2,5          | -                      | -            | -            |
| 2.1.4. Gestión de carteras                             | 6.366                 | 7.911          | 24,3        | 8.808               | 6.760         | -23,3        | 9.218                  | 8.323        | -9,7         |
| 2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión           | 24.477                | 37.047         | 51,4        | 1.291               | 2.634         | 104,1        | 719                    | 800          | 11,2         |
| 2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes               | 7                     | 184            | 2.722,1     | 115                 | 538           | 367,8        | -                      | -            | -            |
| 2.1.7. Operaciones de crédito al mercado               | 5                     | 4              | -15,2       | 10                  | 13            | 30,5         | -                      | -            | -            |
| 2.1.8. Comercialización de IIC                         | 32.261                | 31.359         | -2,8        | 12.004              | 11.097        | -7,6         | 26                     | 0            | -100,0       |
| 2.1.9. Otras   | 39.834                | 44.104         | 10,7        | 20.596              | 16.141        | -21,6        | 1.477                  | 0            | -100,0       |
| 2.2. Comisiones satisfechas                            | 143.785               | 143.855        | 0,1         | 8.536               | 7.476         | -12,4        | 5.473                  | 5.283        | -3,5         |
| 3. Resultado de inversiones financieras                | 76.990                | 38.782         | -49,6       | -104                | -54           | 48,1         | 65                     | 233          | 257,6        |
| 4. Diferencias de cambio netas                         | -38.210               | -5.344         | 86,0        | 278                 | -225          | -            | 16                     | -14          | -189,1       |
| 5. Otros productos y cargas de explotación             | 1.437                 | 171            | -88,1       | -654                | -1.081        | -65,3        | -173                   | -5           | 97,1         |
| <b>MARGEN BRUTO</b>                                    | <b>364.004</b>        | <b>362.102</b> | <b>-0,5</b> | <b>57.128</b>       | <b>50.207</b> | <b>-12,1</b> | <b>6.040</b>           | <b>4.347</b> | <b>-28,0</b> |
| 6. Gastos de explotación                               | 209.760               | 212.791        | 1,5         | 50.836              | 43.433        | -14,6        | 4.543                  | 3.616        | -20,4        |
| 7. Amortizaciones y otras dotaciones                   | 1.776                 | 6.538          | 268,2       | 1.430               | 1.209         | -15,4        | 86                     | 54           | -37,2        |
| 8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros | 3.159                 | -1             | -           | -32                 | -3            | 90,7         | 0                      | 0            | -            |
| <b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>                        | <b>149.310</b>        | <b>142.774</b> | <b>-4,4</b> | <b>4.894</b>        | <b>5.568</b>  | <b>13,8</b>  | <b>1.411</b>           | <b>677</b>   | <b>-52,0</b> |
| 9. Otras ganancias y pérdidas                          | -929                  | 8.100          | -           | 551                 | 275           | -50,1        | -6                     | 0            | 100,0        |
| <b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>                    | <b>148.381</b>        | <b>150.874</b> | <b>1,7</b>  | <b>5.445</b>        | <b>5.843</b>  | <b>7,3</b>   | <b>1.405</b>           | <b>677</b>   | <b>-51,8</b> |
| 10. Impuesto sobre beneficios                          | 16.200                | 29.472         | 81,9        | 1.003               | 554           | -44,8        | 234                    | 187          | -20,2        |
| <b>RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS</b>            | <b>132.181</b>        | <b>121.402</b> | <b>-8,2</b> | <b>4.443</b>        | <b>5.289</b>  | <b>19,1</b>  | <b>1.170</b>           | <b>490</b>   | <b>-58,1</b> |
| 11. Resultado de actividades interrumpidas             | 0                     | 0              | -           | 0                   | 0             | -            | 0                      | 0            | -            |
| <b>RESULTADO NETO DEL EJERCICIO</b>                    | <b>132.181</b>        | <b>121.402</b> | <b>-8,2</b> | <b>4.443</b>        | <b>5.289</b>  | <b>19,1</b>  | <b>1.170</b>           | <b>490</b>   | <b>-58,1</b> |

Fuente: CNMV.

*El margen bruto de estas entidades se mantuvo en niveles similares al de 2010.*

El margen bruto agregado obtenido por las sociedades de valores en el primer semestre del año se mantuvo en niveles similares a los de 2010, al descender apenas un 0,5% hasta los 362 millones de euros. La estabilidad del margen bruto fue el resultado de la compensación que se produjo entre los movimientos opuestos de sus distintos componentes. Así, los descensos que se observaron en los ingresos por comisiones y en el resultado por operaciones financieras fueron compensados por el avance del margen de intereses y la sensible reducción de las pérdidas asociadas a las diferencias de cambio. A pesar de la estabilidad del margen bruto, el resultado de explotación descendió un 4,4% hasta los 142,7 millones de euros, como consecuencia del aumento de los gastos de explotación (1,5%) y, sobre todo, del incremento de la partida de amortizaciones y otras dotaciones.

*El beneficio agregado de las agencias de valores creció un 7% entre enero y junio por la contención de los gastos de explotación.*

Las **agencias de valores**, por su parte, obtuvieron unos beneficios antes de impuestos de 5,8 millones de euros durante los seis primeros meses de 2011, lo que supone un incremento del 7% respecto al mismo semestre de 2010. Como viene sucediendo desde hace varios ejercicios, la mejora de los resultados tuvo su origen en la reducción de los gastos de explotación, que descendieron un 15% en tasa interanual, hasta los 43 millones de euros. Esta reducción de costes compensó el retroceso del margen bruto (de un 12%, hasta los 50,2 millones de euros) y permitió un avance del resultado de explotación cercano al 14%, hasta los 5,6 millones de euros. Las comisiones percibidas por estas entidades, que forman el núcleo del margen bruto, descendieron más de un 11% en el periodo de referencia, con caídas de ingresos en la mayoría de los servicios de inversión prestados por estas entidades.

*Los resultados de las sociedades gestoras de cartera se vieron afectados por el aumento de las bajas en el sector.*

Finalmente, el beneficio agregado de las **sociedades gestoras de cartera** se redujo más de un 50% en el primer semestre del año hasta los 677 mil euros, como consecuencia, fundamentalmente, de la baja de una entidad de gran tamaño. El sector cuenta actualmente sólo con seis entidades, dos menos que hace un año. El margen bruto agregado descendió un 28% hasta los 4,3 millones (en 2010 fue de seis millones), motivado casi en su totalidad por la caída de los ingresos por comisiones, que actualmente se reducen a las comisiones por gestión de carteras y asesoramiento financiero. Tanto el margen de intereses como los resultados de inversiones financieras se incrementaron notablemente, un 78% y un 258% respectivamente, aunque su importancia relativa fue muy reducida en el total. Los gastos de explotación cayeron un 20,4%, hasta los 3,6 millones de euros.

*La rentabilidad sobre los fondos propios de las entidades (ROE) se mantuvo constante en el 15%...*

En línea con la tendencia de los resultados acumulados hasta junio de 2011, la rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios<sup>14</sup> (ROE) para el conjunto de las ESI se mantuvo en el mismo nivel que en el primer semestre de 2010, es decir, en el 15%. Por tipos de entidades, cabe señalar la estabilidad en términos interanuales de la rentabilidad conjunta de las sociedades de valores, en el 15,4%, el aumento de la rentabilidad de las agencias de valores, desde el 9% en 2010 hasta el 10,7% en 2011

---

14 El ROE se ha calculado como:

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

donde:

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



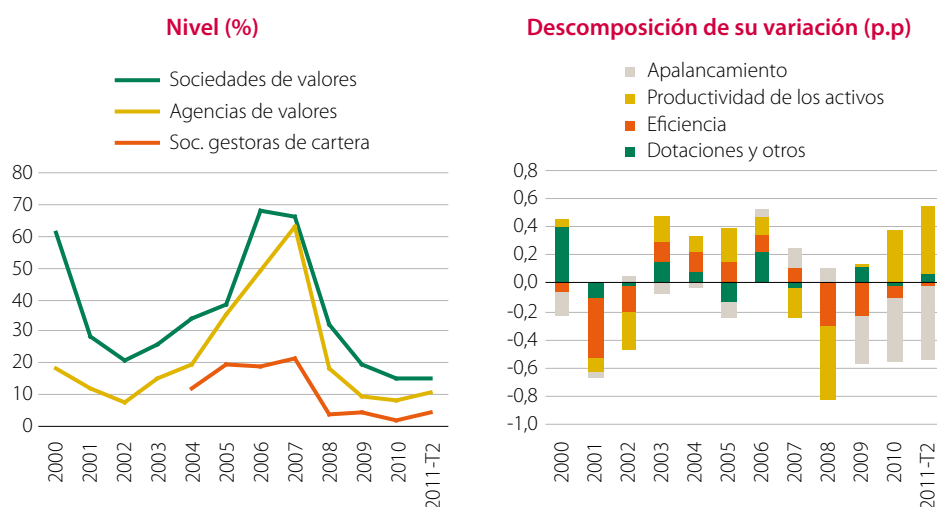
y, finalmente, el descenso de la rentabilidad de las sociedades gestoras de cartera desde el 7,2% hasta el 4,2%.

La descomposición de la variación de la rentabilidad<sup>15</sup> de las sociedades y agencias de valores en el primer semestre de 2011 muestra una tendencia muy similar en cuanto a la contribución de cada uno de los componentes a la que ya se observaba en 2009 y 2010, aunque con distinta magnitud. Como se aprecia en el gráfico 19 (panel derecho), el estancamiento de la rentabilidad se debió a la compensación del efecto positivo de la productividad de los activos por parte del efecto negativo procedente de la reducción del apalancamiento, mientras que el resto de los factores apenas contribuyeron a la variación de la rentabilidad.

*...ya que el efecto positivo del incremento de la productividad de los activos fue compensado por el menor apalancamiento.*

## ROE antes de impuestos de las ESI

GRÁFICO 19



Fuente: CNMV.

Como se observa en el gráfico 20, el número de entidades en pérdidas aumentó desde las 23 a finales de 2010 hasta las 30 a mediados de junio (13 SV, 16 AV y 1 SGC). Un año antes, en junio de 2010, había 34 entidades en pérdidas (15 SV, 16 AV y 3 SGC), de las cuales 21 seguían con resultados negativos un año después (9 SV, 11 AV y 1 SGC). A pesar del incremento del número de entidades en pérdidas en los últimos seis meses, el volumen agregado de dichas pérdidas disminuyó un 26%, hasta los 9 millones de euros.

*El número de ESI en pérdidas aumentó, si bien el volumen medio de las mismas tendió a reducirse...*

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

$$ROE = \frac{B^0 \text{ antes impuestos}}{\text{Fondos Propios}} = \frac{B^0 \text{ antes impuestos}}{\text{Rdo. Explotación}} (1) \times \frac{\text{Rdo. Explotación}}{\text{M. Bruto}} (2) \times \frac{\text{M. Bruto}}{\text{Activo}} (3) \times \frac{\text{Activo}}{\text{Fondos Propios}} (4)$$

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.

## Número de ESI en pérdidas

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

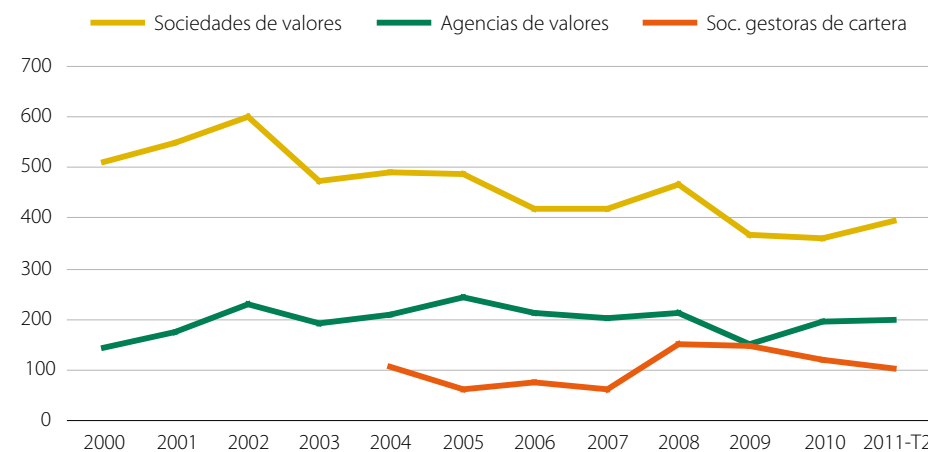
*...en un marco en el que las condiciones de solvencia continuaron siendo holgadas.*

Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo satisfactorias en el primer semestre de 2011, lo que muestra una buena adaptación de las entidades a los nuevos y más exigentes requisitos de recursos propios incluidos en la nueva normativa de solvencia, que entró en vigor en 2009. Así, como se observa en el gráfico 21, el exceso de recursos propios de las sociedades de valores a mediados de año era 3,9 veces superior al volumen de recursos exigido (3,7 veces en junio de 2010), unos niveles similares a los existentes antes de entrar en vigor la nueva normativa. Por su parte, el exceso de recursos propios de las agencias de valores también se incrementó levemente, aunque permaneció en niveles inferiores al de las sociedades de valores. Este exceso era dos veces superior al requerido por la normativa (1,8 veces en junio de 2010). En cambio, el margen de solvencia de las sociedades gestoras de cartera descendió ligeramente en los seis primeros meses del año. En junio de 2011, el exceso de recursos propios de estas entidades era prácticamente igual al volumen de los recursos exigidos. Al cierre del primer semestre de 2011, tal y como sucedió a mediados de 2010, no había ninguna entidad con déficit de recursos propios.

## Margen de solvencia de las ESI

GRÁFICO 21

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



Fuente: CNMV.

Las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) son un tipo de ESI cuya actividad comenzó en 2009 al amparo de la transposición a nuestro ordenamiento jurídico de la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID), que únicamente puede prestar el servicio de asesoramiento en materia de inversión. Como se observa en el cuadro 18, a mediados de 2011 el número de entidades de este tipo registradas en la CNMV ascendía a 64, doce más que a finales de 2010 y casi el doble que hace un año. La expansión de este sector se observa tanto en el notable incremento del número de contratos suscritos (3.278 en junio de 2011, frente a los 2.430 en diciembre) como del volumen de patrimonio asesorado, que en el primer semestre del año creció un 5,2% hasta alcanzar casi los 17 mil millones de euros. Los clientes profesionales concentraban el 3,3% del número total de los contratos suscritos y el 87% del patrimonio asesorado por las EAFI, como resultado del elevado importe del patrimonio a asesorar por contrato (136 millones de euros en promedio por contrato en los clientes profesionales frente a los 700 mil euros por contrato en el caso de los clientes minoristas). Las comisiones percibidas por las EAFI en el primer semestre del año superaron los 14 millones de euros, frente a los 7,7 millones del mismo periodo del año anterior.

*Continuó el proceso de expansión de la actividad de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI).*

La evolución reciente de los resultados del conjunto de las ESI ha mejorado ligeramente, tal y como se ha apuntado en ediciones anteriores de este informe. Sin embargo, las bases de su recuperación no son, por el momento, suficientemente sólidas ni tienen que ver con el crecimiento de los ingresos percibidos por la actividad típica de estas entidades. El nuevo descenso de la contratación en los mercados financieros, la prolongada atonía de las emisiones en los mercados primarios y la fragilidad de la industria de la inversión colectiva están haciendo que las entidades estén dando una mayor importancia a otras líneas de negocio, como el asesoramiento financiero o la gestión de carteras que, no obstante, continúan teniendo una importancia relativamente reducida en el negocio. Aunque las condiciones de solvencia del sector siguen siendo holgadas y hay elementos que contribuyen positivamente a la evolución de los resultados de estas entidades, tales como la contención de los gastos de explotación, sobre todo, en las agencias de valores, o el descenso de su grado de apalancamiento, lo cierto es que hasta que las condiciones en los mercados financieros no se normalicen y se avance con más firmeza en el proceso de reestructuración del sector, las perspectivas para estas entidades no son demasiado favorables. Con todo, no parece probable que se vuelvan a repetir caídas en los resultados tan severas como en las primeras fases de la crisis.

*Aunque los resultados del conjunto de las ESI han mejorado ligeramente, las bases de su recuperación siguen siendo débiles.*

## Principales magnitudes de las empresas de asesoramiento financiero

CUADRO 18

| Importes en millones de euros             | 2009         |               | 2010         |               | 2011          |               |
|---|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
|   | 2009         | 2010          | II           | I             | II            | I             |
| <b>NÚMERO DE ENTIDADES</b>                | <b>16</b>    | <b>52</b>     | <b>16</b>    | <b>36</b>     | <b>52</b>     | <b>64</b>     |
| <b>PATRIMONIOS ASESORADOS<sup>1</sup></b> | <b>1.411</b> | <b>16.122</b> | <b>1.411</b> | <b>11.930</b> | <b>16.122</b> | <b>16.968</b> |
| 1. Clientes minoristas                    | 364          | 1.709         | 364          | 1.164         | 1.709         | 2.091         |
| 2. Clientes profesionales                 | 1.047        | 14.321        | 1.047        | 10.746        | 14.321        | 14.787        |
| 3. Otros                                  | 0            | 92            | 0            | 19            | 92            | 91            |
| <b>NÚMERO DE CONTRATOS</b>                | <b>317</b>   | <b>2.430</b>  | <b>317</b>   | <b>1.789</b>  | <b>2.430</b>  | <b>3.278</b>  |
| 1. Clientes minoristas                    | 293          | 2.343         | 293          | 1.732         | 2.343         | 3.161         |
| 2. Clientes profesionales                 | 24           | 80            | 24           | 53            | 80            | 109           |
| 3. Otros                                  | 0            | 7             | 0            | 4             | 7             | 8             |

1 Datos a final de periodo. Periodicidad semestral.

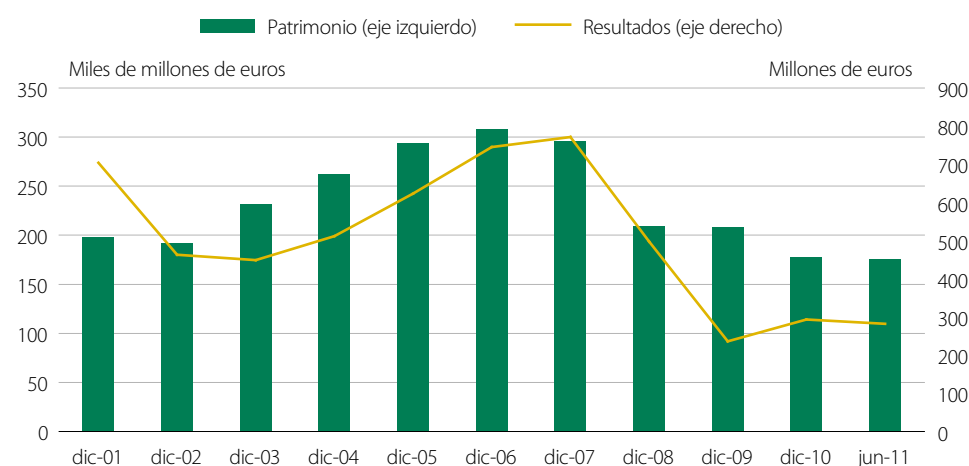
### 4.3 Sociedades gestoras de IIC (SGIIC)

*El patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) descendió un 1,2% en el primer semestre del año...*

Durante el primer semestre de 2011, el patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) descendió un 1,2%, hasta los 175,5 mil millones de euros. Este retroceso, algo superior a los dos mil millones de euros, fue mucho menos intenso que en ejercicios anteriores<sup>16</sup>, aunque mantuvo el volumen de la industria en los niveles de finales de la década de los noventa (véanse gráfico 22 y cuadro 19).

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

GRÁFICO 22



Fuente: CNMV. El dato de resultados de junio de 2011 ha sido anualizado.

*...dando lugar a un descenso de los beneficios agregados del 3,8%.*

En línea con el comportamiento del patrimonio gestionado, los beneficios agregados antes de impuestos de estas entidades descendieron un 3,8% en el primer semestre del año, hasta los 282 millones de euros<sup>17</sup>. Las comisiones de gestión percibidas por las SGIIC también disminuyeron ligeramente, hasta el 0,87% del patrimonio en junio de 2011 (véase cuadro 19). La rentabilidad agregada sobre fondos propios se mantuvo prácticamente estable en torno al 20%. En este marco, el número de entidades en pérdidas se situó en 35 a finales de junio de 2011, una más que en diciembre del año anterior. No obstante, el importe total de estas pérdidas, como ya sucedió en 2010, se redujo aproximadamente a la mitad (diez millones de euros en términos anualizados).

*El proceso de reestructuración del sistema financiero doméstico está teniendo cierta repercusión en estas entidades.*

Durante la primera mitad de 2011, las sociedades gestoras de IIC continuaron el proceso de racionalización de su oferta de fondos de inversión que viene observándose desde hace varios trimestres, con múltiples fusiones entre productos. El proceso de reestructuración del sector financiero doméstico está dando lugar, asimismo, a la reorganización de algunas SGIIC. De hecho, de las cinco bajas de entidades que se produjeron durante los seis primeros meses de 2011, tres de ellas fueron el resultado de este proceso.

16 El mayor descenso de patrimonio desde que comenzó la crisis se produjo en 2008, con una caída superior a los 87 mil millones de euros respecto a 2007.

17 Beneficios anualizados.

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

CUADRO 19

Importes en millones de euros

|                            | Patrimonio gestionado | Ingresos por comisiones de gestión de IIC | Comisión media de gestión de IIC (%) | Ratio de comisiones (%) <sup>1</sup> |
|----------------------------|-----------------------|---|--------------------------------------|--------------------------------------|
| 2002                       | 192.099               | 2.259                                     | 1,18                                 | 72,7                                 |
| 2003                       | 231.458               | 2.304                                     | 1,00                                 | 73,8                                 |
| 2004                       | 262.132               | 2.670                                     | 1,02                                 | 73,6                                 |
| 2005                       | 293.973               | 2.976                                     | 1,01                                 | 72,2                                 |
| 2006                       | 308.476               | 3.281                                     | 1,06                                 | 71,5                                 |
| 2007                       | 295.922               | 3.194                                     | 1,08                                 | 70,5                                 |
| 2008                       | 209.014               | 2.302                                     | 1,10                                 | 70,8                                 |
| 2009                       | 203.379               | 1.702                                     | 0,84                                 | 68,6                                 |
| 2010                       | 177.676               | 1.622                                     | 0,91                                 | 68,1                                 |
| 2011 (junio <sup>2</sup> ) | 175.458               | 1.532                                     | 0,87                                 | 67,0                                 |

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), desde finales de 2010 se han dado de alta trece entidades de capital-riesgo y se han dado de baja diez. En los tres primeros trimestres del año, el número de fondos de capital-riesgo (FCR) y el de sociedades gestoras de ECR creció, en términos netos, en tres y cuatro entidades respectivamente, hasta alcanzar las 111 en el caso de los FCR y las 79 en el caso de las gestoras. Por el contrario, el número de sociedades de capital-riesgo (SCR) sufrió un leve retroceso, desde 150 a finales de 2010 hasta 146 en septiembre de 2011, debido al elevado número de bajas (nueve).

*El número de entidades de capital-riesgo continuó al alza entre enero y septiembre de 2011.*

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

CUADRO 20

|                              | Situación a 31/12/2010 | Altas | Bajas | Situación a 20/09/2011 |
|------------------------------|------------------------|-------|-------|------------------------|
| Entidades                    | 333                    | 13    | 10    | 336                    |
| Fondos de capital-riesgo     | 108                    | 4     | 1     | 111                    |
| Sociedades de capital-riesgo | 150                    | 5     | 9     | 146                    |
| Sociedades gestoras de ECR   | 75                     | 4     | 0     | 79                     |

Fuente: CNMV.

Las estadísticas anuales sobre las entidades inscritas en la CNMV revelan que el patrimonio total de los FCR ascendió en 2010 a un total de 3.751 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 18,2% respecto a la cifra de 2009 (véase cuadro 21). La distribución del patrimonio por tipo de inversor revela que la presencia de inver-

*El patrimonio total de los fondos de capital-riesgo creció un 18% en 2010...*

sores institucionales continuó siendo mayoritaria. Así, el porcentaje del patrimonio total de los FCR en manos de personas jurídicas ascendió al 95% en 2010, prácticamente la misma proporción que en 2009 (95,6%), mientras que el de las personas físicas se redujo al 5%. En el conjunto de las personas jurídicas, destacó la presencia de las cajas de ahorro y de las sociedades no financieras en el patrimonio de los FCR, con porcentajes de participación cercanos al 15% en ambos casos. Le siguieron en importancia las Administraciones Públicas (13%), los fondos de pensiones (11%) y las entidades extranjeras. Los porcentajes de participación de los diferentes tipos de inversores mostraron variaciones poco relevantes entre 2009 y 2010.

*...mientras que el capital social de las sociedades de capital-riesgo se redujo un 4,2% en el mismo periodo.*

Por su parte, el capital social de las SCR se situó en 3.954 millones de euros a finales de 2010, lo que supone un descenso del 4,2% respecto a las cifras de 2009. La importancia relativa de los suscriptores del capital de estas entidades estuvo mucho más concentrada respecto a los FCR. Así, las sociedades no financieras ostentaron la mayor participación en estas sociedades, con un 38,4% del capital total a finales de 2010, por encima del 34,8% de 2009. Les siguieron en importancia relativa las inversiones de las cajas de ahorro, con un 23,5% del total en 2010 (19,9% en 2009), las de otras entidades financieras, con un 16,6% en 2010 (17,4% en 2009) y, finalmente, las de los bancos, con un 10,2%. La participación de estos últimos, tanto en términos absolutos como relativos, en el capital de las SCR disminuyó sensiblemente en 2010.

*Los datos del primer semestre de 2011 indican que el sector estaría dando señales de un mayor dinamismo...*

Según los datos de la Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo (ASCRI) correspondientes al primer semestre de 2011, el sector estaría dando señales de un mayor dinamismo. Así, el volumen de inversión efectuado por las compañías de capital-riesgo en el primer semestre del año ascendió a 1.938 millones de euros, un nivel similar al alcanzado en el primer semestre de 2007, antes del inicio de la crisis, y un 66% más que en el mismo periodo de 2010. Las operaciones realizadas por fondos internacionales siguen siendo especialmente relevantes para este sector; de hecho, el volumen de inversión paneuropea concentró el 65% del volumen total invertido. El 60% de las operaciones, cuyo número total (387) varió poco respecto a 2010, pertenecieron a capital expansión, el 34% a *venture capital* y el 4% a operaciones apalancadas. Los mayores volúmenes de inversión fueron efectuados en los sectores relacionados con la medicina y la salud (24%), otros servicios (23%), productos y servicios industriales (17%) y productos de consumo (14%).

**Entidades de capital-riesgo: patrimonio por tipo de inversor**

CUADRO 21

| Importes en millones de euros           | FCR             |                 | SCR             |                 |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|   | 2009            | 2010            | 2009            | 2010            |
| <b>Personas físicas</b>                 |                 |                 |                 |                 |
| Residentes                              | 139,34          | 183,89          | 79,07           | 81,81           |
| No residentes                           | 1,80            | 2,54            | 0,39            | 0,59            |
| <b>Personas jurídicas</b>               |                 |                 |                 |                 |
| Bancos                                  | 207,38          | 226,40          | 551,92          | 402,42          |
| Cajas de ahorros                        | 490,57          | 547,46          | 819,37          | 929,81          |
| Fondos de pensiones                     | 357,41          | 413,29          | 25,23           | 10,35           |
| Compañías de seguros                    | 77,39           | 95,02           | 15,83           | 16,20           |
| Sociedades y agencias de valores        | 0,00            | 0,00            | 0,89            | 0,00            |
| Instituciones de inversión colectiva    | 22,39           | 26,02           | 8,20            | 8,28            |
| Entidades de capital riesgo nacionales  | 49,46           | 68,46           | 64,39           | 25,42           |
| Entidades de capital riesgo extranjeras | 247,67          | 296,70          | 50,53           | 44,87           |
| Administraciones públicas               | 372,65          | 494,53          | 132,44          | 133,80          |
| Fondos soberanos                        | 26,02           | 33,17           | 0,00            | 0,00            |
| Otras empresas financieras              | 263,84          | 292,51          | 717,45          | 657,82          |
| Empresas no financieras                 | 460,91          | 538,34          | 1.436,89        | 1.520,16        |
| Entidades extranjeras                   | 347,26          | 395,53          | 36,34           | 44,45           |
| Otros                                   | 108,15          | 137,22          | 187,13          | 78,46           |
| <b>TOTAL</b>                            | <b>3.172,24</b> | <b>3.751,08</b> | <b>4.126,07</b> | <b>3.954,44</b> |

Fuente: CNMV.

La información más reciente relativa a este sector parece apuntar a una cierta consolidación de su recuperación. Sin embargo, a pesar de que la inversión del sector ha crecido sustancialmente en los últimos meses y que, aunque lentamente, han empezado a aparecer operaciones de gran tamaño, lo cierto es que la dificultad que se mantiene en el acceso a la financiación bancaria continúa lastrando una recuperación más intensa del mismo.

*...si bien las dificultades de acceso a la financiación bancaria impiden una recuperación más intensa del mismo.*





## II Informes y análisis



# Rentabilidad de los fondos de inversión españoles: un análisis de sus determinantes

M<sup>a</sup> Isabel Cambón Murcia (\*)

(\*) M<sup>a</sup> Isabel Cambón Murcia pertenece al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV. Este artículo está basado en el Documento de Trabajo nº 48 de la CNMV, elaborado por la misma autora y con el mismo título.



# 1 Introducción

La industria de los fondos de inversión (FI) tiene un papel importante dentro del sistema financiero, ya que proporciona la posibilidad de canalizar el ahorro de diferentes tipos de inversores hacia instrumentos financieros de diversos mercados y de acceder a una gestión profesional. Existe un debate recurrente, reflejado en numerosos trabajos académicos, sobre la capacidad de este sector de generar rentabilidad a sus clientes por encima del mercado. Una parte importante de esta literatura que ha tratado de evaluar la rentabilidad de los fondos de inversión ha utilizado alguna referencia de mercado, bien para comparar directamente con ella la rentabilidad de los fondos, bien para construir alguna medida de rendimiento sobre la que extraer conclusiones. La evidencia encontrada por estos trabajos tanto en el ámbito internacional como en el doméstico ha sido indicativa, en términos de que los fondos de inversión (sobre todo de renta variable) no parecen capaces de superar el rendimiento del mercado elegido<sup>1</sup>. Sin embargo, a pesar de este tipo de resultado, lo cierto es que la industria ha vivido un periodo de expansión intensa en el ámbito nacional e internacional a lo largo de las últimas décadas, que resultaría difícil de comprender si las rentabilidades de estos fondos no fueran generalmente razonables (véase el gráfico 1). Esta aparente paradoja ha servido de motivación a numerosos trabajos que han investigado los factores explicativos de la rentabilidad de los fondos de inversión o identificado determinados comportamientos inversores que no están dirigidos exclusivamente por consideraciones de rentabilidad/riesgo en sentido estricto.

El análisis que se presenta en este artículo parte de la motivación anterior pero no compara la rentabilidad de los fondos de inversión españoles con ninguna referencia o *benchmark*, sino que intenta explicar dicha rentabilidad en función de algunas variables relevantes de estas instituciones como, por ejemplo, la volatilidad, las rentabilidades pasadas, las comisiones aplicadas, el tamaño del fondo o de la gestora, la

---

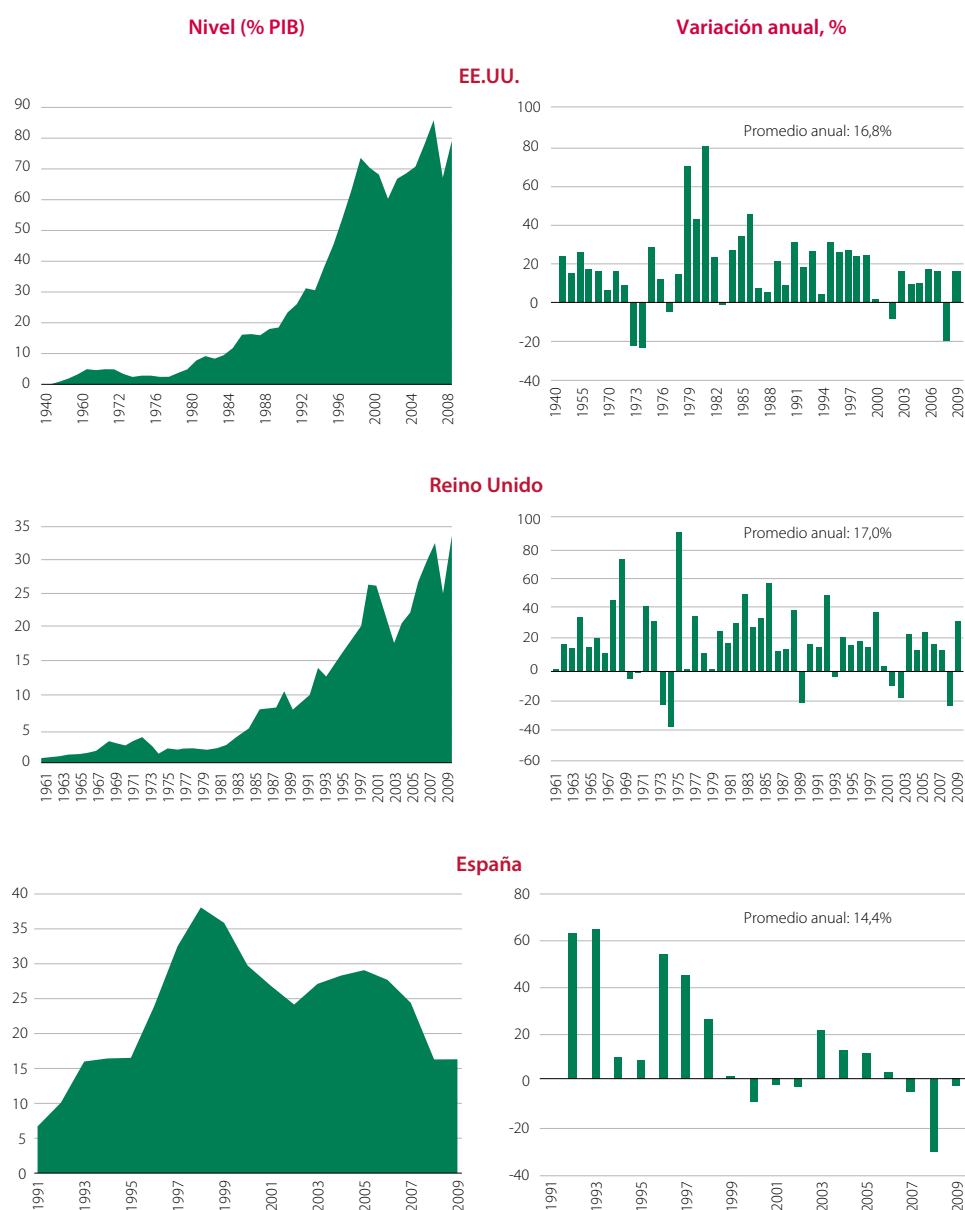
1 Véanse Sharpe (1996), «Mutual fund performance», en *Journal of Business* 39, pp. 119-138; Jensen (1968), «The performance of mutual funds in the period 1945-1964», en *Journal of Finance*, Vol. 23, No 2, pp. 389-416; y Grinblatt y Titman (1989), «Performance measurement without benchmarks: An examination of mutual fund returns», en *Journal of Business*, 66, pp. 47-68; o más recientemente Malkiel (1995), «Returns from investing in equity mutual funds 1971-1991», en *Journal of Finance* 50, pp. 549-572; Detzler (1999), «The performance of global bond mutual funds», en *Journal of Banking and Finance*, 23, pp. 1195-1217; y Edelen (1999), «Investor flows and the assessed performance of open-end mutual funds», en *Journal of Financial Economics*, 53, pp. 439-466. En el plano nacional, destacan los trabajos de Ferrando y Lassala (1998), «Evaluación de la gestión de los FIAMM y de los FIM de renta fija en España en el periodo 1993-1995», en *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 94, pp. 197-231; Basarrate y Rubio (1999), «Nonsimultaneous prices and the evaluation of management portfolios in Spain», en *Applied Financial Economics*, 9, pp. 273-281; Martínez (2001), «El puzzle de los fondos de inversión en España: un enfoque de demanda», en *Moneda y Crédito*, 213, pp. 129-154; Fernández et ál. (2007), *Rentabilidad de los fondos de inversión de renta variable nacional en España 1991-2006*; y Palacios (2010), *A vueltas con los fondos de inversión españoles: nuevas sorpresas en la década 2000-2009*, IESE, Documento de investigación DI-849.

orientación del fondo, la edad, etc. El modelo empírico utilizado permite contrastar algunas hipótesis más recurrentes en la literatura anterior (por ejemplo, la persistencia de la rentabilidad o la relación entre la rentabilidad y las comisiones aplicadas) y otras de carácter relativamente novedoso, como la relación entre la rentabilidad del fondo y su orientación minorista o institucional, entre otras.

El artículo se estructura de la siguiente manera. En la sección segunda se presenta la descripción de la muestra de datos utilizada en el estudio y el modelo a estimar. La sección tercera presenta los resultados de la estimación tanto para el conjunto de los fondos de inversión como para los diferentes segmentos de fondos. Finalmente, en la sección cuarta se ofrecen las principales conclusiones.

## Patrimonio de la industria de fondos de inversión

GRÁFICO 1



Fuente: 2010 Investment Company Fact Book (EE.UU.), Investment Management Association (Reino Unido), CNMV (España) y Thomson Datastream.

## 2 Datos y metodología

A lo largo de la década 2000-2009 la rentabilidad anual agregada en términos netos (descontando gastos) del conjunto de los fondos de inversión españoles ha oscilado entre valores del -4,2% y el 5,7% (véase cuadro 1). Las diferencias de rentabilidad entre las diferentes categorías de fondos son sustanciales como consecuencia del diferente grado de riesgo asumido en cada una de ellas. Los fondos de renta fija han mostrado una rentabilidad de carácter más estable, que ha oscilado entre el 1,5% y el 3,7%. Por el contrario, las rentabilidades de los fondos de renta variable han sufrido oscilaciones realmente significativas a lo largo de la década, con ejercicios de pérdidas próximas al 40%, en los momentos álgidos de la crisis, o de ganancias superiores al 30%, todo ello en función del patrón bursátil de referencia. Las rentabilidades de los fondos de carácter mixto (de renta fija o variable) se han situado en un rango intermedio, dependiendo de la importancia relativa de las inversiones en renta fija o variable. Finalmente, la rentabilidad de los fondos garantizados, dependiendo de su composición, ha oscilado entre el 0,8% y el 4,5% en la categoría de renta fija y entre el -2,6 y el 4,7% en la categoría de renta variable.

Rentabilidad anual de los fondos de inversión (%)

CUADRO 1

|  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008  | 2009 |
|--|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|-------|------|
| <b>Total<sup>1</sup></b>               | -1,9  | -1,6  | -3,6  | 4,2  | 3,4  | 5,0  | 5,6  | 2,7  | -4,2  | 5,7  |
| R. fija <sup>2</sup>                   | 3,3   | 3,7   | 2,7   | 1,8  | 1,7  | 1,5  | 2,0  | 2,7  | 2,1   | 1,9  |
| R. fija mixta <sup>3</sup>             | -0,1  | -1,0  | -3,6  | 3,7  | 3,8  | 5,0  | 4,2  | 1,9  | -7,1  | 6,9  |
| R. variable mixta <sup>4</sup>         | -6,9  | -7,3  | -17,0 | 10,1 | 6,2  | 11,9 | 10,3 | 2,7  | -22,2 | 16,5 |
| R. variable euro <sup>5</sup>          | -11,0 | -13,8 | -30,1 | 23,8 | 15,3 | 21,4 | 27,3 | 6,1  | -39,8 | 32,4 |
| R. variable internacional <sup>6</sup> | -15,8 | -20,6 | -33,2 | 12,8 | 7,0  | 25,6 | 13,4 | 1,5  | -41,7 | 37,3 |
| Gar. renta fija                        | 3,8   | 4,4   | 4,5   | 2,4  | 2,6  | 1,7  | 0,8  | 2,8  | 3,3   | 3,8  |
| Gar. renta variable <sup>7</sup>       | -1,2  | 0,1   | 1,1   | 3,3  | 4,1  | 4,0  | 4,7  | 2,4  | -2,6  | 3,6  |
| Fondos globales                        | -6,1  | -11,8 | -12,7 | 4,8  | 2,2  | 6,2  | 4,1  | 1,5  | -8,6  | 10,9 |
| <b>Pro memoria<sup>8</sup>:</b>        |       |       |       |      |      |      |      |      |       |      |
| Ibex 35                                | -21,7 | -7,8  | -28,1 | 28,2 | 17,4 | 18,2 | 31,8 | 7,3  | -39,4 | 29,8 |
| Eurostoxx 50                           | -2,7  | -20,2 | -37,3 | 15,7 | 6,9  | 21,3 | 15,1 | 6,8  | -44,4 | 21,1 |
| Letras del Tesoro (1-3 m)              | 4,7   | 3,1   | 2,7   | 2,0  | 2,0  | 2,5  | 3,5  | 3,9  | 1,8   | 0,4  |
| Letras del Tesoro (12 m)               | 4,5   | 3,2   | 2,6   | 2,2  | 2,2  | 2,8  | 3,8  | 4,1  | 1,9   | 0,9  |
| Deuda del Estado (10 a)                | 5,2   | 5,1   | 4,3   | 4,3  | 3,6  | 3,3  | 4,0  | 4,4  | 3,9   | 4,0  |
| Renta fija privada (12 m)              | 4,8   | 3,4   | 2,9   | 2,4  | 2,5  | 3,0  | 4,1  | 4,8  | 3,3   | 1,4  |

Fuente: Thomson Datastream, Banco de España y CNMV.

- 1 No se incluyen los fondos de gestión pasiva ni los de retorno absoluto, de creación en 2009, ya que no se dispone ni siquiera de un año completo de datos.
- 2 Hasta 1T09 incluye: renta fija corto plazo, renta fija largo plazo, renta fija internacional, monetarios y FIAMM (estos últimos hasta 2006). Desde 2T09 incluye: renta fija euro, renta fija internacional y monetarios.
- 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 renta variable nacional).
- 6 Hasta 1T09 incluye: RVI Europa, RVI Japón, RVI EE.UU., RVI Emergentes y RVI Otros. Desde 2T09: RVI.
- 7 Hasta 1T09: GRV. Desde 2T09: GRV y garantía parcial.
- 8 Se ofrece la tasa de variación anual de los índices de renta variable (Ibex 35 y Euro Stoxx 50) y los tipos de interés a 31 de diciembre de cada año en los instrumentos de renta fija.

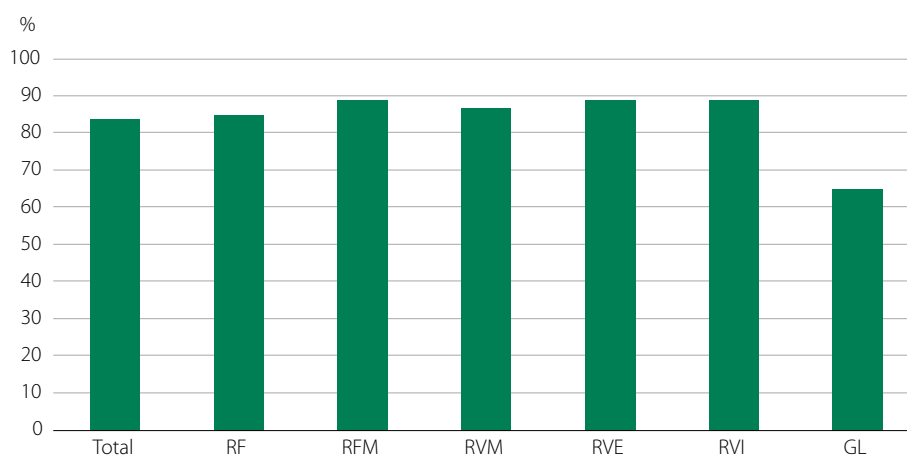
## 2.1 Datos

El análisis que se presenta a continuación se ha realizado a partir de la información que las sociedades gestoras de IIC envían de forma periódica a la CNMV. Se han tomado datos anuales de todos los fondos de inversión existentes entre los años 2000 y 2009<sup>2</sup> para los que se cuenta con un mínimo de cinco años de observaciones. Además, se incorpora al estudio los procesos de fusiones de fondos y los cambios de vocaciones a lo largo del periodo considerado. Como consecuencia del elevado número de vocaciones presente en la industria de fondos, se ha optado por agrupar dichas vocaciones en un número más reducido, a saber: renta fija, renta fija mixta, renta variable mixta, renta variable euro, renta variable internacional, y fondos globales<sup>3</sup>.

La representatividad de la muestra final del estudio en términos de patrimonio es elevada. Como se observa en el gráfico 2, el patrimonio de los fondos incluidos en la muestra representa en torno al 84% del patrimonio total de los fondos, en valor promedio para la década analizada. La representatividad es elevada en todas las categorías de fondos, al oscilar el patrimonio entre el 85% y el 89% del total, salvo en los fondos globales, donde este porcentaje se reduce hasta el 65% debido a la relativa juventud de esta categoría de fondos.

Representatividad de la muestra en términos de patrimonio<sup>1</sup>

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV.

1 Porcentaje del patrimonio de la muestra sobre el patrimonio total de los fondos o de cada categoría. RF: renta fija, RFM: renta fija mixta, RVM: renta variable mixta, RVE: renta variable euro, RVI: renta variable internacional y GL: fondos globales.

2 Excepto los fondos garantizados.

3 Para una descripción detallada de las distintas vocaciones, véase M.I. Cambón (2011), *Spanish mutual fund performance: an analysis of the determinants*, in CNMV Working Paper Series, No 48 (también en español).



## 2.2 Descripción del modelo empírico

Se establece un modelo empírico de regresión lineal<sup>4</sup> en el que la variable dependiente es la rentabilidad neta anual del fondo,  $\gamma_t$ , que se define como la variación porcentual del valor liquidativo de la participación entre el cierre de un ejercicio dado y el cierre del ejercicio anterior. Como variables explicativas, se han seleccionado las siguientes:

- Volatilidad ( $VOL_t$ ), definida como la desviación típica anualizada de los rendimientos mensuales del fondo a lo largo de los doce últimos meses.
- Suscripciones netas ( $SN_t$ ), definidas como el cociente entre los flujos netos de inversión en los fondos (suscripciones netas para valores positivos y reembolsos netos para valores negativos) durante el periodo considerado y el patrimonio del fondo al comienzo del periodo.
- Comisiones explícitas e implícitas. Se consideran los dos tipos de comisiones que soportan los fondos de inversión: las comisiones implícitas ( $CGD_t$ ), que son las comisiones de gestión (sobre patrimonio o resultados) y la comisión de depósito, y las comisiones explícitas, que son las de suscripción y reembolso ( $CSR_t$ ).
- Edad del fondo ( $EDAD_t$ ): número de años de vida del fondo.
- Tamaño del fondo ( $PATF_t$ ): patrimonio del fondo a final de cada año.
- Cuota de mercado de la sociedad gestora del fondo ( $CUOTAG_t$ ): patrimonio administrado por la gestora, en porcentaje sobre el patrimonio total de la industria.
- Porcentaje del patrimonio del fondo en manos de inversores institucionales ( $INSTIT\_PATRIM_t$ ): esta variable trata de capturar la orientación de un fondo de inversión respecto al tipo de cliente objetivo del mismo
- Tipo de grupo al que pertenece la sociedad gestora del fondo, diferenciando si éste pertenece a un banco ( $BANCO_t$ ), a una caja ( $CAJA_t$ ) o a un grupo financiero independiente.
- Cambios experimentados por los fondos de inversión durante el periodo considerado: fusiones ( $FUSIÓN_t$ ) y cambios de vocación ( $CAMBIOVOC_t$ ).

En los paneles del gráfico 3 se exponen los promedios de las variables más relevantes. En primer lugar, cabe señalar que la rentabilidad media anual de los fondos de la muestra en el periodo de referencia 2000-2009 fue del 1,3%. Por encima de este promedio destacan los fondos de renta fija pura y mixta y los fondos globales. Las turbulencias de los mercados financieros a lo largo de los primeros años de la década y a finales de la misma, a raíz de la crisis financiera, redujeron la rentabilidad de los fondos más arriesgados hasta valores muy reducidos, incluso negativos, como en el caso de los fondos de renta variable internacional (-0,9%).

---

4 Véase Cambón (2011), op. cit.

El promedio de la volatilidad de la rentabilidad de los fondos de la muestra en la década ha sido del 6,8%. Los fondos de carácter más arriesgado han mostrado una volatilidad superior (con un máximo del 12,2%), mientras que los fondos más conservadores han mostrado una volatilidad media del 2,7%.

Las suscripciones netas anuales han sido negativas en el promedio de la década para el conjunto de los fondos. Las turbulencias de los mercados y la competencia de otros instrumentos financieros, como los depósitos bancarios de alta remuneración, han dado lugar a un volumen sustancial de reembolsos durante este periodo. Por vocaciones, observamos los mayores reembolsos relativos en los fondos globales, un resultado que puede estar influenciado por su menor tamaño, consecuencia, a su vez, de su relativa juventud. Sin tener en cuenta esta vocación, se puede concluir que los mayores reembolsos netos en términos relativos se han producido en las categorías de renta fija.

La comisión media de gestión y depósito de los fondos se ha situado en el 1,45%. Por encima de ella se sitúan todos los fondos de renta variable, con un máximo del 1,9% en los fondos de renta variable internacional, mientras que las comisiones de gestión y depósito más reducidas pertenecen a los fondos de renta fija pura, con el 1,1%. La comisión media de suscripción y reembolso es del 0,27%. De nuevo, es superior en los fondos de renta variable y menor en los de renta fija.

### Promedios de algunas variables de la muestra

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV.

RF: renta fija, RFM: renta fija mixta, RVM: renta variable mixta, RVE: renta variable euro, RVI: renta variable internacional y GL: fondos globales.

En cuanto a la edad de los fondos, en promedio, los de renta fija tienen un periodo de vida superior al de los fondos de renta variable y los fondos globales. El tamaño de los fondos de renta fija también es superior en promedio al de los de renta variable, salvo los de renta variable euro, donde los fondos de modalidad nacional elevan la media. La variable «cuota de la gestora» revela que las gestoras de mayor tamaño están más presentes en los fondos de renta fija pura y en los fondos de renta variable pura y global.

El porcentaje de patrimonio en manos de inversores institucionales en la muestra de fondos es del 32%. En este caso, las categorías de renta variable muestran un porcentaje de participación institucional superior (casi del 38% en renta variable internacional), mientras que en las de renta fija se sitúa por debajo del 30%.

Sobre el grupo financiero de la gestora a la que pertenece el fondo, el 41% de las observaciones de la muestra se correspondían con fondos que pertenecían a bancos y casi el 36% a cajas de ahorro. La proporción de bancos es más uniforme entre vocaciones, mientras que la proporción de cajas está más concentrada en fondos de renta fija pura y renta variable pura y es más reducida en los globales.

La proporción de fondos que ha sufrido uno o más procesos de fusión en el periodo considerado asciende al 27% para el conjunto de la muestra. Por vocaciones, la importancia relativa de las fusiones ha sido mayor en los fondos de renta fija mixta y de renta variable internacional. Finalmente, algo más de un 19% de los fondos han sufrido algún cambio de vocación entre 2000 y 2009 dentro de las seis clasificaciones que se contemplan en este trabajo.

### 3 Resultados

A continuación se describen los principales resultados de la estimación de la ecuación de regresión en la que la variable dependiente es la rentabilidad neta anual del fondo y las variables explicativas son aquellas definidas en el apartado 2.2<sup>5</sup>. Primero se ofrecen los resultados para el conjunto de la industria y una primera comparación entre las categorías puras y mixtas de renta variable y renta fija y entre éstas y los fondos globales (apartado 3.1), mientras que en el apartado 3.2, no se tiene en cuenta el carácter puro o mixto de los fondos sino su orientación geográfica (nacional o internacional).

---

5 La estimación se ha realizado mediante el método generalizado de los momentos (MGM) aplicado a datos de panel, siguiendo la metodología planteada por M. Arellano y S.R. Bond (1991), «Some test of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations», en *Review of Economic Studies*, 58, pp. 277-297; M. Arellano y O. Bover (1995), «Another look at the instrumental-variable estimation of error-component models», en *Journal of Econometrics*, 68, pp. 29-52; y D. Holtz-Eakin, W. Newey y H.S. Rosen (1998), «Estimating Vector Autoregressions with Panel Data», en *Econometrica* 56, pp. 1371-1396.

### 3.1 Resultados para el conjunto de la industria y comparación entre fondos de orientación pura y de orientación mixta

En el cuadro 3 se presentan dos estimaciones para el conjunto de los fondos de inversión, que se diferencian únicamente en la forma de presentar la variable relacionada con la cuota de mercado de la gestora. La primera (estimación reducida) contiene la variable tal y como se definió en la sección 2.2, mientras que la segunda (estimación amplia) distingue en función del tipo de grupo al que pertenece la gestora (banco, caja y entidad independiente). A continuación se presentan los resultados más interesantes de estas estimaciones junto con aquéllos obtenidos para las categorías de fondos en función de su carácter puro o mixto (véase cuadro 4).

*Persistencia.* No se encuentra evidencia de persistencia en la rentabilidad del conjunto de los fondos de inversión en ninguna de las dos especificaciones planteadas, ni tampoco en ninguna de las categorías de fondos contempladas. Estudios anteriores sobre fondos de inversión españoles han detectado, de forma mayoritaria, cierta persistencia en las rentabilidades a corto plazo, sobre todo en renta variable y en los fondos extremos<sup>6</sup>. Si la persistencia únicamente se detecta bajo estas condiciones, parece razonable que el coeficiente relacionado con la persistencia de la rentabilidad de nuestro modelo para el universo de los fondos de inversión a lo largo de una década no resulte significativo.

*Volatilidad.* El modelo tampoco encuentra un efecto positivo y estadísticamente significativo de la volatilidad pasada en la rentabilidad actual del fondo. No obstante, el hecho de que a lo largo de la década de referencia se hayan producido varios periodos de turbulencias de diversa naturaleza, que han mermado sustancialmente los rendimientos de los fondos de inversión más arriesgados, puede estar condicionando la relación observada entre ambas variables. Para el conjunto de los fondos, la relación posiblemente sería más evidente tomando un periodo de tiempo suficientemente amplio. Por categorías, sí se detecta esta relación positiva en los fondos de renta fija y de renta variable internacional.

---

6 Véanse S. Menéndez y S. Álvarez (2000), «La rentabilidad y la persistencia de los resultados de los fondos de inversión de renta variable», en *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 103, pp. 15-36; J.C. Matallín y M.A. Fernández (2001), «La evaluación de los FIM de renta variable: un enfoque endógeno y multiperiodo», en *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 30 (107), pp. 67-102; L. Ferruz et al (2003), «Analysis of performance persistence in Spanish Short Term Fixed Interest Investment Funds (1994-2002)», en *European Review of Economics and Finance*, 2(3), pp. 1-75; A. Ciriaco y R. Santamaría (2005), «Persistencia de resultados en los fondos de inversión españoles», en *Investigaciones Económicas*, vol. XXIX (3), pp. 525-573; I. Toledo y R. Marco (2006), «¿Persisten las rentabilidades en el mercado de fondos de inversión español? Un análisis empírico para el periodo 1994-2001», en *Estadística Española*, vol. 48, nº 161, pp. 5-38; L. Ferruz et al (2007), «Análisis de la persistencia en rentabilidad de los FIAMM y de los determinantes de sus comisiones», en *Revista española de financiación y contabilidad*, Vol. XXXVI, nº 136, pp. 689-706; M. Ruiz (2007), *Los fondos de inversión: performance y persistencia*, Documento de Trabajo nº 26 de la CNMV; y R. Marco (2007), «Rentabilidad y crecimiento patrimonial en el mercado de fondos de inversión», en *Revista de Economía Aplicada*, nº 44 (vol. XV), pp. 41-84. En el plano internacional, destacan los trabajos de M. Grinblatt y S. Titman (1989), «Mutual fund performance: An analysis of quarterly portfolio holdings», en *Journal of Business*, 62, pp. 393-416; B. Malkiel (1995), «Returns from investing in equity mutual funds 1971-1991», en *Journal of Finance* 50, pp. 549-572; S. Brown y W. Goetzman (1995), «Performance persistence», en *Journal of Finance* 50, pp. 679-698; M. Carhart, J. Carpenter, A. Lynch y D. Musto (2000), «Mutual fund survivorship», en *Review of Financial Studies*, 15, pp. 1439-1463; y W.G. Droms y D.A. Walker (2001), «Determinants of variation in mutual fund returns», en *Applied Financial Economics*, 5, pp. 383-389.

**Estimación de la ecuación de los determinantes de la rentabilidad neta para el conjunto de los fondos**

CUADRO 3

|   | Estimación reducida <sup>1</sup> | Estimación amplia <sup>1</sup> |
|---|----------------------------------|--------------------------------|
| Rentabilidad (t-1)  | 0,009<br>(0,941)                 | 0,012<br>(0,929)               |
| Volatilidad (t-1)   | -0,488<br>(0,404)                | -0,350<br>(0,585)              |
| Suscripciones netas (t-1)   | 0,010<br>(0,945)                 | 0,088<br>(0,479)               |
| Comisión de gestión y depósito (t)                                  | -0,137<br>(0,822)                | 0,029<br>(0,963)               |
| Comisión de suscripción y reembolso (t)                             | 2,112***<br>(0,004)              | 2,220***<br>(0,003)            |
| Edad del fondo (t)  | -0,007<br>(0,910)                | 0,036<br>(0,520)               |
| Patrimonio del fondo (t)  | -0,019<br>(0,906)                | -0,068<br>(0,418)              |
| Cuota de mercado de la gestora (t)                                  | -0,149**<br>(0,023)              |                                |
| Cuota de mercado de la gestora (t) (BANCO)                          |                                  | -0,179**<br>(0,015)            |
| Cuota de mercado de la gestora (t) (CAJA)                           |                                  | -0,099<br>(0,352)              |
| Cuota de mercado de la gestora (t) (INDEP)                          |                                  | 3,214**<br>(0,037)             |
| Porcentaje de patrimonio en manos de inversores institucionales (t) | -0,413**<br>(0,029)              | -0,362*<br>(0,066)             |
| BANCO   | 7,851***<br>(0,000)              | 7,371***<br>(0,001)            |
| CAJA  | 4,013***<br>(0,001)              | 4,817***<br>(0,005)            |
| FUSIÓN  | -0,180<br>(0,894)                | 0,083<br>(0,957)               |
| CAMBIOVOC   | -0,429<br>(0,542)                | -0,260<br>(0,698)              |
| <b>Contrastes de hipótesis</b>                                      |                                  |                                |
| m1  | -2,19<br>(0,028)                 | -2,04<br>(0,042)               |
| m2  | -1,88<br>(0,060)                 | -1,66<br>(0,097)               |
| Sargan  | 35,33<br>(0,105)                 | 35,76<br>(0,121)               |

1 Estimación MGM en desviaciones ortogonales robusto a heteroscedasticidad y correlación serial. Como variables instrumentales se utilizan retardos hasta t-2 de la variable rentabilidad, suscripciones netas y volatilidad. Coeficientes estimados y p-valor del estadístico t entre paréntesis.

\*. Significatividad al 10%. \*\*. Significatividad al 5%. \*\*\*. Significatividad al 1%.

m1 y m2 se corresponden con los contrastes sobre la correlación serial de primer y segundo orden, respectivamente, sobre los errores en primeras diferencias. Se ofrece el p-valor.

Sargan es un test que contrasta la validez de los instrumentos utilizados. Se ofrece el p-valor. La hipótesis nula que se contrasta es «el conjunto de instrumentos utilizados es válido», por tanto un p-valor suficientemente elevado (por ejemplo, superior al 0,05) no rechazaría la validez de los mismos.

*Suscripciones netas relativas.* El rechazo de un efecto positivo no permite avalar la teoría del *smart money* o dinero inteligente, según la cual los inversores mostrarían una cierta habilidad en la selección de fondos de inversión. Según esta teoría, los fondos que reciben un volumen más elevado de suscripciones en un periodo de tiempo tienden a mostrar una rentabilidad más elevada en el periodo siguiente<sup>7</sup>. Algunos autores que han obtenido este mismo resultado en otros estudios referentes al mercado nacional de fondos<sup>8</sup> lo atribuyen a la fiscalidad sobre las plusvalías de los fondos (algo que cambió en 2003 pero que no parece haber tenido un efecto considerable en este sentido), a las elevadas comisiones de reembolso y a la elevada concentración en el canal de comercialización de los fondos, factores que pueden limitar la movilidad de los partícipes entre los fondos. Por categorías, únicamente se observa una relación significativa y positiva entre las suscripciones netas y la rentabilidad de los fondos en la categoría de renta fija mixta.

*Comisiones.* En teoría, el hecho de que un fondo de inversión cobre mayores comisiones (principalmente de gestión) que otro fondo de riesgo similar estaría justificado por una mayor habilidad de los gestores del primer fondo que, en último término, se reflejaría en una rentabilidad mayor (ajustada por el riesgo). Esta relación positiva esperada entre rentabilidad y comisiones no encuentra, con carácter general, apoyo empírico entre los estudios más relevantes<sup>9</sup>. En nuestro caso, la relación entre la rentabilidad de los fondos y las comisiones de gestión y depósito no es significativamente distinta de cero para el conjunto de los fondos de inversión (véase cuadro 3), es decir, en términos generales, parece que los fondos que cargan mayores comisiones de este tipo son capaces de obtener rendimientos brutos superiores, pero de una magnitud relativamente similar a la del aumento de la comisión<sup>10</sup>. Por vocaciones, el coeficiente estimado es de signo positivo en los fondos de renta variable mixta, mientras que es negativo en los fondos de renta variable euro y en los fondos globales.

La relación negativa que se obtiene entre el rendimiento de los fondos y las comisiones en las categorías de mayor riesgo también ha sido encontrada en otros estudios<sup>11</sup>, que proponen como explicación el hecho de que los fondos con menor rendimiento histórico o esperado elevan sus comisiones de forma estratégica y se dirigen a inversores «menos sensibles al rendimiento», ya que anticipan que no van a poder competir con los fondos mejores en el mercado de los inversores más sofisticados. No es descartable que este mecanismo pueda estar también operando en el mercado español de fondos, de elevada concentración, en el que las entidades pueden ser capaces de distinguir la sensibilidad de los inversores al rendimiento y, así, segmentar y orientar de una manera óptima su oferta de fondos.

---

7 Los trabajos más relevantes a escala internacional que encuentran habilidad en los inversores a la hora de seleccionar fondos son los de M.J. Gruber (1996), «Another puzzle, the growth in actively managed mutual funds», en *Journal of Finance*, 51, (3), pp. 783-810 y L. Zheng (1999), «Is money smart?: A study of mutual fund investors' fund selection ability», en *Journal of Finance*, 54 (3), pp. 901-933.

8 A. Ciriaco, C. Del Río y R. Santamaría (2002), «El inversor ante la elección de fondos de inversión. Algunos datos para la reflexión», en *Papeles de Economía Española*, nº 94, pp. 122-133 y Marco (2007), op. cit.

9 Véase Gruber (1996), op. cit. y M. Carhart (1997), «On persistence in mutual fund performance», en *Journal of Finance* 52, pp. 57-82.

10 Nótese que la rentabilidad que se ha utilizado en la estimación está expresada en términos netos, es decir, descuenta las comisiones de gestión y depósito. De ahí la interpretación del resultado.

11 J. Gil-Bazo y P. Ruiz Verdú (2009), «The Relation between Price and Performance in the Mutual Fund Industry», en *Journal of Finance*, 64 (5), pp. 2153-2183.

Otra posible explicación sobre esta relación negativa que se detecta entre las comisiones que muestran los fondos y su rentabilidad, que no es completamente independiente de la anterior y que también podría encajar en la industria de fondos española, estaría relacionada con los costes fijos de comercialización de los fondos. Los costes asociados a la comercialización de fondos a partícipes que van a realizar aportaciones relativamente más reducidas resultan proporcionalmente más elevados para la sociedad gestora de estos fondos. Por ello, estas gestoras podrían tener incentivos para incrementar la comisión de gestión y/o depósito de los fondos que adquieren estos partícipes, con el fin de repercutir, al menos parcialmente, el mayor coste que supone esta comercialización.

Por el contrario, el coeficiente estimado para las comisiones de suscripción y reembolso sí es positivo y significativamente distinto de cero, es decir, las sociedades gestoras que establecen comisiones más elevadas al entrar o salir de sus fondos sí tienden a compensar a los partícipes con un mayor rendimiento neto. Por vocaciones, encontramos esta evidencia en dos categorías de renta variable (renta variable mixta y renta variable internacional), lo cual resulta natural, ya que este tipo de comisiones son predominantes en estas categorías de fondos y prácticamente inexistentes en las de renta fija.

*Edad del fondo.* Las estimaciones no detectan una relación significativa entre la edad del fondo y rentabilidad del mismo, es decir, fondos más recientes, cuya gestión podría estar beneficiándose de modelos posiblemente más sofisticados, no ofrecen rendimientos superiores. Este resultado es coherente con otros estudios de ámbito nacional, como los de Lassala (1998)<sup>12</sup> y Marco (2007), e internacional, en los que incluso se identifica una relación negativa entre la edad del fondo y su rentabilidad en los fondos de renta variable de algunos países europeos.

*Tamaño del fondo.* La hipótesis del aprovechamiento de las economías de escala no encuentra sustento en las estimaciones del modelo. En este sentido, cabe señalar que el tamaño medio de los fondos españoles es muy reducido en comparación con los europeos y mucho más con los norteamericanos, por lo que es posible que los fondos españoles no hayan alcanzado un tamaño suficientemente elevado como para que los beneficios derivados de las economías de escala se traduzcan en un incremento significativo de la rentabilidad de los mismos. El sustancial aumento del número de fusiones entre fondos a lo largo de los dos últimos años posiblemente dé lugar a una oferta de fondos más adecuada en el futuro.

Algunos autores sugieren que la relación negativa entre tamaño y rentabilidad se explica por el hecho de que los fondos de mayor tamaño tienden a tener una cartera más diversificada y, por tanto, un menor riesgo y una rentabilidad también menor<sup>13</sup>. Esta hipótesis es parcialmente compatible con algunos de los resultados que obtenemos en este trabajo en las estimaciones por vocaciones, en las que se obtiene esta relación positiva entre volatilidad y rentabilidad de los fondos y negativa entre tamaño y rentabilidad.

---

12 C. Lassala (1998), «Factores explicativos de las diferencias de rentabilidad financiera en los FIM de renta fija», en *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XXVI, nº 97, pp. 1005-1031.

13 Droms y Walker, op. cit.

**Estimación de la ecuación de los determinantes de la rentabilidad neta:  
vocaciones puras vs. vocaciones mixtas**

CUADRO 4

|   | TOTAL FI            | RF                  | RFM                | RVM                | RVE                 | RVI                  | GL                 |
|---|---------------------|---------------------|--------------------|--------------------|---------------------|----------------------|--------------------|
| Rentabilidad (t-1)  | 0,009<br>(0,941)    | -0,209<br>(0,372)   | -0,144<br>(0,529)  | -0,062<br>(0,788)  | -0,006<br>(0,980)   | 0,029<br>(0,732)     | -0,234<br>(0,101)  |
| Volatilidad (t-1)   | -0,488<br>(0,404)   | 2,079**<br>(0,042)  | 3,153**<br>(0,010) | 1,622<br>(0,163)   | 2,199<br>(0,141)    | 1,729***<br>(0,000)  | -0,125<br>(0,766)  |
| Suscripciones netas (t-1)   | 0,010<br>(0,945)    | 0,047<br>(0,479)    | 0,205**<br>(0,043) | -0,027<br>(0,856)  | 0,043<br>(0,772)    | 0,065<br>(0,387)     | -0,034<br>(0,688)  |
| Comisión de gestión y depósito (t)                                  | -0,137<br>(0,822)   | 0,067<br>(0,557)    | 0,251<br>(0,168)   | 0,729*<br>(0,081)  | -1,168**<br>(0,040) | 0,379<br>(0,202)     | -0,660*<br>(0,099) |
| Comisión de suscripción y reembolso (t)                             | 2,112***<br>(0,004) | 0,004<br>(0,953)    | -0,027<br>(0,641)  | 0,894*<br>(0,087)  | -0,029<br>(0,576)   | 0,265*<br>(0,059)    | -0,080<br>(0,631)  |
| Edad del fondo (t)  | -0,007<br>(0,910)   | -0,094**<br>(0,028) | 0,312<br>(0,229)   | -1,062*<br>(0,051) | -0,023<br>(0,476)   | 0,276<br>(0,174)     | 0,209<br>(0,275)   |
| Patrimonio del fondo (t)  | -0,019<br>(0,906)   | -0,010<br>(0,789)   | -0,122*<br>(0,062) | -0,070<br>(0,485)  | 0,058<br>(0,660)    | -0,160***<br>(0,003) | -0,128*<br>(0,069) |
| Cuota de mercado de la gestora (t)                                  | -0,149**<br>(0,023) | 0,001<br>(0,897)    | 0,008<br>(0,618)   | 0,012<br>(0,741)   | -0,024**<br>(0,045) | -0,014**<br>(0,018)  | -0,004<br>(0,823)  |
| Porcentaje de patrimonio en manos de inversores institucionales (t) | -0,413**<br>(0,029) | -0,817*<br>(0,099)  | 0,012<br>(0,962)   | -2,403<br>(0,139)  | -2,139*<br>(0,052)  | 0,169<br>(0,172)     | -0,111<br>(0,625)  |
| BANCO   | 7,851***<br>(0,000) | 4,218*<br>(0,067)   | 0,158<br>(0,729)   | 1,872<br>(0,189)   | 2,860**<br>(0,015)  | 1,632***<br>(0,009)  | -0,341<br>(0,406)  |
| CAJA  | 4,013***<br>(0,001) | 1,992**<br>(0,038)  | -0,226<br>(0,565)  | -0,592<br>(0,616)  | 1,414**<br>(0,021)  | 0,784**<br>(0,039)   | 0,122<br>(0,289)   |
| FUSIÓN  | -0,180<br>(0,894)   | -0,493<br>(0,220)   | 0,249<br>(0,390)   | 0,091<br>(0,842)   | 0,085<br>(0,806)    | 1,476***<br>(0,001)  | 0,683*<br>(0,097)  |
| CAMBIOVOC   | -0,429<br>(0,542)   |                     |                    |                    |                     |                      |                    |
| <b>Contrastes de hipótesis</b>                                      |                     |                     |                    |                    |                     |                      |                    |
| m1  | -2,19<br>(0,028)    | -2,08<br>(0,037)    | -2,40<br>(0,016)   | -2,04<br>(0,041)   | -2,39<br>(0,017)    | -4,70<br>(0,000)     | -2,82<br>(0,005)   |
| m2  | -1,88<br>(0,060)    | -0,71<br>(0,480)    | 0,22<br>(0,824)    | -0,65<br>(0,517)   | -1,38<br>(0,169)    | -0,84<br>(0,400)     | -1,87<br>(0,062)   |
| Sargan  | 35,33<br>(0,105)    | 48,95<br>(0,073)    | 39,31<br>(0,175)   | 26,59<br>(0,227)   | 19,19<br>(0,158)    | 23,50<br>(0,172)     | 56,73<br>(0,078)   |
| <b>Pro memoria:</b>   |                     |                     |                    |                    |                     |                      |                    |
| Número de fondos  | 1.782               | 585                 | 207                | 215                | 202                 | 309                  | 218                |
| Número de observaciones   | 15.076              | 4.838               | 1.744              | 1.813              | 1.693               | 2.484                | 1.489              |

RF: renta fija, RFM: renta fija mixta, RVM: renta variable mixta, RVE: renta variable euro, RVI: renta variable internacional y GL: fondos globales.

Estimación MGM en desviaciones ortogonales robusto a heteroscedasticidad y correlación serial. Como variables instrumentales se utilizan retardos hasta t-2 de la variable rentabilidad, suscripciones netas, volatilidad y patrimonio. Coeficientes estimados y p-valor del estadístico t entre paréntesis.

\*. Significatividad al 10%. \*\*. Significatividad al 5%. \*\*\*. Significatividad al 1%.

m1 y m2 se corresponden con los contrastes sobre la correlación serial de primer y segundo orden, respectivamente, sobre los errores en primeras diferencias. Se ofrece el p-valor.

Sargan es un test que contrasta la validez de los instrumentos utilizados. Se ofrece el p-valor. La hipótesis nula que se contrasta es «el conjunto de instrumentos utilizados es válido», por tanto un p-valor suficientemente elevado (por ejemplo, superior al 0,05) no rechazaría la validez de los mismos.



Una última explicación para esta relación negativa entre tamaño y rentabilidad de los fondos podría estar relacionada con las características de las sociedades que gestionan los fondos de mayor tamaño. Como se indica en el siguiente párrafo, la relación estimada entre el tamaño de la gestora y la rentabilidad del fondo es negativa.

*Tamaño de la gestora.* La estimación reducida del modelo identifica una relación negativa entre la rentabilidad neta del fondo y el tamaño de su gestora (medida a través de su cuota de mercado). Los resultados de una estimación amplia para el conjunto de los fondos de inversión, en la que distinguimos la cuota de mercado por tipo de grupo financiero de la gestora, revelan que la relación entre la rentabilidad que obtiene el fondo y el tamaño de la gestora es estadísticamente negativa cuando ésta pertenece a bancos, no significativa cuando pertenece a cajas de ahorro y positiva cuando se trata de entidades independientes. Los resultados de ambas estimaciones sugieren que las entidades de gran tamaño, fundamentalmente bancarias, son capaces de ejercer un poder de mercado notable. Las estimaciones por categorías detectan esta relación negativa entre la rentabilidad y la cuota de la gestora en los fondos de renta variable pura.

*Participación de inversores institucionales.* Se obtiene una relación negativa entre la rentabilidad neta de los fondos y el porcentaje de su patrimonio en manos de inversores institucionales, es decir, aquellos fondos con mayor presencia de inversores institucionales, que en principio son algo más sofisticados, tienden a mostrar rentabilidades menores. Esta relación se detecta para los fondos de renta fija pura y renta variable euro (véase cuadro 4). Por lo que se refiere a las vocaciones de renta fija, podríamos encontrar una explicación parcial a esta relación negativa si atendemos al hecho de que una parte sustancial de las puntas de tesorería de las sociedades no financieras se invierten en fondos de renta fija a corto plazo, sobre los que posiblemente no se haga una evaluación razonable de su rentabilidad. Con carácter más general, esta relación negativa entre inversión institucional y rentabilidad del fondo también puede responder al hecho de que exista una proporción determinada de inversores institucionales cuya inversión en determinados fondos no esté orientada exclusivamente por el binomio rentabilidad/riesgo esperado, sino que tengan objetivos adicionales<sup>14</sup>.

*Tipo de grupo financiero.* Las estimaciones revelan que las gestoras pertenecientes a bancos y a cajas obtienen rentabilidades superiores a las pertenecientes al resto de los grupos (independientes). Por vocaciones, observamos que los bancos y las cajas obtienen mayores rentabilidades que los grupos independientes en las categorías de renta fija pura y renta variable pura. Este resultado coincide con el de Lassala (1998) y parcialmente con el de Marco (2007).

---

14 El compromiso de algunos inversores institucionales de invertir en determinadas instituciones de inversión colectiva, por ejemplo en fondos de inversión socialmente responsables, o el vínculo del inversor institucional con la entidad financiera que gestiona o comercializa el fondo son algunos ejemplos de factores adicionales al binomio rentabilidad/riesgo esperado que pueden influir en la decisión de inversión de los inversores institucionales. En este marco, cabría también señalar la existencia de inversiones significativas de fondos de inversión en otros fondos de inversión de la misma sociedad gestora de IIC.

*Cambios de vocación y fusiones.* Las decisiones estratégicas que toman las gestoras, tales como el cambio de vocación del fondo o la fusión con otro fondo, no parecen tener, con carácter general, un efecto significativo sobre la rentabilidad del fondo. Por categorías, las estimaciones indican que los fondos que han experimentado uno o varios procesos de fusión a lo largo del periodo considerado acaban teniendo mayores rentabilidades en las categorías de renta variable internacional y fondos globales.

### 3.2 Resultados basados en la orientación geográfica del fondo

Los resultados más interesantes que se obtienen cuando se segmentan los fondos en función de su orientación geográfica son los siguientes:

*Persistencia.* Tampoco se encuentra evidencia de persistencia en las rentabilidades de los fondos si se segregan según su orientación geográfica.

*Suscripciones netas.* Se obtiene un coeficiente positivo y significativo entre las suscripciones netas y la rentabilidad de los fondos en las categorías de carácter internacional, tanto de renta fija como de renta variable. Así, en estas vocaciones, los inversores parecen mostrar cierta habilidad en la selección de fondos. Sin embargo, se obtiene un coeficiente negativo y significativo entre las suscripciones netas y la rentabilidad de los fondos en la categoría de renta variable nacional.

*Comisión de gestión y depósito.* El coeficiente asociado a esta variable mantiene la tendencia del apartado anterior cuando se analizan las vocaciones. Así, se obtiene una relación negativa entre estas comisiones y la rentabilidad en los fondos de renta variable nacional y en los fondos globales. De nuevo, los fondos más arriesgados, aquéllos que cargan mayores comisiones de este tipo, no compensan a los partícipes con un mayor rendimiento neto. En el resto de las categorías, el coeficiente no resulta significativamente distinto de cero.

*Comisión de suscripción y reembolso.* Se detecta una relación positiva entre las comisiones explícitas y el rendimiento en los fondos de renta variable internacional. Este resultado es similar al de las estimaciones del epígrafe anterior.

*Tamaño de la gestora.* La relación negativa que se obtiene para el conjunto de los fondos entre la cuota de mercado de la gestora y la rentabilidad de los fondos se mantiene en las dos categorías de renta variable, mientras que en renta fija aparecen resultados mixtos. Así, en los fondos de renta fija nacional esta relación sigue siendo negativa, mientras que en los fondos de renta fija internacional la relación es significativamente positiva. Esto último podría explicarse por el hecho de que en esta categoría, la presencia de gestoras pertenecientes a cajas o a grupos independientes (donde la relación entre cuota y rentabilidad es positiva) es mayor.

*Participación de inversores institucionales.* Como se señaló con anterioridad, el modelo detecta una relación negativa entre el porcentaje de patrimonio en manos de inversores institucionales y la rentabilidad del fondo en las categorías nacionales tanto de renta fija como de renta variable.

**Estimación de la ecuación de los determinantes de la rentabilidad según la orientación geográfica del fondo**

CUADRO 5

|   | TOTAL FI            | RF                   | RF Int              | RV                   | RV Int              | GL                 |
|---|---------------------|----------------------|---------------------|----------------------|---------------------|--------------------|
| Rentabilidad (t-1)  | 0,009<br>(0,941)    | -0,230<br>(0,317)    | -0,023<br>(0,840)   | 0,021<br>(0,918)     | 0,001<br>(0,993)    | -0,234<br>(0,101)  |
| Volatilidad (t-1)   | -0,488<br>(0,404)   | 1,357*<br>(0,094)    | 0,940*<br>(0,091)   | 0,246<br>(0,738)     | 1,306*<br>(0,052)   | -0,125<br>(0,766)  |
| Suscripciones netas (t-1)   | 0,010<br>(0,945)    | 0,109<br>(0,219)     | 0,150*<br>(0,072)   | -0,288*<br>(0,073)   | 0,260**<br>(0,049)  | -0,034<br>(0,688)  |
| Comisión de gestión y depósito (t)                                  | -0,137<br>(0,822)   | 0,078<br>(0,574)     | 0,035<br>(0,504)    | -1,599*<br>(0,077)   | 0,184<br>(0,710)    | -0,660*<br>(0,099) |
| Comisión de suscripción y reembolso (t)                             | 2,112***<br>(0,004) | -0,242<br>(0,116)    | -0,158<br>(0,157)   | -0,057<br>(0,359)    | 0,476*<br>(0,052)   | -0,080<br>(0,631)  |
| Edad del fondo (t)  | -0,007<br>(0,910)   | -0,075<br>(0,111)    | -0,299**<br>(0,026) | -0,472*<br>(0,067)   | 0,338<br>(0,259)    | 0,209<br>(0,275)   |
| Patrimonio del fondo (t)  | -0,019<br>(0,906)   | -0,171*<br>(0,057)   | 0,110***<br>(0,009) | 0,237<br>(0,166)     | 0,004<br>(0,967)    | -0,128*<br>(0,069) |
| Cuota de mercado de la gestora (t)                                  | -0,149**<br>(0,023) | -0,031***<br>(0,003) | 0,012*<br>(0,058)   | -0,025**<br>(0,027)  | -0,079**<br>(0,012) | -0,004<br>(0,823)  |
| Porcentaje de patrimonio en manos de inversores institucionales (t) | -0,413**<br>(0,029) | -2,669**<br>(0,013)  | -0,150<br>(0,119)   | -3,494***<br>(0,006) | 0,156<br>(0,385)    | -0,111<br>(0,625)  |
| BANCO   | 7,851***<br>(0,000) | 3,763**<br>(0,021)   | -0,099<br>(0,342)   | 3,291***<br>(0,006)  | 2,089*<br>(0,060)   | -0,341<br>(0,406)  |
| CAJA  | 4,013***<br>(0,001) | 1,469**<br>(0,040)   | -0,946<br>(0,261)   | 1,419***<br>(0,009)  | 1,807**<br>(0,025)  | 0,122<br>(0,289)   |
| FUSIÓN  | -0,180<br>(0,894)   | -0,609<br>(0,228)    | 0,012<br>(0,929)    | -0,749<br>(0,192)    | 1,798**<br>(0,033)  | 0,683*<br>(0,097)  |
| CAMBIOVOC   | -0,429<br>(0,542)   |                      |                     |                      |                     |                    |
| <b>Contrastes de hipótesis</b>                                      |                     |                      |                     |                      |                     |                    |
| m1  | -2,19<br>(0,028)    | -2,72<br>(0,007)     | -3,13<br>(0,002)    | -2,32<br>(0,020)     | -2,68<br>(0,007)    | -2,82<br>(0,005)   |
| m2  | -1,88<br>(0,060)    | -0,73<br>(0,463)     | -1,27<br>(0,203)    | -1,95<br>(0,052)     | -0,78<br>(0,436)    | -1,87<br>(0,062)   |
| Sargan  | 35,33<br>(0,105)    | 42,60<br>(0,063)     | 46,46<br>(0,137)    | 16,77<br>(0,158)     | 23,44<br>(0,435)    | 56,73<br>(0,078)   |
| <b>Pro memoria:</b>   |                     |                      |                     |                      |                     |                    |
| Número de fondos  | 1.782               | 674                  | 116                 | 351                  | 374                 | 218                |
| Número de observaciones   | 15.076              | 5.609                | 903                 | 2.968                | 2.979               | 1.489              |

RF: renta fija nacional, RF Int: renta fija internacional, RV: renta variable nacional, RV Int: renta variable internacional y GL: fondos globales.

Estimación MGM en desviaciones ortogonales robusto a heteroscedasticidad y correlación serial. Como variables instrumentales se utilizan retardos hasta t-2 de la variable rentabilidad, suscripciones netas, volatilidad y patrimonio. Coeficientes estimados y p-valor del estadístico t entre paréntesis.

\*. Significatividad al 10%. \*\*. Significatividad al 5%. \*\*\*. Significatividad al 1%.

m1 y m2 se corresponden con los contrastes sobre la correlación serial de primer y segundo orden, respectivamente, sobre los errores en primeras diferencias. Se ofrece el p-valor.

Sargan es un test que contrasta la validez de los instrumentos utilizados. Se ofrece el p-valor. La hipótesis nula que se contrasta es «el conjunto de instrumentos utilizados es válido», por tanto un p-valor suficientemente elevado (por ejemplo, superior al 0,05) no rechazaría la validez de los mismos.

*Tipo de grupo financiero.* Se encuentra que bancos y cajas obtienen mayores rentabilidades que los grupos independientes en las categorías de renta variable y en los fondos de renta fija nacional.

*Fusiones.* Según las estimaciones, los fondos que han experimentado uno o varios procesos de fusión a lo largo del periodo considerado acaban teniendo mayores rentabilidades en las categorías de renta variable internacional y fondos globales.

## 4 Conclusiones

En este artículo se presentan los principales resultados de un estudio reciente sobre la rentabilidad de los fondos de inversión españoles (véase Cambón, 2011). Dicho estudio se enmarca dentro de una rama de la literatura sobre fondos de inversión que ha tratado de dar respuesta a la aparente paradoja que se deriva, por un lado, de los relativamente modestos rendimientos que ofrecen muchos de estos productos y, por otro lado, de su elevada popularidad entre los inversores. No obstante, a diferencia de trabajos anteriores, este estudio no evalúa la razonabilidad de la rentabilidad de los fondos de inversión, sino que ofrece una estimación de la influencia de diversos factores sobre dicha rentabilidad durante el periodo 2000-2009. Los resultados obtenidos a partir de la estimación de un modelo de datos de panel indican que, para el conjunto de los fondos, las rentabilidades actuales no están relacionadas con rentabilidades pasadas. También se ha comprobado que fondos con comisiones de gestión y depósito mayores no tienden a compensar a los partícipes con rentabilidades netas más elevadas.

La presencia de fondos que aplican mayores comisiones dado un nivel de rentabilidad sugiere la presencia de ciertos factores que pueden estar limitando la movilidad de los inversores a la hora de reasignar sus ahorros entre distintos fondos, lo que se traduce en un cierto poder de mercado por parte de las gestoras, especialmente, de aquéllas con mayor tamaño. De hecho, los fondos que ofrecen estas gestoras tienden a mostrar rentabilidades relativamente inferiores. En este sentido, es posible que, tal y como se ha señalado en la literatura anterior, las gestoras ofrezcan a los inversores menos sensibles al rendimiento productos con una rentabilidad esperada más modesta, ajustando sus comisiones de forma estratégica. Por otro lado, la evidencia presentada en este artículo indica que la edad o el tamaño del fondo no parecen tener una influencia significativa sobre su rendimiento, mientras que los fondos de las gestoras pertenecientes a bancos y a cajas obtienen rentabilidades netas superiores, particularmente en las vocaciones de renta variable.

# El uso de los *ratings* en la regulación financiera: medidas y propuestas

Ramiro Losada López (\*)

(\*) Ramiro Losada López pertenece al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.



# 1 Introducción

Las agencias de *rating* gozaron de una elevada reputación en los mercados financieros hasta los primeros años del siglo XXI, cuando se produjo una oleada de quiebras y escándalos contables que afectaron a grandes empresas, como la estadounidense Enron o la italiana Parmalat<sup>1</sup>. La lenta respuesta que las agencias exhibieron en estos casos hizo que se comenzara a cuestionar su labor y, en concreto, su independencia con respecto a los emisores que las contratan y la calidad de sus calificaciones. El estallido de estos escándalos propició un amplio debate en Estados Unidos y Europa sobre la necesidad de revisar la regulación que afectaba a las agencias, dando lugar a diferentes iniciativas. Así, en Estados Unidos se optó por establecer una supervisión directa de las agencias por parte de la Securities and Exchange Commission (SEC), mediante la aprobación en 2006 de la Credit Rating Agency Reform Act<sup>2</sup>. En cambio, en Europa, se optó primordialmente por la autorregulación, adoptándose el Código de Conducta publicado por IOSCO en 2004<sup>3</sup>, consistente en un catálogo de buenas prácticas para las agencias de calificación.

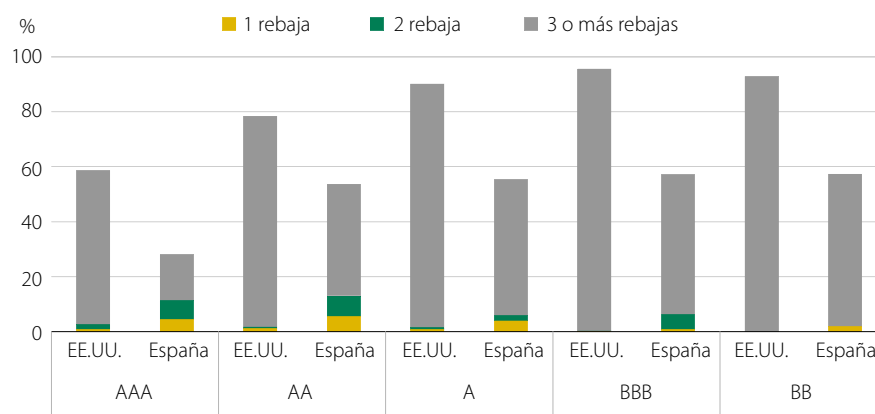
La actual crisis ha provocado que se cuestione de nuevo la labor de las agencias de *rating*. En concreto, se pone en duda la calidad de su labor en la calificación de los activos de titulización durante los años inmediatamente anteriores al estallido de la crisis financiera. En particular, como evidencia de la baja calidad de estos *ratings* se suelen señalar las sucesivas revisiones a la baja a las que se vieron sometidos muchos de estos productos que, inicialmente, habían recibido la más alta calificación crediticia, un fenómeno que fue especialmente intenso en EE.UU. (véase gráfico 1). De hecho, en el caso de Estados Unidos, el considerable porcentaje de fallidos en las emisiones de titulización realizadas en el periodo inmediatamente anterior a la crisis también sugiere la existencia de un sesgo al alza de los *ratings* iniciales (véase gráfico 2).

---

1 Enron se acogió a las normas concursales a finales de 2001, tanto en Estados Unidos como en Europa. Por su parte, el caso Parmalat se hizo público en 2003.

2 Véase Congreso de los EE.UU. (2006), *Credit rating agency reform act of 2006* (S. 3850).

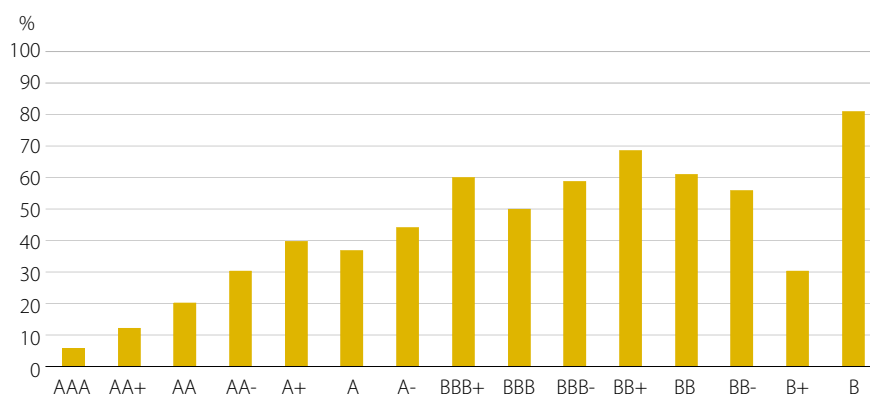
3 Véase IOSCO (2004), *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>



Fuente: Standard and Poor's y CNMV.

1 Porcentaje de los mismos que han experimentado una, dos y tres o más rebajas en su calificación crediticia tras su emisión, entre el primer trimestre de 2005 y el tercer trimestre de 2007. En cada categoría del eje horizontal se incluyen los signos + y - que acompañan a los *ratings* (por ejemplo, AA incluye AA+, AA y AA-). Datos a 29 de octubre de 2009.

Porcentaje de bonos de titulización hipotecarios de EE.UU. en fallido, clasificados por su *rating* de emisión<sup>1</sup>



Fuente: Standard and Poor's y CNMV.

1 Porcentaje sobre bonos de titulización emitidos desde el primer trimestre de 2005 hasta el tercer trimestre de 2007. Datos a 29 de octubre de 2009.

Las causas por las que los *ratings* asignados en la época anterior a la crisis no reflejaron de manera adecuada el riesgo de crédito de las emisiones de titulización son diversas y complejas<sup>4</sup>. Entre ellas, se ha destacado con frecuencia la utilización de los *ratings* por parte de la regulación financiera, señalándose que esta circunstancia puede debilitar los incentivos de las agencias para producir *ratings* de alta calidad.

4 Véanse, por ejemplo, P. Bolton, X. Freixas y J. Shapiro (2009), *The credit ratings game*, NBER working paper No. 14712; A. Ashcraft, P. Goldsmith-Pinkham y J. Vickery (2009), *The role of incentives in the rating of mortgage-backed securities*, Federal Reserve Bank of New York working paper; y R. Losada (2009), *Agencias de rating: hacia una nueva regulación*, CNMV, Documento de Trabajo nº 34.



Así, en principio, si la demanda de calificaciones de las agencias sólo dependiera de la reputación de sus *ratings*, las agencias tendrían un incentivo correcto para emitir *ratings* de la máxima calidad. En estas condiciones, es posible que un descenso en la calidad de los *ratings* no comportara perjuicios para la agencia en un primer momento, pero sí lo haría más adelante, en cuanto los inversores se apercibieran de esta pérdida de calidad. Sin embargo, la situación puede cambiar sustancialmente cuando la demanda dirigida a una agencia de *rating* no sólo depende de su reputación, sino también del valor regulatorio que tengan los *ratings* para los participantes en los mercados. En este caso, diversos expertos coinciden en señalar que el uso intensivo de los *ratings* en la regulación debilita el papel de la reputación como incentivo básico para mantener la calidad de las calificaciones. En particular, respecto a las emisiones de titulización, la literatura académica ha mostrado cómo este debilitamiento del mecanismo de la reputación ayudó significativamente a que las agencias emitieran unos *ratings* por debajo de la calidad deseable<sup>5</sup>.

El uso de los *ratings* en la regulación está ampliamente extendido a escala internacional. Entre otros ejemplos significativos, cabe citar la primera versión de la Directiva sobre requisitos de capital de las entidades de crédito, a través de la cual se implementó Basilea II en Europa, y la enmienda que realizó la SEC estadounidense a la regla 15c3-1 sobre requisitos de capital de las empresas de servicios de inversión<sup>6</sup>. En ambas regulaciones, los *ratings* de los instrumentos que componen el activo de las entidades financieras se han utilizado como información básica a la hora de determinar la solvencia de las entidades financieras. Otro ejemplo que subraya el importante papel de los *ratings* en la regulación es su uso en el ámbito de la inversión colectiva, en concreto para limitar el conjunto de activos en los que una IIC monetaria puede invertir<sup>7</sup>.

Ante el deterioro percibido en la calidad de los *ratings*, diversos organismos internacionales, entre ellos el Financial Stability Board y la Comisión Europea<sup>8</sup>, han realizado recomendaciones y adoptado medidas con el fin de reducir la dependencia de la regulación financiera respecto a las calificaciones de las agencias de *rating*. El objetivo de este artículo es presentar y proporcionar un primer análisis general de las soluciones regulatorias que los diferentes organismos han propuesto con este propósito.

El artículo se estructura como sigue: en la sección segunda se describe el uso de los *ratings* en la regulación financiera. En la sección tercera se analiza el efecto que la

---

5 Véanse D. Bongaerts, K.J. Cremers y W. Goetzmann (2009), *Multiple ratings and credit spreads*, NBER working paper n° 15331; A. Champsaur (2005), *The regulation of credit rating agencies in the U.S. and the E.U.: recent initiatives and proposals*, Working paper, Harvard Law School; y J. Mason y J. Rosner (2007), *Where did the risk go? How misapplied bond ratings cause mortgage-backed securities and collateralized debt obligation market disruptions*, SSRN working paper n° 1027475.

6 La Directiva sobre requisitos de capital es la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio. La regla 15c3-1, conocida como *Net capital requirements for brokers and dealers*, fue reformada por la SEC el 24 de noviembre de 1992 y entró en vigor el 1 de enero de 1993.

7 En particular, como se comenta más adelante, cabe citar la regulación europea de nivel 3 en el ámbito de los fondos monetarios (véase CESR [2010], *CESR's Guidelines on a common definition of European Money market funds*, Documento CESR/10-049).

8 Véase Financial Stability Board (2010), *Principles for reducing reliance on CRA ratings* (27 de octubre) y Comisión Europea (2010), *Public consultation on credit rating agencies* (5 de noviembre).

regulación basada en *ratings* tiene sobre la calidad de los mismos. En la sección cuarta se analizan las propuestas recientes de los organismos internacionales para reducir la regulación basada en *ratings*. Finalmente, en la sección quinta se presentan las conclusiones.

## 2 El uso de las *ratings* en la regulación financiera

Los contratos de deuda generan típicamente una relación principal-agente entre el prestatario (agente) y el prestamista (principal). El primero suele poseer más información que el segundo sobre su propia solvencia y, por tanto, puede tener incentivos para facilitar al prestamista información inadecuada. De ahí que los prestamistas tiendan a desconfiar de la información facilitada por los prestatarios, lo que genera una situación conocida en la literatura económica como «selección adversa». En situaciones de ese tipo, la información disponible puede no permitir a los prestamistas discriminar entre los prestatarios en función del riesgo de crédito, lo que a su vez puede conllevar que los prestatarios con un riesgo de crédito bajo no encuentren financiación a tipos de interés acordes con su situación real.

En este contexto, las agencias de *rating* ofrecen un servicio de evaluación independiente del riesgo de crédito de los prestatarios, destinado a reducir problemas de información asimétrica. Sus opiniones, cuando cuentan con la calidad adecuada, reducen los costes de acceso a la información de los agentes que intervienen en los mercados de deuda y ayudan a que éstos sean más eficientes, lo que se refleja en que los emisores de deuda pagan unos diferenciales por su deuda más ajustados a su riesgo de crédito.

Además de su papel como evaluadores del riesgo de crédito de emisores y emisiones, las agencias de *rating* también desempeñan una importante función de certificación encomendada por la regulación financiera. Así, la regulación financiera ha venido utilizando los *ratings* como información relevante para fijar determinados requisitos regulatorios. En las últimas décadas, los *ratings* se han utilizado principalmente en tres áreas de la regulación:

- Regulación prudencial. En este ámbito, el uso de los *ratings* se vio notablemente potenciado por el Acuerdo de Capital Basilea II, aprobado en 2004. Las recomendaciones de este acuerdo contemplaban la posibilidad de utilizar las calificaciones emitidas por las agencias de *rating* para medir el riesgo de crédito asociado a las carteras de las entidades de crédito. Como se ha indicado, la normativa europea recogió esta posibilidad en la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la adecuación del capital de las empresas de servicios de inversión y de las entidades de crédito. En Estados Unidos también se produjo una adaptación de la normativa en esta misma línea que, en el caso de los intermediarios de los mercados de valores, se instrumentó a través de una regla de capital neto formulada por la SEC y recogida en el artículo 15c3-1 de la Securities Act de 1933.
- Regulación sobre los límites de inversión aplicables a determinados inversores institucionales. Estas restricciones afectan, sobre todo, a las IIC y a los fondos

de pensiones a la hora de invertir en activos financieros que tengan un riesgo elevado, normalmente activos con un *rating* inferior a BBB-. En Estados Unidos, un ejemplo de este tipo de regulación fue la Banking Act de 1935, por la que se comenzó a obligar a los bancos nacionales a comprar activos con grado de inversión (*investment grade*). Como se ha indicado, otro ejemplo, en este caso en Europa, es la regulación de nivel 3 publicada por CESR en 2010, que desarrolla la Directiva 2009/65/EC del Parlamento Europeo y del Consejo de 13 de julio de 2009 por la se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios. En esta regulación de nivel 3 se obliga a que los fondos monetarios a corto plazo inviertan en activos calificados por alguna de las agencias que operan bajo la supervisión de ESMA. Además, se limita la inversión de este tipo de fondos a activos cuyos *ratings* sean iguales o superiores al segundo máximo escalón que la agencia posea en su escala a corto plazo.

- Regulación sobre transparencia. En algunos casos, los emisores que poseen un elevado *rating* se benefician de un tratamiento más flexible en materia de regulación. Así, por ejemplo, la legislación francesa permite que la Autorité des Marchés Financiers (AMF) reduzca los requisitos de transparencia de los emisores con mayor *rating*.

Además de su utilización como *input* en distintos tipos de regulación, las agencias también desempeñan una función de estandarización. Las escalas utilizadas por las agencias para clasificar sus opiniones sobre la solvencia permiten a los inversores comparar el riesgo de diferentes emisiones de deuda, con independencia de que correspondan a distintos sectores, países o productos financieros.

Para que las agencias realicen correctamente las tres funciones señaladas (provisión de información, certificación y estandarización) es necesario que los *ratings* que emiten tengan la calidad adecuada. De hecho, la idea que subyace en el uso de los *ratings* en la regulación es que éstos poseen una elevada calidad y realmente reflejan el riesgo crediticio de emisores y emisiones. Sin embargo, como se analizará más adelante en este artículo, el uso intensivo de los *ratings* con fines reguladores pudo, en ocasiones, afectar negativamente a la calidad de los *ratings* en los años anteriores a la crisis.

### **3 El efecto del uso de los *ratings* en la regulación sobre la calidad de las calificaciones**

Para que las agencias de calificación emitan *ratings* con la calidad adecuada es condición necesaria que el mecanismo de la reputación funcione adecuadamente, esto es, que las agencias tengan incentivos para mantener una elevada calidad en sus *ratings* de forma persistente. Si la demanda dirigida a las agencias de *rating* sólo dependiera del valor informativo que los inversores otorgan a sus calificaciones, el mecanismo de la reputación garantizaría que los *ratings* tuvieran una calidad deseable. Sin embargo, para determinados inversores con un peso notable en el mercado (entidades de crédito, inversores institucionales y otras entidades financieras), la demanda de calificaciones crediticias no sólo depende de su valor informativo, sino

también de la utilidad que los *ratings* tienen a la hora de cumplir determinados requisitos regulatorios. Si este componente tiene un peso importante en la demanda dirigida a las agencias de calificación, los incentivos para que éstas mantengan unos niveles de calidad elevados en sus *ratings* pueden llegar a verse negativamente afectados.

Los reguladores establecen algunos requisitos para que los *ratings* de las agencias de calificación puedan ser utilizados en la regulación. Así, en la década de 1970, la SEC creó un sistema de registro para las agencias de *rating* que desearan acogerse a esta posibilidad (*national registered statistical rating organizations*, NRSRO). La designación de una agencia como NRSRO requería la emisión de un informe de la SEC indicando que no se debían emprender acciones en contra de su registro (*no action letter*). Los criterios de designación eran genéricos y estaban sujetos a cierta discrecionalidad. Así, los *ratings* de la agencia debían ser fiables, creíbles y de amplia utilización en el mercado. Este sistema estuvo en vigor en Estados Unidos hasta 2008, año en que entró en vigor un nuevo sistema NRSRO a raíz de la promulgación en 2006 de la Credit Rating Agency Reform Act<sup>9</sup>.

El sistema de designación NRSRO introdujo nuevas barreras de entrada en una industria que ya de por sí reúne las condiciones para ser un oligopolio natural debido a la importancia de la reputación, lo que favorece una acumulación notable de poder de mercado para algunas agencias. Téngase en cuenta que si una agencia está consolidada en el mercado, normalmente, disfrutará de altos beneficios. Además, si el número de entrantes potenciales tiende a reducirse, también tenderá a hacerlo la presión competitiva, en particular la presión para innovar en las metodologías, con la consiguiente pérdida potencial en la calidad de los *ratings* a largo plazo.

Dentro de la literatura sobre agencias de *rating*, algunos autores aportan evidencia sobre la relevancia de los objetivos regulatorios en la emisión de *ratings* durante el periodo precrisis y su impacto sobre la calidad de los mismos. En particular, Bongaerts et al. (2009)<sup>10</sup> describen cómo en las regulaciones financieras, especialmente aquéllas en las que se establecía un trato diferenciado entre emisiones con grado de inversión y emisiones especulativas, los *ratings* tuvieron un papel importante en la composición de la demanda a la que se enfrentaban las agencias. En particular, estos autores muestran evidencia de que, en el mercado de bonos corporativos, los emisores evaluados por las dos principales agencias sólo contrataban a una tercera cuando había dudas sobre si el emisor tenía grado de inversión. Esto es, sólo se contrataba

---

9 En Europa también existe un mecanismo de designación de agencias cuyos *ratings* pueden ser usados en la regulación. Este sistema emana de la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito. En esta directiva se establecen las normas que las agencias deben cumplir para que sus *ratings* puedan ser utilizados en el cálculo del capital regulatorio de las entidades. A las agencias que cumplen estos requisitos se las denomina *external credit assessment institutions* (ECAI). Los requisitos que una agencia debe cumplir para alcanzar la condición de ECAI son de diverso tipo, si bien, quizá la característica más importante es que sus *ratings* gocen de reconocimiento en el mercado y que sean consideradas creíbles y fiables por parte de sus usuarios. Al igual que sucede con el sistema NRSRO, una vez que una agencia es designada como ECAI parece difícil que sea desposeída por parte de los supervisores de dicha condición. Actualmente, en Europa las agencias de *rating* necesitan estar registradas y bajo la supervisión de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) para poder acceder a la condición de ECAI.

10 Véase nota 5.

una tercera agencia con el objetivo de que el emisor mantuviese o alcanzase el grado de inversión.

Otros trabajos anteriores, como Champsaur (2005) y Mason y Rosner (2007)<sup>11</sup>, también vinculan en gran medida el comportamiento de las agencias antes de la crisis con la regulación a la que estaban sujetas, principalmente el sistema NRSRO norteamericano. En concreto, estos artículos muestran que el impacto negativo del uso regulatorio de las calificaciones emitidas por las agencias de *rating* sobre su calidad fue especialmente acusado en el caso de las emisiones de titulización, debido a que este tipo de emisiones tenían un gran valor regulatorio tanto para emisores como para inversores.

Además de su efecto directo sobre la calidad de los *ratings*, la utilización de éstos en la regulación tiene potencialmente otras consecuencias negativas. En particular, Sy<sup>12</sup> pone de manifiesto cómo el uso de los *ratings* con fines regulatorios en los años que precedieron a la actual crisis provocó que parte de los inversores basaran su inversión en productos complejos, como son las titulizaciones, sin realizar sus propios análisis sobre la conveniencia de dichas inversiones.

Aparte de la escasa calidad presente en algunas de las titulizaciones emitidas antes de la crisis, especialmente en Estados Unidos, es interesante observar cuál ha sido el comportamiento que han tenido los *ratings* en dos de los principales tipos de emisiones sobre las que las agencias realizan calificaciones: las emisiones corporativas y las soberanas. Diversos analistas y expertos han apuntado que, desde que estalló la crisis, los *ratings* han ido acomodándose al deterioro de los emisores, si bien el descenso observado en los mismos puede no haberse realizado a la velocidad adecuada. Estos analistas y expertos argumentan que las bajadas de *rating* se han producido cuando el deterioro crediticio había sido ya descontado en su mayor parte por el mercado a través del mercado de CDS<sup>13</sup>.

Una posible explicación de la aparente rigidez a la baja de las calificaciones es el potencial conflicto de interés al que se enfrentan las agencias por el hecho de que son los emisores quienes les pagan por emitir sus calificaciones. La regulación basada en *ratings*, principalmente la que afecta a los inversores de deuda, también ha podido contribuir a este patrón en el ajuste de las calificaciones. Este tipo de regulación puede propiciar que los cambios de calificación por parte de las agencias afecten directamente a la solvencia del emisor en ese momento. En concreto, una bajada de *rating* puede hacer que el emisor entre en una espiral negativa al penalizarle las regulaciones que utilizan los *ratings* como referencia<sup>14</sup>. Así, por ejemplo, regulaciones como la de requisitos de capital a entidades financieras, donde juegan un papel

---

11 Véase nota 5.

12 Véase A.N.R. Sy (2009), *The systemic regulation of credit rating agencies and rated markets*, IMF working paper 09/129.

13 Véase, por ejemplo, J. Hull, M. Predescu y A. White (2004), «The relationship between credit default swap spreads, bond yields, and credit rating announcements», en *Journal of Banking and Finance*, vol. 28, pp. 2789-2811, y A. di Cesare (2006), «Do market-based indicators anticipate rating agencies? Evidence for international banks», en *Economic Notes*, vol. 35, pp. 121-150.

14 El efecto regulatorio más conocido es el *cliff effect*. Este efecto consiste en que determinados inversores deben deshacerse inmediatamente de parte de su cartera debido a que determinados instrumentos pasan a poseer un *rating* por debajo de un determinado umbral.

importante las calificaciones crediticias de los activos de la entidad, o las que restringen las inversiones de determinadas IIC en activos con un *rating* por debajo de cierto umbral, pueden penalizar a este tipo de entidades si invierten en valores que hayan sufrido una rebaja de *rating*, por lo que, en general, tratarán de evitarlo. La prevención respecto a este tipo de inversiones se verá especialmente acentuada en momentos en los que exista una gran incertidumbre en el mercado sobre la solvencia del emisor. Este efecto regulatorio podría explicar, al menos parcialmente, por qué en muchos casos las agencias tienden a rebajar sus ratings con un cierto retraso con respecto a la información sobre el riesgo de crédito del activo en cuestión contenida en indicadores de mercado, como los diferenciales en los precios de la renta fija o los CDS<sup>15</sup>.

## 4 Propuestas regulatorias

La constatación de que las calificaciones emitidas en las titulaciones del periodo precrisis no tenían una calidad adecuada situó a las agencias de *rating* en un lugar central de los análisis sobre las causas de la crisis financiera y sobre las propuestas de reforma impulsadas por el G-20. En abril de 2008, el Financial Stability Forum (FSF), que sería sustituido poco después por el actual FSB, realizó una serie de recomendaciones con el objetivo de mejorar la calidad de los *ratings*. Estas recomendaciones se pueden dividir en dos categorías: en la primera estarían las que afectan directamente a la actuación de las agencias y en la segunda aquéllas que les afectan de una manera indirecta<sup>16</sup>.

Dentro de la primera categoría de medidas, el FSF recomendó que IOSCO revisara su código de conducta para el sector<sup>17</sup>, elaborado en 2004 y de aplicación voluntaria, con un triple objetivo: que las agencias tomaran medidas para evitar los conflictos de interés, que los inversores pudieran tener acceso a las metodologías y a los criterios utilizados para la elaboración de las calificaciones y que se aumentara la competencia en la industria de las agencias de *rating*. Siguiendo esta recomendación, el Código fue revisado ese mismo año<sup>18</sup>. Sin embargo, tanto la Unión Europea como Estados Unidos decidieron ir más allá de este enfoque basado en recomendaciones y legislar sobre esta materia, para regular y supervisar a las agencias de calificación. La Unión Europea, a través del Reglamento 1060/2009 del Parlamento Europeo y del

---

15 Véase, por ejemplo, E. Altman y H. Rijken (2004), «How ratings agencies achieve rating stability», en *Journal of Banking and Finance*, pp. 2679-2714, y D. Lando y T. Skodeberg (2002), «Analyzing rating transitions and rating drift with continuous observations», en *Journal of Banking and Finance*, vol. 26, pp. 423-444.

16 Véase Financial Stability Forum (2008), *Enhancing market and institutional resilience*, disponible en [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_0904d.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0904d.pdf). En este informe se realizaba un diagnóstico y se formulaban recomendaciones sobre cómo mejorar la situación en los mercados y las instituciones financieras. En particular, el informe analizaba el papel de las agencias de *rating* durante la crisis y proponía medidas destinadas a mejorar la calidad de las calificaciones emitidas por las mismas.

17 Véase nota 3.

18 Véase IOSCO (2008), *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>.

Consejo sobre agencias de *ratings* y su posterior reforma<sup>19</sup>, estableció el registro obligatorio para estas entidades y su supervisión directa por parte de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA). Del mismo modo, Estados Unidos, a través de la Credit Rating Agency Reform Act de 2006 y su posterior reforma a través de la Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act de 2010, obligó al registro y supervisión directa de las agencias de *rating* por parte de la SEC.

Dentro de la segunda categoría de medidas, el FSF recomendó, como uno de los principales puntos de interés, el estudio de la influencia que podía haber tenido el uso extensivo de los *ratings* en la regulación sobre su calidad. Posteriormente, en noviembre de 2010, el FSB estableció una serie de principios, luego refrendados por el G-20, con el objetivo de reducir la presencia de los *ratings* en la regulación financiera. La reducción propuesta abarcaba cinco campos: la supervisión financiera de los bancos, las políticas de inversión de los inversores institucionales, las operaciones de los bancos centrales, los requerimientos de garantías en la negociación de activos y los requisitos de transparencia para los emisores de valores. Uno de los principales objetivos de estos principios era reducir las ventas forzosas que pueden provocar los cambios de *rating*, puesto que tales ventas pueden amplificar la proclividad y ser causa de riesgo sistémico.

El FSB indicó que los principios acordados se debían implementar a través de: 1) la eliminación en la regulación de las referencias a los *ratings* emitidos por las agencias de calificación y su sustitución, siempre que fuera posible, por otras evaluaciones alternativas de riesgo de crédito y 2) el desarrollo por parte de las entidades de crédito, los inversores institucionales y el resto de los participantes de sus propios métodos de evaluación del riesgo de crédito, para que estas instituciones no tomen sus decisiones de inversión basándose únicamente en *ratings* emitidos por agencias de calificación.

Las recomendaciones del FSB ya han sido tomadas en consideración, tanto por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en la elaboración del nuevo marco de capital bancario (conocido como Basilea III), como en la reforma regulatoria llevada a cabo en Estados Unidos. En este último país, las recomendaciones del FSB ya se han comenzado a implementar. Así, la mencionada Ley Dodd-Frank de 2010, en su sección 939, exhorta a las agencias federales a que revisen sus regulaciones para que sustituyan las referencias a *ratings* de emisiones o emisores. Las autoridades estadounidenses abogan por que los *ratings* sean sustituidos por otras medidas alternativas del riesgo de crédito, especialmente por modelos internos construidos por los propios participantes del mercado. Siguiendo este mandato, actualmente las distintas agencias están discutiendo y proponiendo cómo implementar esta medida. En concreto, la SEC ha propuesto ya reformar la Investment Company Act de 1940 para eliminar las referencias a los *ratings* de las agencias, lo que afecta de manera especial a la determinación de los activos aptos para formar parte de la cartera de los fondos monetarios. Por tanto, cabe esperar que, en un futuro cercano, una parte

---

19 Véase Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea (2009), *Regulación nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de la Unión Europea, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia*.

considerable de la regulación basada en *ratings* desaparezca de la regulación de Estados Unidos.

En la Unión Europea, la discusión sobre la necesidad de reducir la regulación referenciada a *ratings* no se encuentra tan avanzada. En noviembre de 2010, la Comisión Europea lanzó un documento de consulta sobre agencias de *rating* con el que se pretende cubrir temas regulatorios pendientes con respecto a estas entidades. Uno de los principales temas que trata la propuesta es la disminución de la dependencia de los *ratings* por parte de la regulación y la forma en que se trataría de implementar. En concreto, el documento propone reducir la regulación basada en *ratings* en tres áreas concretas:

- En el cálculo de los requisitos de capital de las entidades reguladas.
- En los sistemas internos de cálculo de riesgos de las entidades financieras reguladas.
- En el cálculo de los umbrales que restringen el universo de activos en los que determinados inversores institucionales, sobre todo IIC y fondos de pensiones, pueden invertir.

Esta reducción se llevaría a cabo mediante la sustitución de los *ratings* por modelos internos que serían diseñados por las propias entidades atendiendo a los principios generales descritos en la regulación. Está previsto que las medidas propuestas en el documento a consulta modifiquen varias regulaciones europeas. En concreto, la Comisión Europea se ha fijado como primer objetivo reformar la Directiva 2006/48/CE sobre la adecuación del capital de las empresas de servicios de inversión y de las entidades de crédito para acomodarla a los acuerdos de Basilea III en esta materia.

Además de las propuestas de la Comisión Europea, también el Consejo de gobierno del Banco Central Europeo, tal y como expresó en su Informe Anual de 2009, se encuentra estudiando la posibilidad de reducir la dependencia de los *ratings* en las operaciones de financiación del Eurosistema.

Como se desprende de los argumentos presentados en la sección tercera de este artículo, una reducción de la regulación basada en *ratings* es, en general, deseable, en la medida en que puede contribuir a aumentar la calidad de los *ratings* mediante el reforzamiento del mecanismo de la reputación en la industria de las agencias de calificación. Sin embargo, la sustitución en la regulación financiera de los *ratings* por otros indicadores alternativos del nivel de riesgo de crédito también tiene costes aparejados. Por ejemplo, si, como propone el FSB, la regulación basada en *ratings* se sustituye en gran medida por evaluaciones provenientes de modelos internos desarrollados por las entidades bajo supervisión, los costes de evaluación del riesgo podrían aumentar notablemente para estas entidades, del mismo modo que aumentarían los costes de supervisión para el regulador público.

Por otro lado, no se puede garantizar, en general, que las entidades puedan realizar individualmente mejores evaluaciones sobre el riesgo de crédito que las agencias. De hecho, aún en el supuesto de que las entidades se esforzasen en realizar las evaluaciones, es difícil que todas tengan acceso a información suficiente sobre emisores



y emisiones para realizar un análisis correcto. Por ello, para que las entidades pudieran hacer sus propios análisis sería necesario que se aumentara la transparencia de los emisores y de las emisiones de deuda, especialmente en el caso de las emisiones de titulización.

Además de las dificultades de acceso a la información, los gestores de las entidades supervisadas no tendrían siempre los incentivos correctos para realizar un análisis del riesgo de crédito adecuado. Generalmente, los gestores reciben una retribución extra cuando la entidad obtiene beneficios por encima de un determinado umbral, pero no se les disminuye la retribución en la misma proporción cuando la entidad está en pérdidas. Esta asimetría puede incentivar que se utilicen modelos de valoración del riesgo de crédito que permitan a las entidades tomar excesivos riesgos, como quedó demostrado, por ejemplo, para los cinco primeros bancos de inversión estadounidenses durante la crisis financiera. La regulación obligará a que los modelos de las entidades supervisadas cumplan determinados principios generales para compensar estos incentivos, pero puede que no sea suficiente para anularlos.

Por otra parte, debido a los costes que supone la implantación de los modelos internos propuestos por la Comisión Europea, especialmente para las entidades financieras de menor tamaño, podría ser conveniente no eliminar totalmente las referencias a los *ratings*. En efecto, la obligatoriedad de los modelos crea una barrera de entrada de carácter regulatorio en la industria y, si no se contempla una alternativa para las entidades de menor tamaño, podría crearse un problema de competencia a largo plazo en el sector financiero.

En cualquier caso, si se decidiera imponer la utilización de modelos internos en las entidades supervisadas, sería recomendable no eliminar de la regulación otras medidas públicas del riesgo como son los *ratings*. Así, puesto que los incentivos de los gestores no siempre están alineados con el interés general, sería aconsejable que existiese algún tipo de contrapeso, en este caso valoraciones alternativas, a los resultados que produzcan los modelos internos.

Otra posibilidad para complementar la información contenida en los *ratings* y reducir su papel en la regulación es la utilización de medidas del riesgo de crédito basadas en los precios de los instrumentos de mercado que recojan dicho riesgo, como, por ejemplo, los diferenciales de los bonos o los CDS<sup>20</sup>. Hasta la fecha, los principales organismos internacionales se han mostrado contrarios al uso de este tipo de indicadores en la regulación financiera, argumentando para ello que esta clase de instrumentos en muchas ocasiones no tienen la liquidez adecuada y que sus precios pueden ser muy volátiles, especialmente en tiempos de crisis. En concreto, un elevado nivel de volatilidad podría provocar un efecto procíclico en los requisitos de capital de las entidades de crédito o un aumento de las ventas forzosas en escenarios tensionados, en el caso de las entidades supervisadas. No obstante, los problemas asociados al exceso de volatilidad podrían reducirse si se tomara como referencia una media mensual o cualquier otro estadístico que suavice la volatilidad de los

---

20 Loffler muestra cómo las medidas basadas en instrumentos de mercado fueron superiores a los *ratings* en términos de riesgo, pérdidas esperadas y medidas de riesgo-retorno en una cartera con instrumentos con riesgo de crédito en los años de 1983 a 2002. Véase G. Loffler (2004), «Ratings versus market-based measures of default risk in portfolio governance», en *Journal of Banking and Finance*, vol. 28, pp. 2715-2746.

precios diarios de estos instrumentos. También podría atenuarse ese problema tomando como medida del riesgo de crédito la obtenida mediante los *ratings* cuando los instrumentos de mercado sufran una volatilidad por encima de un determinado umbral.

## 5 Conclusiones

La crisis financiera que se inició en 2007 ha puesto de manifiesto que los *ratings* que se habían emitido para algunas titulizaciones, especialmente en Estados Unidos, habían infravalorado el riesgo de crédito que realmente tenían estos productos. Aunque las causas por las cuales las agencias emitieron *ratings* con una calidad por debajo de la deseable son múltiples, un factor a tener en cuenta es la influencia de la regulación basada en *ratings*. Así, el uso amplio de *ratings* por motivos ligados al marco regulatorio podría haber debilitado el mecanismo de la reputación, al enfrentarse las agencias a una demanda que no depende sólo del valor informativo que tienen sus calificaciones.

En este contexto, distintos organismos con responsabilidad en la regulación financiera han abierto recientemente un debate acerca de cómo reducir una excesiva dependencia de la regulación con respecto a los *ratings*. En una primera ronda de medidas, el FSB recomendó que se revisara el Código de Conducta, de aplicación voluntaria para el sector y que había realizado IOSCO en 2004, con un doble objetivo: que la actividad de las agencias fuera más transparente y que se redujeran los conflictos de interés entre los emisores y las propias agencias. En el caso de Estados Unidos y la Unión Europea, los legisladores fueron más allá y modificaron la regulación de tal manera que la actividad de las agencias de *rating* pasó a estar supervisada directamente por la SEC y por ESMA, respectivamente.

Más recientemente, el FSB ha mostrado su preocupación por la influencia que la regulación basada en *ratings* pudo haber tenido sobre la calidad de los *ratings* asignados a las emisiones de titulización anteriores a la crisis. Así, en noviembre de 2010, el FSB aprobó una serie de principios, que fueron refrendados por el G-20, con el objetivo de reducir el uso de los *ratings* en la regulación financiera. En concreto, el FSB propuso que esta reducción se hiciera como norma general a través de modelos construidos por los participantes en los mercados financieros para su uso interno.

Las recomendaciones del FSB han encontrado una respuesta inmediata en Estados Unidos a través de la Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act de 2010, que aboga por una reducción de la regulación basada en *ratings*. Además, esta nueva ley dispone que los *ratings* sean sustituidos por modelos internos construidos por las entidades participantes en el mercado. En el caso de la Unión Europea, tras una consulta pública está previsto que se implementen las recomendaciones del FSB mediante la reforma de varias regulaciones, entre ellas, de manera prioritaria, la Directiva 2006/48/CE sobre la adecuación del capital de las empresas de servicios de inversión y de las entidades de crédito.

El objetivo de las medidas propuestas por el FSB para la reducción del uso de los *ratings* en la regulación financiera es un objetivo deseable, ya que fortalece el meca-

nismo de la reputación entre las agencias de *rating* y, con ello, la calidad de sus *ratings*. Sin embargo, la sustitución de los *ratings* por el uso de modelos internos por parte de las entidades no es trivial. En concreto, el uso extensivo de modelos internos provocaría el aumento de los costes de evaluación del riesgo de crédito y de su supervisión. Además, a estos costes directos habría que sumar los costes indirectos derivados de un aumento en la transparencia de los emisores para que todas las entidades tengan acceso a la información necesaria para realizar sus mediciones.

Pero quizás el mayor inconveniente que surge con el uso de modelos internos proviene de los posibles incentivos que tienen los gestores de estas entidades para realizar evaluaciones que infravaloren los riesgos que asume su entidad. En muchas ocasiones, los gestores reciben beneficios extra cuando la entidad obtiene resultados por encima de un determinado umbral, pero no se ven penalizados de forma simétrica cuando su entidad tiene pérdidas. Aunque la regulación provea de principios generales para la construcción de estos modelos internos, no parece fácil que éstos sean suficientes por sí mismos para la corrección de los incentivos que tienen los gestores. Una forma de mitigar estos problemas relacionados con los incentivos podría consistir en no eliminar totalmente la referencia a los *ratings* en la regulación financiera, sino complementarla con información y análisis procedentes de fuentes internas y, también, con indicadores del riesgo de crédito basados en datos de mercado, como los diferenciales en los precios de los bonos en cuestión o en sus CDS.



### III Novedades regulatorias



# Modificaciones introducidas por la Ley de Economía Sostenible en el mercado de valores

Adela Aguilar, Fernando Ibáñez y Ángel Domínguez (\*)

(\*) Adela Aguilar, Fernando Ibáñez y Ángel Domínguez pertenecen al Departamento de Autorización y Registro de Entidades, al Departamento del Servicio Contencioso y del Régimen Sancionador y al Departamento de Informes Financieros y Corporativos de la CNMV, respectivamente.





## 1 Introducción

El presente artículo describe las principales modificaciones introducidas por la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible (en adelante, LES), en el mercado de valores. En consonancia con las pautas adoptadas por el G-20 y con las decisiones de la Unión Europea, el Capítulo III de la LES incluye medidas de reforma del mercado financiero destinadas a aumentar la transparencia y la calidad del gobierno corporativo.

También se describen en este artículo las novedades introducidas por la LES en el ámbito de las competencias de la CNMV. La constante evolución del mercado de valores hace necesaria, a fin de que la CNMV pueda cumplir con las funciones que la Ley le encomienda, una permanente adaptación del régimen jurídico que regula la supervisión, inspección y sanción de las personas, físicas y jurídicas, que intervienen en el mismo.

En este sentido, la LES introduce en sus disposiciones finales Quinta, Séptima y Octava una serie de modificaciones que tienen por objeto reforzar y homogeneizar el régimen de supervisión, inspección y sanción previsto en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, LMV), la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante, LIIC) y la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, Reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo (en adelante, LREC-R).

El artículo se estructura en cuatro secciones. La sección segunda analiza las nuevas exigencias de transparencia en gobierno corporativo. En la sección tercera se estudian las modificaciones introducidas en el régimen de supervisión, inspección y sanción atribuido a la CNMV. La última sección presenta las consideraciones finales.

## 2 Transparencia y gobierno corporativo

La LES establece como norma determinados aspectos relativos a la transparencia sobre retribuciones de los consejeros que, hasta su entrada en vigor, eran recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas.

Así, la LES establece que en las juntas que se celebren a partir de 2012, las sociedades anónimas cotizadas deberán someter a votación, con carácter consultivo y como punto del orden del día, un informe sobre las remuneraciones de sus consejeros.

Según nuestro marco jurídico, las sociedades cotizadas son libres para seguir o no las recomendaciones de buen gobierno, pero al informar sobre si las cumplen o no deben respetar el significado de los conceptos que se emplean para formularlas, en especial las definiciones de las tipologías de consejeros.

La LES refuerza el alcance de estas definiciones al establecer que la información incluida en el Informe Anual de Gobierno Corporativo<sup>1</sup> (en adelante, IAGC) sobre la composición del Consejo de administración, sus comisiones delegadas y la calificación de sus consejeros, deberá elaborarse de acuerdo con las definiciones que establezca el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la CNMV.

Otro de los objetivos de la LES en materia de gobierno corporativo es el de mejorar la información que las entidades emisoras publican sobre sus sistemas de control interno. Para ello, introduce un nuevo epígrafe en el IAGC en el que se tienen que describir las características de los sistemas internos de control y gestión de riesgos, en relación con el proceso de emisión de la información financiera.

Todas estas novedades se comentan con más detalle a continuación.

## 2.1 Informe de remuneraciones de los consejeros

En 2007 se divulgaron dos informes de la Comisión Europea sobre el grado de incorporación de las recomendaciones publicadas en 2004 y 2005 por esta misma institución<sup>2</sup>. Los informes ponían de manifiesto que la mayoría de los Estados Miembros habían adoptado mediante mandato legal las recomendaciones relativas a la transparencia de la política de retribuciones.

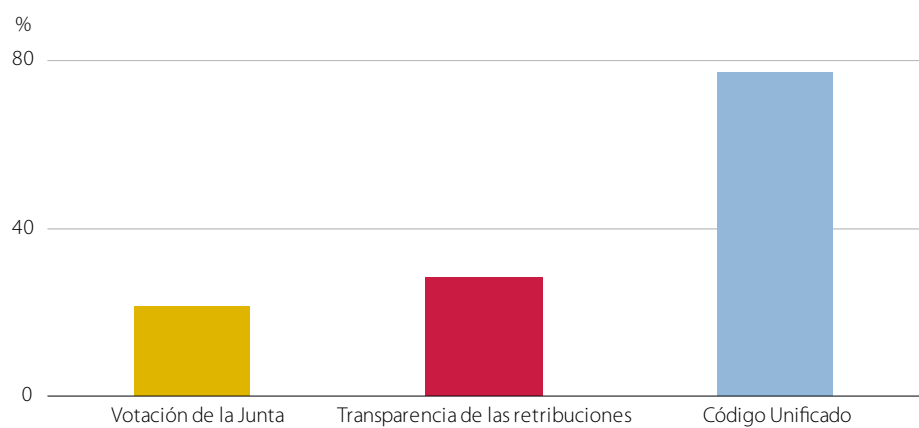
En España, estas recomendaciones no se habían establecido como obligatorias mediante su inclusión en el ordenamiento jurídico, sino que se habían incorporado al Código Unificado bajo el principio de «cumplir o explicar».

Según las declaraciones incluidas en los IAGC del año 2009, sólo dos recomendaciones, ambas referidas a la transparencia de las retribuciones de los consejeros, eran seguidas por menos de un tercio de las sociedades cotizadas. Se trataba, en concreto, de la recomendación 40 –que el Consejo someta a la Junta un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros– y la 41 –que en la memoria se detallan las retribuciones individuales. En el primer caso el seguimiento de las sociedades cotizadas se situaba en el 21,2% del total y, en el segundo, en el 28,2%. Como se aprecia en el gráfico 1, estos porcentajes de seguimiento son muy inferiores al cumplimiento promedio de las 58 recomendaciones contenidas en el Código Unificado.

---

1 Las sociedades cotizadas deben elaborar un informe anual de gobierno corporativo en el que se detallan aspectos como la estructura de la propiedad, la estructura de administración de la sociedad, las operaciones vinculadas, los sistemas de control de riesgos, la Junta general y el grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo. La obligación de presentar este informe anual está recogida en el artículo 61 bis de la LES.

2 Recomendación 913/2004/CE relativa a la remuneración de los consejeros de las empresas con cotización en bolsa y recomendación 162/2005/CE relativa a los comisiones del Consejo.



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

Según las declaraciones incluidas en los IAGC, en los tres años de aplicación del Código Unificado no se ha observado una mejora sustantiva en el grado de seguimiento de estas dos recomendaciones.

La LES ha incorporado ambas recomendaciones al ordenamiento jurídico al establecer que, a partir de las juntas generales que se celebren en el primer semestre del año 2012 en relación con el ejercicio anterior, las sociedades anónimas cotizadas deberán someter a votación, con carácter consultivo y como punto del orden del día, un informe sobre las remuneraciones de sus consejeros.

El informe, cuyo contenido está pendiente de desarrollo por medio de una orden ministerial, incluirá información completa, clara y comprensible sobre la política de remuneraciones de la sociedad aprobada por el Consejo para el año de referencia, así como, en su caso, la prevista para años futuros.

Incluirá también un resumen global de cómo se aplicó la política de retribuciones durante el ejercicio, así como el detalle de las retribuciones individuales devengadas por cada uno de los consejeros.

## **2.2 Actualización del Código Unificado**

En junio de 2009, la Comisión Europea publicó una nueva recomendación sobre los sistemas retributivos de los consejeros de las sociedades cotizadas que complementaba determinados aspectos de las publicadas en 2004 y 2005.

En ella, la Comisión Europea invitaba a los Estados a organizar consultas nacionales dirigidas a los interesados y a informar sobre las medidas adoptadas para impulsar la aplicación de la recomendación, con el fin de que la Comisión pueda seguir de cerca la situación y evaluar la necesidad de adoptar nuevas disposiciones.

Con el objetivo de dar cumplimiento a dicha recomendación de la Comisión Europea, la CNMV elaboró un Proyecto de actualización del Código Unificado de Buen Gobier-

no que incorporaba todas las medidas recomendadas por la Comisión Europea y derogaba las recomendaciones que habían sido incluidas como norma en la LES.

La propuesta de actualización del Código Unificado fue sometida a consulta pública entre el 17 de diciembre de 2009 y el 17 de febrero de 2010. Entre los comentarios recibidos, destacan las aportaciones de los miembros del Grupo especial de trabajo que había asesorado a la CNMV en la elaboración del Código, así como las de otras personas e instituciones de reconocido prestigio.

Con estas aportaciones se ha elaborado una actualización del Código Unificado que recoge las nuevas recomendaciones de la Comisión Europea sobre sistemas retributivos y que, una vez que ha entrado en vigor la LES, será sometida a la aprobación del Consejo de la CNMV.

Las nuevas recomendaciones que incorpora el Código Unificado son las siguientes:

- 1 Que la parte fija suponga un porcentaje suficiente de la retribución total.

Se recomienda que la parte fija de la remuneración tenga por sí sola entidad suficiente para que la retribución de la dedicación, cualificación y responsabilidad que el cargo de consejero comporta sea adecuada, aún en el caso de que la compañía acuerde no abonar la parte variable al considerar que el consejero no ha cumplido de forma satisfactoria con los criterios de evaluación del desempeño fijados.

- 2 Que los componentes variables estén vinculados a criterios de evaluación del desempeño predeterminados y medibles.

Los componentes variables de la retribución deberán ir vinculados a unos criterios de evaluación del desempeño predeterminados que sean medibles y que busquen promover la sostenibilidad de la empresa a largo plazo, incluyendo criterios no financieros.

- 3 Que se posponga el pago de una parte del componente variable.

Se recomienda posponer una parte importante del componente variable de la retribución por un periodo de tiempo que permita comprobar si se han cumplido las condiciones a las que su pago estaba sujeto.

- 4 Que se establezca un plazo de diferimiento de al menos tres años en los sistemas retributivos basados en acciones.

Para alinear los intereses de los consejeros con los de los accionistas, en los sistemas retributivos basados en acciones se recomienda establecer un plazo de diferimiento de, al menos, tres años desde la decisión de la compañía de otorgar esa retribución.

También se recomienda que se obligue a los consejeros a conservar de forma plena, hasta el final de su mandato, un número de acciones equivalente a dos veces el valor de su remuneración anual total, sin perjuicio de la enajenación de las acciones necesarias para la financiación de sus costes de adquisición.

5 Que se incluyan cláusulas *claw-back*.

Los acuerdos contractuales deberían incluir cláusulas o fórmulas que permitan a la sociedad reclamar el reembolso de los componentes variables, cuando el pago se haya producido sin cumplirse las condiciones a que estaba sujeto o se haya efectuado atendiendo a datos cuya inexactitud quede demostrada.

6 Que se pongan límites a las indemnizaciones.

Se recomienda que los pagos por resolución de contrato del administrador no superen el importe de su remuneración fija anual durante dos años.

7 Por último, las nuevas recomendaciones encomiendan más funciones a la comisión de retribuciones. En concreto, se encomienda a dicha comisión:

- Revisar periódicamente la política de remuneraciones aplicada a los consejeros ejecutivos y altos directivos, y que ésta sea proporcionada a la que se pague a los demás consejeros y directivos.
- Efectuar, en su caso, una cuidadosa selección de los asesores externos para evitar que estén en situaciones de conflicto de intereses.

### 2.3 Tipología de los consejeros

Uno de los principios básicos del Código Unificado es la existencia de definiciones vinculantes. Las sociedades cotizadas son libres de seguir o no las recomendaciones de buen gobierno, pero al informar sobre si las cumplen deben respetar el significado que el Código atribuye a los conceptos que emplea para formularlas.

Dentro de estas definiciones se encuentra la calificación de los consejeros como ejecutivos, dominicales o independientes establecida en la Circular 4/2007 de la CNMV, por la que se modifica el modelo de informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas.

En las revisiones anuales que la CNMV realiza de los IAGC se han puesto de manifiesto situaciones en las que podría cuestionarse la utilización de una adecuada calificación para algunos miembros del Consejo. Las incidencias más frecuentes se producen en la calificación de los consejeros independientes, lo que ha dado lugar al envío de requerimientos solicitando información adicional, aclaraciones o, en su caso, la publicación de un escrito de ampliación de información con la nueva calificación del consejero afectado.

La LES refuerza el alcance de las definiciones utilizadas para calificar a los consejeros, al establecer que la información incluida en el IAGC sobre la composición del Consejo de administración, sus comisiones delegadas y la calificación de sus consejeros deberá elaborarse de acuerdo con las definiciones que establezca el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la CNMV.

En concreto, la LES establece que para la definición de la categoría de consejero independiente se tendrá en cuenta, entre otras consideraciones, que las personas sean

designadas, en su caso, a propuesta de una comisión de nombramientos, en atención a sus condiciones personales y profesionales, y que puedan desempeñar sus funciones sin verse condicionadas por relaciones con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos.

El Ministerio de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la CNMV, determinará las condiciones que deberá cumplir un consejero para ser calificado como independiente, así como los supuestos en los que dicho consejero no podrá ser calificado como tal.

A estos efectos, la LES establece que se podrán tener en cuenta, entre otros, los siguientes supuestos de exclusión que establecía el Código Unificado:

- Haber sido empleado o consejero ejecutivo de sociedades del grupo.
- Ser o haber sido socio del auditor externo o responsable del informe de auditoría.
- Ser cónyuges, personas ligadas por análoga relación de afectividad, o parientes hasta de segundo grado de un consejero ejecutivo o alto directivo de la sociedad.

## **2.4 Informe Anual de Gobierno Corporativo de las sociedades anónimas cotizadas**

Como se ha indicado, la LES, en materia de gobierno corporativo, también pretende mejorar la información que las entidades emisoras publican sobre sus sistemas de control interno. Para ello, introduce un nuevo epígrafe en el IAGC en el que se tienen que describir las características de los sistemas internos de control y gestión de riesgos, en relación con el proceso de emisión de la información financiera.

Dado que este mandato ya estaba previsto en los primeros borradores de la futura ley, la CNMV aprobó, en abril de 2009, la creación de un grupo de expertos encargado de elaborar un informe con recomendaciones de control interno sobre la fiabilidad de la información financiera que incluyera propuestas de cambios regulatorios, un catálogo de principios y buenas prácticas y guías de apoyo para informar y supervisar, así como recomendaciones sobre el tratamiento de las entidades que solicitan por primera vez su admisión a negociación.

El grupo de trabajo, integrado por doce expertos de entidades cotizadas, las cuatro firmas de auditoría externa más representativas en los mercados de valores, el Instituto de Auditoría Interna, un catedrático de derecho mercantil y la CNMV, esta última actuando en labores de apoyo y secretaría, revisó el actual marco normativo español en materia de control interno y el de otros países de nuestro entorno, acordando propuestas de mejora respecto a los sistemas de control interno sobre la fiabilidad de la información financiera.

En junio de 2010 se publicó un documento con las recomendaciones del grupo que se encuentra disponible en la página web de la CNMV (<http://www.cnmv.es/Portal/>

Publicaciones/SCIIF.aspx). La guía de apoyo incluida en este documento contiene los indicadores de referencia que las entidades cotizadas deberían utilizar para informar sobre sus sistemas internos de control y gestión de riesgos.

Los cambios que introduce la LES (nueva información sobre sistemas de control interno, definiciones de los consejeros e informe de remuneraciones) y la actualización del Código Unificado implican modificar el modelo de IAGC para dar cabida a los nuevos requisitos de información.

A lo largo de 2011 se va a aprobar una nueva circular de la CNMV con un nuevo modelo de IAGC que recoja estos cambios, así como mejoras técnicas que han solicitado las sociedades y las asociaciones de emisores.

### **3 Modificaciones en el régimen de supervisión, inspección y sanción atribuido a la CNMV**

Las modificaciones introducidas por la LES implican que nuevos sujetos se vean sometidos a las potestades de supervisión, inspección y sanción de la CNMV. Se confieren asimismo nuevos poderes supervisores a la CNMV y se modifica tanto la regulación del secreto profesional como el procedimiento administrativo sancionador. Destaca en la reforma tanto la introducción de una regulación que tiende a reforzar el resarcimiento de daños a inversores y clientes, como las mejoras en la tipificación de los hechos infractores.

#### **3.1 Nuevos sujetos sometidos a las potestades de supervisión, inspección y sanción de la CNMV**

La LES añade como sujetos sometidos al régimen de supervisión, inspección y sanción, además de los ya previstos en la anterior redacción del artículo 84 de la LMV, los siguientes: i) las sociedades que administren sistemas de registro, compensación y liquidación de valores que se creen al amparo de lo previsto en la LMV; ii) las sociedades que tengan la titularidad de una participación en el capital que les atribuya el control, directo o indirecto, de las entidades sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción; iii) las personas o entidades que ostenten la condición de miembros de los sistemas de compensación y liquidación de las operaciones realizadas en algún mercado secundario oficial; y iv) las sociedades gestoras de IIC cuando presten servicios de inversión.

Por su parte, la nueva redacción que la LES da al artículo 69 de la LIIC añade como sujetos sometidos a la supervisión, inspección y sanción de esta ley, además de los ya previstos en la anterior redacción, los siguientes: i) los agentes de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) españolas previstas en el Título IV de la LIIC, extendiéndose las competencias de supervisión e inspección a cualquier oficina o centro, dentro o fuera del territorio español, de estas sociedades, y ii) los que ocupen cargos de administración, dirección o asimilados a los mismos de las personas jurídicas sujetas al régimen de supervisión.

### 3.2 Nuevos poderes de supervisión e inspección de la CNMV y unificación de competencias

Las modificaciones introducidas por la nueva redacción que la LES da al artículo 85 de la LMV refuerzan las facultades de supervisión e inspección conferidas a la CNMV, otorgándole, además de las ya contenidas en la anterior redacción del artículo, las siguientes potestades:

- 1 La de exigir a las personas o entidades sometidas a supervisión la remisión a la CNMV de cuantos informes sean necesarios, reelaborados por expertos independientes, auditores o por sus propios órganos de control interno o cumplimiento normativo, a fin de que se pueda acreditar que el supervisado cumple con las normas y disposiciones que le son de aplicación, o que ha dado cumplimiento a los requerimientos de subsanación o corrección efectuados por la CNMV.

Con esta nueva potestad se agilizan considerablemente las actuaciones de supervisión e inspección de la CNMV, al poder exigir que los trabajos de campo, que con la anterior redacción debían ser realizados exclusivamente por los efectivos de la Comisión, puedan ser realizados, además, por terceras personas independientes u organismos cualificados y remitidos a la CNMV por los supervisados. De esta forma, las evaluaciones de la CNMV y, en su caso, la subsanación de los problemas detectados puede verse acortada en el tiempo de forma considerable, lo que redundará en una mayor efectividad de la supervisión.

- 2 La de adoptar medidas cautelares, concepto que sustituye al de medida provisional de la anterior redacción, añadiendo como nueva medida, además de las ya previstas en la anterior redacción, la de prohibir de forma temporal el ejercicio de la actividad profesional. Además, se hace depender la adopción de estas medidas sólo de su necesidad para la eficaz protección de los inversores o el correcto funcionamiento de los mercados, eliminando, por tanto, los límites establecidos en la anterior redacción.
- 3 La de requerir a las entidades que presten servicios de inversión la puesta a disposición de la CNMV de las grabaciones realizadas de las conversaciones telefónicas, de índole comercial, mantenidas con sus clientes o inversores.

Esta nueva facultad puede constituir un instrumento eficaz a la hora de comprobar el cumplimiento de las normas de conducta por parte de estas entidades.

- 4 La de acceder a las informaciones y datos que requiera en el ejercicio de sus funciones de supervisión e inspección sin que se pueda utilizar como pretexto para oponerse a su entrega la normativa de protección de datos personales, actualmente regulada en la Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre, de Protección de Datos de Carácter Personal. A estos efectos, la nueva redacción del artículo 85 declara, de forma expresa, que el ejercicio por la CNMV de sus funciones de supervisión e inspección se encuentra amparado por el artículo 11.2 a) de dicho texto legal, circunstancia que ya era reconocida en los informes emitidos por la Agencia de Protección de Datos con anterioridad a esta reforma.



Igualmente, en consonancia con el espíritu de dicha norma de protección de datos personales, se declara de forma expresa que los datos a los que la CNMV tenga acceso en el ejercicio de sus funciones únicamente se emplearán en el desempeño de sus potestades y en los términos previstos en la LMV.

Con esta aclaración legislativa, realizada en consonancia con el contenido de la citada Ley 15/1999 y el contenido de los mencionados informes realizados por la Agencia de Protección de Datos a requerimiento de la CNMV, se eliminan las posibles trabas y retrasos que en la remisión de la información requerida podían oponer los supervisados en base a una interpretación interesada de la normativa de protección de datos.

- 5 La de solicitar a las administraciones públicas, cámaras y corporaciones, colegios, consejos de colegios, asociaciones profesionales y demás entidades públicas y, en general, a toda entidad que ejerza funciones públicas, cuantos datos, documentos, registros, informes y antecedentes le resulten necesarios para el ejercicio de sus funciones, estando obligadas dichas entidades a prestar a la CNMV el concurso, auxilio y protección necesarios para el ejercicio de sus funciones.

Con este nuevo deber de colaboración de las entidades descritas, la CNMV incrementa de forma muy significativa su capacidad de acceder a informaciones que, hasta la fecha, le estaban vedadas.

- 6 La de comunicar y solicitar a las entidades y personas supervisadas mediante medios electrónicos las informaciones y medidas recogidas en la LMV y su normativa de desarrollo. De forma simultánea, los supervisados tienen la obligación de habilitar los medios técnicos requeridos por la CNMV a fin de alcanzar la plena eficacia de la notificación y comunicación mediante sistemas electrónicos. Todo ello, dentro del respeto a los principios y garantías establecidos en la Ley 11/2007, de 22 de junio, de acceso electrónico de los ciudadanos a los servicios públicos.

Con esta reforma se da un importante impulso a las comunicaciones electrónicas entre la CNMV y las entidades supervisadas y, por ende, se agilizan las comunicaciones y relaciones en las actuaciones de supervisión e inspección.

- 7 Se reconoce por primera vez la eficacia probatoria de los documentos que recojan los hechos constatados por el personal de la CNMV cuando, debidamente autorizado por el Consejo, realice funciones de supervisión e inspección. Este valor probatorio sobre los hechos constatados no anula la posible actuación probatoria que en defensa de sus derechos e intereses puedan aportar los supervisados. Sin embargo, esta modificación aumenta la autoridad del personal de la CNMV y agilizará la instrucción de los expedientes sancionadores. No obstante, debe aclararse que la eficacia probatoria se limita a los hechos constatados en las actuaciones de supervisión e inspección, no alcanzando el valor probatorio a las valoraciones y conclusiones que de esos hechos puedan derivarse, ni al contenido de los informes realizados de forma posterior.
- 8 Se amplía a todas las entidades enumeradas en el artículo 84.1 de la LMV la facultad del Ministerio de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa,

de la CNMV, para regular los registros, bases de datos internos o estadísticos y documentos que deben mantener dichas entidades. En la anterior redacción, esta facultad sólo afectaba a las ESI.

- 9 Se extiende la potestad de la CNMV de requerir a las ESI o sus grupos la adopción de cuantas medidas sean necesarias para la salvaguardia de su solvencia, no sólo en relación con los sistemas de control interno, situación anterior a la reforma, sino que las medidas pueden requerirse además respecto de los sistemas contables y de valoración.

La LES también introduce una nueva redacción del artículo 70 de la LIIC, que, en línea con la reforma realizada de la LMV, regula las facultades de supervisión e inspección de la CNMV en relación con los sujetos sometidos a dicha ley. Tal regulación se realiza mediante una remisión expresa al artículo 85 de la LMV, ya comentada. Además, al concretar el ámbito de la supervisión e inspección de las personas y entidades sujetas añade, a las ya previstas en la anterior redacción sobre la situación legal, técnica y económico-financiera, las situaciones de control interno, contables o de valoración.

Por lo que se refiere a las funciones de supervisión e inspección que la LREC-R atribuye a la CNMV, la LES añade un nuevo apartado 7 al artículo 50 que remite expresamente al contenido de las disposiciones recogidas en el artículo 70 de la LIIC, lo que conlleva, en la práctica, a una real remisión al artículo 85 de la LMV. En consecuencia, la LES unifica las competencias de supervisión e inspección otorgadas a la CNMV por la LMV, la LIIC y la LREC-R.

### 3.3 Modificación en la regulación del secreto profesional

La LES introduce una nueva excepción al deber de secreto regulado en el artículo 90 de la LMV al añadir la letra ll) al punto cuarto de dicho artículo. Así, se exceptúa de la obligación de secreto y, por ende, se faculta a la CNMV para remitir la información que, en el ejercicio de sus funciones, soliciten las autoridades supervisoras españolas en materia de energía y las autoridades supervisoras del Mercado Ibérico de la Energía Eléctrica. No obstante, a fin de garantizar al máximo los derechos protegidos con la obligación de guardar secreto profesional, la reforma impone que la divulgación de la información comunicada requiere el consentimiento expreso de la CNMV.

Debe recordarse que la obligación de salvaguardia de la información de los datos de carácter reservado, es decir, todos aquéllos que no tienen el carácter de públicos, como son los datos inscritos en los registros llevados por la CNMV a los que tienen acceso libre los inversores, afecta a todas las personas que realicen o hayan realizado su actividad profesional en la CNMV.

### 3.4 Modificaciones en el procedimiento administrativo sancionador

En este contexto destaca la modificación que la LES introduce en el artículo 97.1 de la LMV, consistente en la supresión del informe que, con carácter preceptivo aun-

que no vinculante, debía emitir, según la redacción anterior, el Comité Consultivo de la CNMV con carácter previo a la adopción por el Consejo del acuerdo para remitir al Ministro de Economía y Hacienda las propuestas de resolución para la imposición de sanciones muy graves.

En la nueva redacción que la LES da a dicho artículo se elimina la referencia a la competencia de la CNMV en relación con la iniciación, instrucción y resolución de los expedientes por infracción del régimen de negociación sobre acciones propias de las sociedades anónimas, que expresamente se recogía en la anterior redacción. Sin embargo, esta eliminación no implica que la CNMV pierda esta competencia, ya que el artículo 157.6 de la Ley de Sociedades de Capital sigue contemplándola.

También se ha eliminado la remisión que la LMV hacía a los artículos 7, 14 y 15 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito (en adelante, LDIEC), pasando a regularse directamente esas materias en el articulado de la LMV. Así, i) el artículo 7 de la LDIEC al que se remitía la regulación de los plazos de prescripción de las infracciones, pasa a ser regulado, en los mismos términos, en el nuevo artículo 101 bis de la LMV; ii) el artículo 14 de la LDIEC, que establecía los criterios de graduación de las sanciones a imponer, pasa a ser regulado en el nuevo artículo 106 ter de la LMV, en los mismos términos pero añadiendo dos nuevos criterios, la reparación del daño o perjuicio causado (cuya eficacia será comentada posteriormente) y la colaboración del infractor con la CNMV a la hora de esclarecer los hechos investigados; y iii) el artículo 15 de la LDIEC, que regulaba la responsabilidad de los administradores y directores por las infracciones cometidas por las personas jurídicas, pasa a ser regulado, en los mismos términos, en el artículo 95 de la LMV.

En cuanto a las novedades o mejoras introducidas en la LIIC en relación con el procedimiento administrativo sancionador, su propósito es la homogeneización con la regulación sobre la materia establecida en la LMV. Así, i) se elimina el informe preceptivo del Comité Consultivo, ii) se establecen los criterios para graduar las sanciones en concordancia con los establecidos en la LMV y iii) se precisa, de conformidad con la LMV, quiénes ostentan cargos de administración o dirección a fin de poder establecer la posible responsabilidad administrativa.

Por otro lado, se establece un procedimiento abreviado para el caso de infracciones leves, según el cual la sanción podrá imponerse mediante la tramitación de un procedimiento sumario, en el que únicamente será preceptiva la audiencia de la entidad interesada.

Las novedades introducidas en la LREC-R van, igualmente, dirigidas a homogeneizar su regulación con la LMV y la LIIC. De este modo, i) se precisa, en los mismos términos, quiénes tienen cargos de administración o dirección; ii) se remiten al artículo 88 de la LIIC los criterios para graduar las sanciones, por lo que queda armonizado con la LMV; y iii) por lo que se refiere a la prescripción de las infracciones, se remite a lo establecido en el artículo 83 de la LIIC, por lo que se armoniza con la LMV.

Igualmente, se establece el mismo procedimiento previsto en la LIIC para la imposición de sanciones por la comisión de infracciones de carácter leve.

### 3.5 Modificaciones tendentes a reforzar el resarcimiento de daños a inversores o clientes

La LMV encomienda a la CNMV, junto con otras obligaciones, la de velar por la protección de los inversores en los mercados financieros. En este sentido, a fin de favorecer el resarcimiento de los daños causados como consecuencia de una incorrecta aplicación de las normas de conducta reguladas en el Capítulo I del Título VII de la LMV, por parte de las ESI y, en general, de todos aquéllos que presten servicios de inversión, la LES ha adoptado una serie de medidas tendentes a favorecer que dicho resarcimiento se realice de forma directa y en un tiempo razonable por las entidades, bien de forma voluntaria para no perjudicar a sus clientes, bien motivado por la posibilidad de evitar o atenuar la responsabilidad administrativa que pudiera derivarse de su comportamiento. Estas medidas se pueden agrupar en tres apartados:

- 1 Modificación de la tipificación sancionadora de las infracciones de las normas de conducta reguladas en la LMV. Debe precisarse que, con carácter general, en el derecho administrativo se sanciona el riesgo generado con la comisión de la infracción con independencia de que se haya producido o no un daño efectivo. No obstante, como las modificaciones que se analizan pretenden conseguir el resarcimiento del inversor, en este caso la actuación antijurídica del infractor debe haber producido un daño patrimonial efectivo en el inversor o cliente.

En este sentido, tras la reforma se distingue entre i) infracciones muy graves (artículos 99.z).bis y 99.z).ter de la LMV), que requieren que la conducta se caracterice por su habitualidad, esto es, que afecte a un conjunto de clientes tal que permita considerar que los incumplimientos se realizan de forma continuada por la entidad; ii) infracciones graves (artículo 100.t de la LMV), en las que la conducta se caracteriza por su no habitualidad, constituyendo, por tanto, una inobservancia ocasional o aislada en relación con un grupo concreto de clientes de la entidad; y iii) infracciones leves (101.2.b) de la LMV) cuya conducta se caracteriza por ser un incumplimiento singular de las normas de conducta en el marco de una relación de clientela (se trata de un nuevo tipo infractor introducido por la LES).

- 2 Se introduce una causa nueva y concreta que posibilita que las entidades puedan eludir su responsabilidad administrativa mediante el resarcimiento patrimonial de los daños causados a los inversores.

Así, el nuevo artículo 107.bis de la LMV prevé que, en el supuesto de la presunta comisión de una infracción leve tipificada en el artículo 101.2.b), la CNMV podrá, antes de incoar expediente sancionador, requerir a la entidad presuntamente responsable para que, en el plazo de 30 días, adopte las medidas oportunas para evitar la continuación o reiteración de la conducta e indemnice los perjuicios patrimoniales causados con su conducta a los inversores, debiendo justificar de forma suficiente el cumplimiento de los dos requisitos anteriores. En este caso, la CNMV podrá considerar totalmente satisfechos los objetivos de supervisión y, por tanto, no iniciar el procedimiento sancionador.

Con esta nueva regulación se introduce un soporte legal que puede ser de gran utilidad a la hora de resarcir con prontitud y efectividad los daños causados a

los inversores como consecuencia del incumplimiento por parte de las entidades de las normas de conducta. Este supuesto alcanza su máximo sentido en las reclamaciones o denuncias de los inversores recibidas en la CNMV, cuando ponen de manifiesto los incumplimientos de normas de conducta en el marco de relaciones concretas de prestación de servicios de inversión. Ahora se incentiva que las entidades indemnicen los perjuicios causados al reclamante o denunciante, con lo que evitarían la posible incoación de un expediente sancionador.

El objetivo es la mayor protección del inversor, al incrementarse la efectividad y valor de los informes que resuelven las reclamaciones presentadas ante la CNMV y proporcionar a los inversores un cauce para resarcirse de los perjuicios sufridos sin necesidad que acudir a la vía civil y, en consecuencia, abriéndose al presunto infractor la posibilidad, mediante el resarcimiento al inversor, de la no incoación de expediente y la imposición, en su caso, de la infracción que pudiera proceder.

- 3 Por último, se ha incluido como nueva causa de graduación de las infracciones la reparación del daño causado. De esta manera se incentiva la reparación ante los inversores de los daños patrimoniales que se les haya causado con la comisión de la infracción, al poder minimizar la entidad infractora las consecuencias punitivas mediante la indemnización de los daños causados a sus clientes.

Por su parte, las modificaciones introducidas por la LES en la LIIC, en concordancia con la anteriormente descrita modificación en la LMV, incorpora un nuevo artículo, el 88.bis, que contempla, en los mismos términos del artículo 107.bis de la LMV, la posibilidad de que mediante la compensación y el resarcimiento al inversor afectado por un daño patrimonial como consecuencia de la comisión por la entidad de determinadas infracciones leves, ésta tenga la posibilidad de evitar la incoación de expediente sancionador. Además, se ha incluido, en los mismos términos de la LMV, como nueva causa de graduación de las infracciones, la reparación de los daños o perjuicios causados por la infracción cometida por la entidad.

Por lo que se refiere a la LREC-R, se introducen las nuevas causas de graduación de las infracciones anteriormente descritas mediante la remisión al artículo 88 de la LIIC.

### **3.6 Modificaciones tendentes a mejorar los tipos sancionadores**

Las modificaciones introducidas por la LES en relación con los tipos sancionadores establecidos en la LMV son consecuencia: i) de las modificaciones introducidas en las normas sustantivas, las cuales, por coherencia, obligaban a la incorporación de nuevos tipos infractores; ii) de la homogeneización de los tipos establecidos en la LMV con los recogidos en la LIIC; y iii) de la incorporación de otros aspectos que con anterioridad a la reforma eran aplicables por remisión de la LMV a la LDIEC.

Del conjunto de modificaciones introducidas en el ámbito de la LMV cabe destacar las siguientes:

- 1 Las modificaciones de los tipos sancionadores ahora existentes –99.a) y c)– y la incorporación de nuevos tipos –99.c) bis, ter y quáter– para recoger las vulneraciones en las que pudieran incurrir: i) las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, ii) las entidades rectoras de los sistemas multilaterales de negociación, iii) las sociedades que administren sistemas de registro, compensación y liquidación de valores que se creen al amparo de la LMV, iv) la Sociedad de Sistemas, v) las sociedades de contrapartida central, vi) la Sociedad de Bolsa y vii) las sociedades que tengan la titularidad de la totalidad de las acciones o de una participación que atribuya el control, directo o indirecto, de las sociedades o entidades anteriormente mencionadas en los puntos i), ii) y iii). Cuando dichas sociedades o entidades incumplan: i) la limitación de su actividad a la prevista legalmente; ii) las normas reguladoras de los mercados o sistemas, sus reglamentos o las normas reguladoras de su actividad; iii) las obligaciones de información con respecto a la CNMV; iv) las obligaciones relacionadas con la autorización, aprobación o no oposición a sus estatutos y reglamentos; v) las exigencias de estructura de capital o nivel de recursos propios y vi) las excepciones o limitaciones que sobre sus precios, tarifas o comisiones a aplicar les imponga la CNMV.
- 2 La creación de un nuevo tipo muy grave –99.e)– que tipifica el incumplimiento de los requerimientos de la CNMV a las ESI en relación con sus procedimientos de control interno, contables o de valoración y sus mecanismos o estrategias para la tenencia de una estructura organizativa o de recursos adecuados, cuando con ello pongan en riesgo la solvencia o viabilidad de la entidad.
- 3 La eliminación del tipo sancionador 99.l.bis de la exigencia de recordar la obligación o reiterar el requerimiento en supuestos de no remisión de información a la CNMV, cuando con ello se dificulte la apreciación de la solvencia de la entidad o el grupo consolidable o conglomerado financiero en el que se integre.
- 4 La eliminación de la exigencia de que concurra actuación dolosa para la apreciación de algunas conductas como infracciones muy graves, en relación con la inexactitud en la información regulada o en los hechos relevantes suministrados por los emisores. Adicionalmente, en el tipo sancionador por infracciones contables de sociedades emisoras se exige, para tipificarla como muy grave, que la incorrección cometida sea relevante.
- 5 La creación de un nuevo tipo muy grave –99.z.quinquies– por el incumplimiento de las medidas cautelares acordadas por la CNMV al margen de las determinadas en un expediente sancionador.
- 6 La creación de un nuevo tipo muy grave –99.z.sexies– por la ausencia de un departamento o servicio de atención al público, y de un nuevo tipo grave –100.z.sexies– por el mal funcionamiento del departamento o servicio de atención al público.
- 7 La modificación de la tipificación en relación con las adquisiciones de participaciones significativas, diferenciando el tipo muy grave, cuando el incumplimiento se produzca en la adquisición de una participación significativa de control, del tipo grave, aplicable al resto de los incumplimientos.

- 8 La creación de un nuevo tipo grave –100.z.quáter– por la superación por parte de las ESI de los límites previstos a los grandes riesgos, cuando sea consecuencia de una decisión de la entidad y no por causa sobrevenida.
- 9 La creación de un nuevo tipo grave –100.ll.bis– por la colocación de emisiones sin cumplir con el requisito de intervención de una entidad autorizada, sin atenderse a las condiciones publicitarias, la omisión de datos relevantes o la inclusión de inexactitudes, falsedades o datos que induzcan a engaño en la citada actividad publicitaria, cuando la cuantía de la emisión o el número de inversores afectados no sean significativos.
- 10 La creación de tres nuevos tipo leves –101.2.a) y b)– por: i) la falta de remisión a la CNMV de datos o información en plazo ii) la falta del deber de colaboración ante actuaciones de supervisión de la CNMV, incluyendo la no comparecencia ante una citación, cuando no constituya infracción grave o muy grave; y iii) el incumplimiento singular de las normas de conducta en el marco de una relación de clientela (tipo ya analizado anteriormente en relación con las modificaciones referentes al resarcimiento de daños patrimoniales).

En cuanto a los tipos sancionadores establecidos en la LIIC, las modificaciones introducidas por las LES son consecuencia: 1) de novedades normativas, 2) del proceso de homogeneización con la LMV y de la experiencia supervisora, 3) de mejoras técnicas en los tipos infractores y 4) de la graduación del tipo dependiendo de la concurrencia de ciertas circunstancias. Del conjunto de modificaciones de este tipo introducidas en la LIIC cabe destacar las siguientes:

- 1 Se incluyen dentro del régimen sancionador las nuevas «instituciones de propósito especial» (*side pockets*) reguladas en el artículo 28 bis de la LIIC, de acuerdo con lo previsto en la disposición final segunda de la Ley 5/2009, de 29 de junio, para la reforma del régimen de participaciones significativas en empresas de servicios de inversión, en entidades de crédito y en entidades aseguradoras. Para ello se establecen dos nuevos tipos sancionadores: uno muy grave que incluye, como componente del tipo, que el incumplimiento perjudique gravemente los intereses de los partícipes o accionistas o que se trate de una conducta reiterada, y otro grave, cuando no concurren las circunstancias que tipifican el incumplimiento como muy grave.

Además, se establecen tres nuevos tipos sancionadores, derivados del nuevo régimen de participaciones significativas de la SGIIC recogido en la Ley 5/2009. En concordancia con la LMV, el tipo muy grave requiere que el incumplimiento se refiera a participaciones de control, mientras que los dos tipos graves se refieren al resto de los incumplimientos.

- 2 Se incorporan modificaciones basadas en la experiencia supervisora y/o la homogeneización con los criterios establecidos en la LMV, en concreto:
  - El incumplimiento de los compromisos asumidos frente a la CNMV por las SGIIC o sociedades de inversión para subsanar las deficiencias detectadas en el ámbito de una actuación de supervisión o inspección, tipificándose como muy grave cuando se perjudique gravemente los intereses

de los partícipes o accionistas o se trate de una conducta reiterada, y como grave cuando no concurren dichas circunstancias.

- El incumplimiento de la normativa para valorar los activos de las IIC, que se tipifica como muy grave cuando concurren las circunstancias de que con ello se perjudique gravemente los intereses de los partícipes o accionistas, se trate de una conducta reiterada o tenga impacto sustancial en el valor liquidativo de la IIC. Se tipifica como grave cuando no concurren estas circunstancias y como leve cuando, por tratarse de un hecho singular y de escasa trascendencia, no deba calificarse como grave.
  - El incumplimiento singular en el marco de una relación de clientela de las normas de conducta previstas en la LMV. Se tipifica como infracción leve. Esta infracción es una de las que pueden evitar la responsabilidad administrativa mediante el resarcimiento del daño patrimonial causado, como ya se ha estudiado en el apartado 3.5.
  - La delegación de funciones de las SGIIC con incumplimiento de las condiciones establecidas en las normas, que se tipifica como infracción muy grave cuando se perjudiquen gravemente los intereses de partícipes o accionistas, cuando se trate de una conducta reiterada o cuando disminuya la capacidad de control interno o de supervisión de la CNMV. Se tipifica como grave cuando no concurren estas circunstancias.
  - El incumplimiento de las medidas cautelares acordadas por la CNMV, que se tipifica como infracción muy grave.
  - La realización de publicidad con incumplimiento de la normativa, que se tipifica como infracción grave.
  - La efectiva administración o dirección de las personas jurídicas sujetas al régimen de supervisión o inspección por personas que no ejerzan de derecho en las mismas un cargo de dicha naturaleza, que se tipifica como infracción grave.
  - Los incumplimientos relativos, entre otros, a límites de inversión, coeficientes, obligaciones con terceros y valoración de activos tipificados como graves, tras la reforma pasan también a tipificarse como leves cuando su trascendencia sea escasa. En esta nueva infracción leve también puede evitarse la responsabilidad administrativa de la entidad mediante el resarcimiento del daño patrimonial causado.
  - Los incumplimientos de la LIIC y su normativa de desarrollo pueden ser tipificados como infracción leve cuando no sean tipificados expresamente como infracciones muy graves o graves.
- 3 La LES ha introducido mejoras técnicas en algunos de los tipos que ya estaban tipificados con anterioridad. Entre ellos cabe destacar los siguientes:
- Se precisan las obligaciones cuyo incumplimiento se tipifica como muy grave en relación con la remisión a la CNMV de la información periódica,



de la información financiera regulada o de cuantos datos o documentos la CNMV requiera en el ejercicio de sus funciones. Se tipifica como infracción leve la falta de remisión en plazo de cuanta información debe remitirse a la CNMV, así como la falta del deber de colaboración y la no comparecencia ante una citación.

- Se refuerza el tipo muy grave en relación al incumplimiento de las exigencias de recursos propios, al referirse a los que se han de tener en cada momento y no a los recursos exigidos para la obtención de la autorización, como se establecía en la redacción anterior a la reforma. Además, se elimina la mención a las sociedades de inversión, por no estar sometidas a las exigencias de recursos propios previstas en la LIIC. De otro lado, se introduce un nuevo tipo sancionador grave por el incumplimiento de las obligaciones de información a la CNMV y de las condiciones establecidas para retornar al cumplimiento cuando una gestora presente recursos inferiores a los exigibles.
  - Se introducen dos nuevas infracciones tipificadas como graves en relación con el cobro de comisiones: el cobro de comisiones por servicios que no hayan sido efectivamente prestados y el cobro de comisiones no previstas en la normativa, los estatutos o los reglamentos.
  - Se tipifica la falta de procedimientos como infracción muy grave,. En la anterior redacción sólo se preveía como tal la deficiencia en los procedimientos.
  - Se tipifica la obtención de la autorización en virtud de declaraciones falsas o por medios irregulares o el incumplimiento de las condiciones presentadas para la autorización como infracciones muy graves.
  - Se tipifica la realización por las sociedades gestoras o sociedades de inversión de actividades para las que no están autorizadas como infracción muy grave.
  - Se tipifica el uso indebido de las denominaciones reservadas como infracción grave.
- 4 La reforma introducida por la LES hace depender la graduación de la tipificación como muy grave o grave, en determinados hechos infractores, de la concurrencia o no de determinadas circunstancias, tales como que se perjudiquen gravemente los intereses de los accionistas o partícipes, o se traten de incumplimientos reiterados. En este sentido, se tipifican como muy graves o graves los siguientes hechos infractores:
- La inversión en activos distintos de los autorizados.
  - El incumplimiento de los límites de inversión o de los coeficientes de inversión mínimos.
  - Las operaciones prohibidas con acciones propias o participaciones.

- El exceso en los límites respecto de las obligaciones asumidas frente a terceros.
- La valoración de los activos de las IIC apartándose de lo establecido en la normativa.

Por último, la LES ha introducido escasas modificaciones en los tipos infractores establecidos en la LREC-R. En concreto, se tipifica como infracción muy grave la falta de remisión a la CNMV de cuantos documentos e informaciones deban remitirse o que requiera, cuando con ello se dificulte la apreciación de la solvencia de la entidad o su situación patrimonial. Igualmente, se tipifica como grave el incumplimiento de las normas de conducta cuando no constituya infracción muy grave.

## 4 Conclusiones

La LES introduce medidas de reforma en el mercado financiero para incrementar la transparencia y mejorar el gobierno corporativo. A partir de las juntas que se celebren en 2012, las sociedades anónimas cotizadas deberán someter a votación, con carácter consultivo y como punto del orden del día, un informe sobre las remuneraciones de sus consejeros.

Otro de los objetivos de la LES, en materia de gobierno corporativo, es mejorar la información que las entidades emisoras publican sobre sus sistemas de control interno. Para ello, introduce un nuevo epígrafe en el IAGC en el que se tienen que describir las características de los sistemas internos de control y gestión de riesgos, en relación con el proceso de emisión de la información financiera.

La parte sustancial de la reforma introduce modificaciones de la normativa del régimen de supervisión, inspección y sanción que la legislación atribuye a la CNMV a fin de que pueda ejercer adecuadamente las funciones que como órgano supervisor la Ley le encomienda.

En este sentido, las reformas realizadas por la LES en la LMV, la LIIC y la LREC-R, con el espíritu de homogeneizar la legislación, introducen nuevos sujetos sometidos a la potestad de supervisión, inspección y sanción de la CNMV y conceden a ésta nuevos poderes de control, además de modificar parcialmente la regulación del secreto profesional y el procedimiento administrativo sancionador. Por otra parte, una de las más reformas sustanciales y novedosas es la introducción de un nuevo sistema de resarcimiento de los daños producidos a inversores o clientes. Por último, la LES lleva a cabo una mejora de la tipificación de los hechos infractores.

# La Autoridad Europea de Valores y Mercados

Josefina Munuera Cebrián y Ángeles Martín de Diego (\*)

(\*) Josefina Munuera Cebrián y Ángeles Martín de Diego pertenecen al Departamento de Autorización y Registro de Entidades de la CNMV.



# 1 Introducción

El 1 de enero de 2011 entró en funcionamiento la Autoridad Europea de Valores y Mercados (European Securities and Markets Authority, ESMA)<sup>1</sup>. Ese mismo día se establecieron las otras dos autoridades europeas de supervisión: la Autoridad Bancaria Europea (European Banking Authority, EBA) y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA)<sup>2</sup>, así como la Junta Europea de Riesgo Sistémico (European Systemic Risk Board, ESRB)<sup>3</sup>, que ostenta la responsabilidad de supervisar los riesgos, de alcance agregado, en el conjunto del sistema financiero de la Unión Europea.

La creación de las autoridades europeas de supervisión (AES) tiene su origen inmediato en el informe confeccionado por un grupo de expertos de alto nivel presidido por Jacques de Larosière, al que la Comisión Europea encomendó en noviembre de 2008 la elaboración de una serie de recomendaciones para reforzar los mecanismos de supervisión, con vistas a mejorar la protección del ciudadano y a restaurar la confianza en el sistema financiero. En su versión definitiva, emitida el 25 de febrero de 2009, el grupo de expertos recomendó que se reforzara el marco de supervisión, a fin de reducir el riesgo y la gravedad de futuras crisis financieras y, entre otras conclusiones, aconsejó la creación de un Sistema Europeo de Supervisores Financieros, integrado por las tres autoridades mencionadas y la Junta Europea de Riesgo Sistémico.

Habida cuenta de la complejidad y la relevancia de las cuestiones tratadas, no es de extrañar que la nueva estructura de supervisión se construyera entre extensos debates que dieron lugar a la necesidad de realizar importantes esfuerzos de consenso<sup>4</sup>.

---

1 Reglamento (UE) nº 1095/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados), se modifica la Decisión nº 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/77/CE de la Comisión (DOUE 2010 L 331/84).

2 Respectivamente, Reglamento (UE) nº 1093/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Bancaria Europea), se modifica la Decisión nº 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/78/CE de la Comisión, (DOUE 2010 L 331/12) y Reglamento (UE) nº 1094/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por el que se crea una Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación), se modifica la Decisión nº 716/2009/CE y se deroga la Decisión 2009/79/CE de la Comisión (DOUE 2010 L 331/48).

3 Reglamento (UE) nº 1092/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, relativo a la supervisión macroprudencial del sistema financiero en la Unión Europea y por el que se crea una Junta Europea de Riesgo Sistémico (DOUE 2010 L 331/1) y Reglamento (UE) nº 1096/2010 del Consejo, de 17 de noviembre de 2010, por el que se encomienda al Banco Central Europeo una serie de tareas específicas relacionadas con el funcionamiento de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (DOUE 2010 L 331/162).

4 Para un mayor detalle sobre el procedimiento, véase N. Moloney, «The European Securities and Markets Authority and institutional design for the EU financial market: a tale of two competences: part (1) rule-

En un contexto de crisis, que puso de relieve graves deficiencias en la supervisión financiera, tanto en casos particulares como en relación con el sistema financiero en su conjunto, había que hacer realidad una voluntad política clara en un periodo de tiempo considerablemente corto y escaso: se debía llevar a cabo una reforma profunda que subsanara las deficiencias encontradas y ofrecer un sistema que estuviera en armonía con el objetivo de estabilidad y unidad del mercado de servicios financieros, estableciendo vínculos entre los supervisores nacionales para crear una potente red de supervisión en la Unión Europea<sup>5</sup>.

Con el convencimiento de haber alcanzado e incluso superado el límite que permitía la naturaleza de los antiguos comités europeos de supervisores, entre ellos el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR), las autoridades europeas de supervisión no sólo asumen la totalidad de sus actividades sino que incorporan extensas facultades tanto en la esfera normativa como en el ámbito de la supervisión, modificando el reparto de competencias en favor de una mayor convergencia comunitaria en ambas áreas.

Fue precisamente este proceso de asignación de competencias de intervención el objeto principal de negociación para alcanzar un consenso interinstitucional. La discusión se mantuvo en relación a varios asuntos de gran trascendencia: desde la facultad de ESMA de emitir decisiones vinculantes, que puede dirigir a las autoridades competentes o de supervisión de los Estados Miembros en supuestos de incumplimiento de la legislación comunitaria, así como en situaciones de emergencia e incluso en caso de discrepancia entre supervisores (respectivamente, artículos 17, 18 y 19 del Reglamento (UE) nº 1095/2010), pasando por la determinación de la institución europea que ha de declarar la «emergencia» y siguiendo por la naturaleza o el alcance de la cláusula fiscal de salvaguardia (*get-out clause*) que puede resultar en la suspensión de alguna decisión adoptada por ESMA (artículo 38 del citado Reglamento).

A lo anterior se han de añadir las cuestiones relativas al marco en el que ESMA puede adoptar decisiones y dirigir las a los participantes del mercado de valores e incluso prohibir productos y servicios concretos, así como a sus facultades de supervisión sobre entidades con actividad o presencia transfronteriza y con implicaciones sistémicas o a sus habilitaciones cuasi-normativas y su interrelación con las facultades de la Comisión y la intervención del Consejo y el Parlamento en este proceso<sup>6</sup>. El Regla-

---

making», en *European Business Organization Law Review* 12 (1) pp. 41-86 (2011). Véase, asimismo, E. Ferran, *Understanding the New Institutional Architecture of EU Financial Market Supervision*, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 29/2011 (2010).

5 Considerando 8 del Reglamento (UE) nº 1095/2010.

6 La creación de autoridades europeas de regulación en sectores liberalizados no ha sido tradicionalmente un tema pacífico en el seno de la UE, ya que incide en el reparto competencial entre la UE y sus Estados Miembros. Por este motivo, y en un afán por dotar de una mejor justificación legal la creación de las nuevas Autoridades del Sistema Europeo de Supervisión Financiera –que se crean sobre la base del artículo 114 del Tratado de Lisboa (antiguo art.95), un considerando en cada uno de los Reglamentos de creación de las AES hace referencia expresa a la Sentencia del TJUE, de 2-5-2006, en el Asunto C-217/04 (Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte/Parlamento Europeo y Consejo de la UE). En dicha sentencia, el TJUE estableció que «nada en la redacción del artículo 95 permite concluir que las medidas adoptadas por el legislador comunitario sobre la base de esta disposición deban limitarse, en lo que se refiere a sus destinatarios, exclusivamente a los Estados miembros. En efecto, puede resultar necesario,

mento 1095/2010 constituye la formalización del consenso alcanzado en los aspectos reseñados.

El presente artículo ofrece una descripción sucinta de la nueva arquitectura de supervisión europea esbozada en los párrafos anteriores. En particular, el artículo se centra de manera preferente en ESMA, y en concreto, en su estructura orgánica y funcional, así como en sus facultades, competencias y habilitaciones y el ámbito de aplicación de éstas.

El artículo se organiza del siguiente modo: la sección 2 describe la nueva arquitectura de la supervisión financiera europea en la que se encuadra ESMA. La sección 3 se dedica a las funciones y competencias de ESMA y su ámbito de aplicación, así como a su organización interna y las vías de recurso de las decisiones de la nueva autoridad. La sección 4 recoge las principales conclusiones.

## 2 La nueva arquitectura de supervisión Europea

El Sistema Europeo de Supervisión Financiera se crea como una red integrada por las AES y las autoridades nacionales de supervisión, más la ESRB. También se establece como un elemento de dicha red un órgano de coordinación entre las AES, denominado Comité Mixto.

### 2.1 La Junta Europea de Riesgo Sistémico

El Reglamento 1092/2010 reconoce la necesidad de ejercer una supervisión macroprudencial del sistema financiero a escala de la UE, para lo que crea el ESRB, con sede en Frankfurt, que vigila y evalúa las amenazas potenciales que para la estabilidad financiera se deriven de la evolución macroeconómica y del sistema financiero en su conjunto, a fin de contribuir a la prevención o mitigación del riesgo sistémico en la UE<sup>7</sup>.

Las funciones principales del ESRB son las siguientes:

- i Identifica y prioriza los riesgos sistémicos, emite avisos ante riesgos sistémicos significativos (que puede hacer públicos) y formula recomendaciones de actuación, incluidas iniciativas legislativas (que también puede hacer públicas).

Cuando se prevean riesgos significativos que amenacen la estabilidad financiera, el ESRB emitirá un aviso y, en su caso, formulará recomendaciones para la

---

de acuerdo con una valoración efectuada por dicho legislador, instituir un organismo comunitario encargado de contribuir a alcanzar una armonización en situaciones en las que, para facilitar la ejecución y aplicación uniformes de actos basados en dicha disposición, se considera que es adecuado adoptar medidas no vinculantes de acompañamiento y encuadramiento» (...)

7 En el artículo 2 c) del Reglamento 1092/2010 se define riesgo sistémico como un riesgo de perturbación del sistema financiero que puede tener repercusiones negativas graves sobre el mercado interior y la economía real. Todos los tipos de intermediarios, mercados e infraestructuras financieros pueden ser en cierto grado importantes desde un punto de vista sistémico.

adopción de medidas correctoras, incluidas, si procede, iniciativas legislativas. Tanto los avisos como las recomendaciones podrán ser de carácter general o específico e irán dirigidos a la UE en su conjunto, a uno o varios Estados Miembros, a una o varias de las AES, o a una o varias autoridades nacionales de supervisión. También la Comisión Europea podrá ser destinataria de recomendaciones en relación con la legislación pertinente de la UE. El ESRB podrá decidir hacer públicos los avisos y las recomendaciones, tras haber informado al Consejo con la antelación suficiente. Los destinatarios de los avisos y recomendaciones que el ESRB haga públicos tienen asimismo derecho a manifestar sus argumentos con respecto a dichos avisos y recomendaciones.

- ii Vigila que se adopten medidas en respuesta a avisos y recomendaciones.

La obligación de los destinatarios de las recomendaciones consiste en lo que se ha denominado «actuar o dar explicaciones»<sup>8</sup>, es decir, tomar medidas al respecto o proporcionar una justificación adecuada en caso de inacción. Si el ESRB considera que la respuesta no es la apropiada, debe informar de ello a los destinatarios, al Consejo y, si procede, a la AES interesada.

- iii Emite un aviso confidencial al Consejo en caso de situaciones de emergencia y le proporciona una evaluación de la situación.

Si el ESRB detecta un riesgo que pueda poner gravemente en peligro el buen funcionamiento y la integridad de los mercados financieros o la estabilidad de todo o parte del sistema financiero de la UE, debe informar al Consejo. Si el ESRB determina que puede presentarse una situación de emergencia, debe ponerse en contacto con el Consejo y ofrecerle una evaluación de la situación. El Consejo evalúa entonces la necesidad de adoptar una decisión dirigida a la AES correspondiente en cuyo ámbito de competencias se haya identificado la situación de emergencia.

En cuanto a su organización interna<sup>9</sup>, el ESRB cuenta con un órgano decisorio (la Junta general), un órgano ejecutivo (el Comité director), un órgano de representación (el Presidente) y dos órganos consultivos o de asesoramiento (el Comité científico consultivo y el Comité técnico consultivo), además de un órgano de apoyo (la Secretaría). El órgano decisorio principal de el ESRB es su Junta general, que está compuesta, con derecho de voto, por el Presidente y el Vicepresidente del BCE; los gobernadores de los bancos centrales nacionales; un miembro de la Comisión; los presidentes de EBA, ESMA y EIOPA; el Presidente y dos vicepresidentes del Comité científico consultivo; y el Presidente del Comité técnico consultivo. Se prevé asimismo la participación de los supervisores microprudenciales en algunos de los órganos anteriores, como la Junta General y el Comité técnico consultivo, en los que la CNMV cuenta con representación.

---

8 Véase el Considerando 20 del Reglamento (UE) 1092/2010.

9 Mediante una Decisión de la ERSB de 20 de enero de 2011, ésta ha adoptado su Reglamento interno, relativo a la organización y el funcionamiento de la misma, que complementa los reglamentos (UE) 1092/2010 y 1096/2010 (DOUE 2011 C 58/4).



## 2.2 Las autoridades europeas de supervisión

Como se ha señalado anteriormente, los reglamentos (UE) 1093/2010, 1094/2011 y 1095/2010 crean, respectivamente, EBA, EIOPA y ESMA.

Las líneas generales de estos reglamentos son idénticas (cada uno de ellos consta de 69 considerandos y 82 artículos). Las diferencias radican en los objetivos de las distintas AES, su ámbito de actuación y las definiciones, que se adaptan a las especificidades de cada sector y de la legislación comunitaria en vigor.

Las AES se crean como organismos de la UE con personalidad jurídica, y gozan de autonomía administrativa y financiera. Deben actuar con independencia y objetividad, únicamente en interés de la UE, y responden ante el Parlamento Europeo y el Consejo.

Formalmente, sustituyen a los antiguos comités de reguladores del denominado nivel 3 del esquema Lamfalussy, vigente hasta la introducción de las nuevas autoridades. Así, EBA sustituye al Comité de Supervisores Bancarios Europeos (CEBS), EIOPA al Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Pensiones de Jubilación (CEIOPS) y ESMA al Comité Europeo de Reguladores Valores (CESR). En los tres casos se mantiene la sede del organismo, en Londres, Frankfurt y París, respectivamente.

### El Comité Mixto

Con el fin de garantizar la coherencia intersectorial de las actividades de las AES, éstas deben coordinarse estrechamente mediante un comité mixto y llegar, en su caso, a posiciones comunes.

El Comité Mixto (Joint Committee) se crea, así, como un foro con el que ESMA cooperará de manera regular, asegurando la coherencia intersectorial con EBA y EIOPA, en particular, respecto a aspectos que, a raíz de la crisis financiera, se han revelado como esenciales, como los conglomerados financieros, los servicios de contabilidad y auditoría, los análisis microprudenciales de evoluciones, riesgos y puntos vulnerables para la estabilidad financiera y los productos de inversión destinados a minoristas, así como las medidas contra el blanqueo de capitales. El Comité Mixto será asimismo el órgano encargado del intercambio de informaciones con el ESRB y del desarrollo de las relaciones entre éste y las AES. Está compuesto por los presidentes de EBA, ESMA y EIOPA, así como, en su caso, por los presidentes de los subcomités que se creen, y lo presiden, con carácter rotatorio, por periodos de doce meses, los presidentes de las AES.

## 3 ESMA

### 3.1 Funciones y competencias

#### 3.1.1 Generalidades

Como se ha señalado, el Reglamento 1095/2010 establece las facultades de ESMA en relación con los mercados de valores y sus participantes dentro de la Unión Europea. Algunas de estas facultades están motivadas por una necesidad de intervención en caso de crisis o emergencia. Así ocurre con los poderes que ESMA tiene atribuidos para adoptar decisiones de obligatorio cumplimiento para las autoridades nacionales de supervisión y los participantes de los mercados financieros en supuestos de emergencia (artículo 18). Asimismo, ESMA ha de desarrollar un papel coordinador en relación con la gestión del riesgo sistémico, con los participantes que presenten vinculaciones transfronterizas y con la resolución de las crisis que puedan acaecer (artículos 22 a 27 y 31), así como asumir responsabilidades en cuanto a las evaluaciones relativas a la resistencia de los participantes en los mercados financieros frente a evoluciones adversas del mercado (artículo 32), todo ello presidido por una obligación general de prestar especial atención al riesgo sistémico (artículo 1.5).

Todas estas facultades tienen implicaciones relevantes, que no han de minimizarse, pero que se encuentran limitadas en la práctica del día a día, ya que se trata de poderes a utilizar como «último recurso» en situaciones de naturaleza excepcional<sup>10</sup>.

Sin embargo, son las facultades cuasi-normativas, así como las relacionadas con las prácticas supervisoras, las que pueden tener mayores implicaciones reales en lo cotidiano. En efecto, se identifican competencias para desarrollar proyectos de normas técnicas de regulación y de normas técnicas de ejecución, para elaborar directrices y recomendaciones, para emitir dictámenes dirigidos al Parlamento Europeo, el Consejo o la Comisión, para recabar información y para desarrollar metodologías comunes y proporcionar una amplia base de datos sobre entidades y demás participantes e información que permita obtener una fotografía clara, amplia y actualizada de todo el espectro financiero europeo<sup>11</sup>.

---

10 Véase Cuestión 12 (pág. 9), *Frequently Asked Questions. A Guide to Understanding ESMA*, 3 de enero de 2011 (ESMA/2011/009).

11 Lo anterior ha de ponerse en relación con las cláusulas de revisión que contiene el Reglamento 1095/2010 y que van dirigidas a que se valore, antes de enero de 2014, el trabajo realizado y se lleven a cabo los ajustes necesarios para acomodar las actividades y poderes de ESMA a la situación real.

- 
- Facultades normativas
    - Normas técnicas de regulación (Art. 10)
    - Normas técnicas de ejecución (Art. 15)
    - Directrices y recomendaciones (Art. 16)

---

  - Actuación en caso de incumplimiento (Art. 17)

---

  - Facultades en situación de emergencia (Art.18)

---

  - Mecanismo de resolución de discrepancias (Art. 19 y 20)

---

  - Colegio de supervisores, delegación y cooperación (Art. 21, 28 y 31)
  - Evaluación *inter pares* de las autoridades competentes (Art. 30)
  - Funciones relativas a la protección de los consumidores y las actividades financieras (Art. 8 y 9)
  - Emisión de dictámenes destinados al Parlamento Europeo, al Consejo o a la Comisión (Art. 34)

---

  - Recopilación de la información sobre los participantes en los mercados financieros (Art. 35)

---

  - Elaboración de una base de datos de acceso centralizado (Art. 1.2 y 8)

---

  - Funciones específicas de supervisión: autorización y supervisión de las agencias de calificación crediticia, las cámaras de contrapartida central y los registros de operaciones (*repositories*); elección de los derivados OTC para compensación
- 

Fuente: Elaboración propia.

### 3.1.2 Facultades normativas: las normas técnicas

#### 3.1.2.1 Definición y consideraciones generales

Desde la entrada en vigor del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, conocido por el nombre de Tratado de Lisboa, la Comisión Europea, previa habilitación, puede adoptar dos tipos de actos subordinados o de desarrollo que son excluyentes entre sí: los actos de delegación, de conformidad con lo dispuesto en su artículo 290, y los actos de ejecución, de conformidad con lo dispuesto en su artículo 291.

Los actos delegados son actos no legislativos de alcance general que completan o modifican elementos no esenciales del acto legislativo del que derivan. Los actos de ejecución son actos no legislativos en los que se recogen las condiciones uniformes de ejecución de actos jurídicamente vinculantes de la Unión que precisan de una aplicación uniforme en todo el territorio, y que no puede alcanzarse a través de las medidas que habitualmente pueden adoptar los Estados. Estos actos contendrán, normalmente, decisiones individuales, sin perjuicio de que puedan tener en algunos casos un alcance de carácter más general, aunque el margen de acción de la Comisión será más limitado que el de los actos de delegación.

Dentro de la categoría de actos de delegación<sup>12</sup> se distinguen las normas técnicas de regulación, propuestas y adoptadas de conformidad con lo dispuesto en los artículos 10 a 14 del Reglamento 1095/2010, y aquellos actos delegados en cuyo proceso de elaboración ESMA no interviene. En los primeros, un acto legislativo previo habilitará a ESMA para la elaboración de los proyectos de normas técnicas, a la vez que se

---

12 Comunicación de la Comisión al Parlamento y el Consejo sobre la implementación del artículo 290 del Tratado sobre el Funcionamiento de la Unión Europea (COM[2009] 673 Final).

delegará en la Comisión el poder necesario para su adopción. En los segundos, la delegación, tanto de la elaboración del proyecto como de su aprobación, recaerá exclusivamente en la Comisión, y ésta no estará obligada a consultar a expertos nacionales, sin perjuicio de que pueda hacerlo.

Con relación a los actos de ejecución, también se distinguen las normas técnicas de ejecución, elaboradas y adoptadas de conformidad con el artículo 15 del Reglamento 1095/2010, de aquellos actos de ejecución en cuyo proceso de elaboración ESMA no interviene. En los primeros, un acto legislativo previo habilitará a dicha Autoridad para elaborar los proyectos de normas de ejecución, a la vez que se delegará en la Comisión el poder necesario para su adopción. En los segundos, la delegación tanto de la elaboración del proyecto como de su aprobación recaerá exclusivamente en la Comisión, y el control de los Estados Miembros vendrá dado por la intervención durante la fase de elaboración.

En consecuencia, el Reglamento 1095/2010 otorga a ESMA facultades cuasi-normativas de gran relevancia que pueden llevar a una intensificación significativa del código normativo único de la Unión<sup>13</sup>, a pesar de que los límites que impone el Tratado de Lisboa han obligado a un compromiso no exento de controversia sobre el control a ejercer por la Comisión Europea en relación con la independencia de ESMA<sup>14</sup>. El Capítulo II recoge las facultades de ESMA determinando que ésta debe «contribuir a la creación de la regulación común y normas y prácticas de supervisión de alta calidad».

El procedimiento para la elaboración de proyectos de normas técnicas de regulación (artículo 10) y de normas técnicas de ejecución (artículo 15) es virtualmente idéntico, con la salvedad de que las normas técnicas de regulación están sometidas a un mayor escrutinio por parte de las restantes instituciones europeas. Estos procedimientos se desarrollan en varias etapas, producto del consenso entre los Estados Miembros y las instituciones europeas involucradas en la negociación del texto del Reglamento a la hora de diseñar la delegación de poderes a la nueva autoridad en el contexto de los límites impuestos por el Tratado de Lisboa.

Con el fin de facilitar la consulta con las partes interesadas en los distintos ámbitos relacionados con las funciones de ESMA, se ha creado un Grupo de partes interesadas del sector de los valores y mercados (Securities and Markets Stakeholder Group) al que se consultará en relación con los proyectos de normas técnicas de regulación y ejecución, y con las propuestas de directrices y recomendaciones, en la medida en que éstas no se refieran a participantes individuales en los mercados financieros. Este grupo consta de treinta miembros, que representan de manera equilibrada a los participantes en los mercados financieros que operan en la UE, los representantes de sus asalariados, los consumidores, los usuarios de los servicios financieros y los representantes de las PYMES, así como a la comunidad académica. Entre los miembros del citado grupo de expertos se encuentran dos españoles: Carlos Arenillas (exvicepresidente de la CNMV), como representante de los usuarios de los servicios financieros, y el profesor Ángel Berges-Lobera, como miembro independiente de alto nivel de la comunidad académica.

---

13 Véase Cuestión 1 (pág. 3), *Frequently Asked Questions. A Guide to Understanding ESMA*, op. cit.

14 Artículo 63, en relación con la independencia de la Junta de supervisores.

El poder para la adopción de normas técnicas de regulación está conferido a la Comisión para ser ejercitado durante un periodo de cuatro años desde la entrada en vigor del Reglamento 1095/2010, prorrogable automáticamente por periodos de cuatro años, salvo revocación expresa del Parlamento y el Consejo europeos. Está previsto que en los seis meses anteriores a la finalización del primer periodo de cuatro años la Comisión Europea emita un informe valorando el ejercicio de esta facultad.

Dichas normas tendrán un carácter técnico y, por tanto, su desarrollo requiere de la experiencia de expertos en supervisión. Además, no podrán entrañar decisiones estratégicas ni opciones políticas y su contenido estará restringido por los actos legislativos en los que se basen (artículo 10) o se limitará a establecer las condiciones de aplicación de dichos actos (artículo 15).

En cuanto el acto implique decisiones estratégicas u opciones de política, la Comisión retiene la discreción para la aprobación de los actos delegados, y en este sentido se acordó que la reglamentación futura deberá especificar qué actos han de ser adoptados por la Comisión y cuáles con la intervención de ESMA<sup>15</sup>.

En la práctica, surgirán situaciones en las que trazar la línea entre lo puramente técnico y lo político o estratégico no será fácil tarea, ya que existen supuestos técnicos que pueden tener consecuencias de mayor alcance. Por ello, la determinación clara de la distribución de competencias en futuros actos legislativos constituye una cuestión fundamental a este respecto.

### 3.1.2.2 Procedimiento

En cuanto al procedimiento, antes de presentar los proyectos de normas técnicas a la Comisión, ESMA llevará a cabo consultas públicas y analizará sus costes y beneficios potenciales, a menos que dichas consultas y análisis resulten desproporcionados respecto al alcance y efectos de los proyectos de normas técnicas de ejecución de que se trate o respecto a la urgencia de la cuestión. La Autoridad recabará asimismo el dictamen del Grupo de partes interesadas del sector de los valores y mercados a que se refiere el artículo 37<sup>16</sup>.

Cuando la Autoridad presente un proyecto de norma técnica, la Comisión lo remitirá inmediatamente al Parlamento Europeo y al Consejo. Podrá aprobar el proyecto de norma técnica de ejecución sólo en parte o con modificaciones cuando el interés de la Unión así lo exija.

---

15 A este respecto, véase artículo 3 de la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los reglamentos (CE) n° 1060/2009 y (UE) n° 1095/2010.

16 Para facilitar la consulta con las partes interesadas de los ámbitos relacionados con las funciones de ESMA, el artículo 37 del Reglamento 1095/2010 prevé la creación de un grupo de partes interesadas del sector de los valores y mercados. Constará de 30 miembros, que serán nombrados por la Junta de supervisores de ESMA, a propuesta de las partes interesadas pertinentes, que representarán de manera equilibrada a los participantes en los mercados financieros que operan en la UE, a los representantes de sus asalariados, a los consumidores y otros usuarios minoristas de servicios financieros y a las pymes. ESMA debe consultar con el Grupo de partes interesadas las normas técnicas de regulación o ejecución y, en la medida en que éstas no se refieran a participantes individuales en los mercados financieros, las directrices y las recomendaciones, y ofrecerles una oportunidad razonable de formular observaciones sobre las medidas propuestas.

En caso de que la Comisión tenga la intención de no aprobar un proyecto de norma técnica, o de aprobarlo en parte o con modificaciones, lo devolverá a ESMA, justificando la razón por la cual no tiene intención de aprobarlo o, según proceda, explicando los motivos de sus modificaciones, y ESMA deberá modificar el proyecto en los plazos establecidos al efecto. De no hacerlo, la Comisión podrá adoptar la norma técnica sin la intervención de la Autoridad.

### 3.1.2.3 Otras consideraciones

En relación a las normas técnicas de regulación, de acuerdo con el artículo 290 del Tratado de Lisboa, el Parlamento Europeo o el Consejo podrán revocar la delegación de poderes otorgados a ESMA en cualquier momento (artículo 12).

Asimismo, el Parlamento Europeo o el Consejo podrán oponerse a una norma técnica de regulación elaborada por ESMA y aprobada por la Comisión en un plazo de tres meses desde la fecha de su notificación, plazo que puede ser prorrogado por otros tres meses a iniciativa del Parlamento Europeo o del Consejo (artículo 13).

Si el periodo de objeción ha expirado y ni el Parlamento Europeo ni el Consejo se han opuesto a la norma, ésta será publicada en el Diario oficial de la Unión Europea y entrará en vigor en la fecha que se especifique en la publicación. En la práctica, esto puede significar que en caso de controversia el periodo de adopción de las normas de regulación puede ser de hasta seis meses a partir de la fecha en que la Comisión haya aprobado un estándar propuesto por ESMA.

Las normas técnicas, una vez aprobadas y publicadas, serán directamente aplicables y ejecutables en todos los Estados Miembros.

### 3.1.3 Directrices y recomendaciones

ESMA tiene atribuida asimismo la facultad de emitir directrices y recomendaciones, no vinculantes, dirigidas a las autoridades nacionales de supervisión o a los participantes del mercado, con el fin de establecer prácticas de supervisión consistentes y uniformes, así como para garantizar la aplicación común y coherente de la legislación comunitaria.

A pesar de su carácter no vinculante, el propio Reglamento 1095/2010 indica expresamente que las autoridades nacionales de supervisión deberán hacer sus mejores esfuerzos para cumplir las directrices o recomendaciones emitidas por ESMA, añadiendo como medida disuasoria y, en todo caso, de transparencia, que dichas autoridades deberán comunicar en el plazo de dos meses desde su emisión si las cumplen o tienen intención de cumplirlas o, en caso contrario, detallar los motivos por lo que no tienen intención de cumplirlas en todo o en parte, circunstancias que ESMA podría publicar<sup>17</sup> previa notificación a la correspondiente autoridad.

---

17 La posibilidad de adoptar directrices, recomendaciones y normas no vinculantes ya estaba asignada a CESR, si bien la atribución a ESMA de la medida de transparencia descrita es una novedad incorporada por el Reglamento 1095/2010, puesto que la Decisión de la Comisión de 23 de enero de 2009, por la que se creaba el Comité de responsables europeos de reglamentación de valores, únicamente establecía

El grado de cumplimiento por las autoridades nacionales de supervisión se incluirá asimismo en el informe anual que ESMA ha de elaborar y remitir a la Comisión Europea, al Parlamento y al Consejo, incluyendo una mención de las medidas que ESMA planea adoptar para asegurar el cumplimiento por dichas autoridades de sus directrices o recomendaciones.

#### **3.1.4 Actuación en caso de incumplimiento de la legislación comunitaria**

En el supuesto de que una autoridad nacional de supervisión no haya aplicado las disposiciones contenidas en las normas técnicas o las haya aplicado de forma que pueda resultar en un incumplimiento de la legislación comunitaria, o de que no haya podido garantizar el cumplimiento de las obligaciones establecidas en dicha normativa por parte de un participante o entidad, se prevé un mecanismo de resolución que comprende tres etapas que abarcan determinados supuestos, procedimientos y plazos (artículo 17).

Como primer paso, ESMA puede investigar el presunto incumplimiento o la no aplicación de la legislación por iniciativa propia, o bien a petición de una o más autoridades nacionales de supervisión, del Parlamento Europeo, del Consejo, de la Comisión o del Grupo de partes interesadas del sector de los valores y mercados. Para ello, ESMA puede recabar la información que estime pertinente de la correspondiente autoridad nacional de supervisión, la cual está obligada a facilitársela. En este contexto, ESMA podría remitir una recomendación a dicha autoridad con el fin de que ésta tome las medidas necesarias para restablecer el cumplimiento de la legislación. La autoridad nacional de supervisión deberá informar a ESMA de las medidas que ha adoptado o se propone adoptar para garantizar tal cumplimiento.

Como segundo paso, en el supuesto de que la autoridad no haya adoptado medida alguna, la Comisión, previa comunicación de ESMA o por iniciativa propia, emitirá un dictamen para requerir formalmente a dicha autoridad nacional de supervisión la adopción de las medidas necesarias para cumplir con la legislación comunitaria, teniendo en cuenta la recomendación de ESMA. Las autoridades nacionales de supervisión informarán a la Comisión y a ESMA de las actuaciones a llevar a cabo para dar cumplimiento al requerimiento.

Como tercer paso, el mecanismo de resolución incluye la posibilidad de que ESMA adopte una decisión de directa aplicación a los participantes o entidades, incluyendo la suspensión de las actividades. Dicha decisión ha de responder a las siguientes finalidades: (i) mantener o restaurar «condiciones neutras de competencia en el mercado» o (ii) garantizar el funcionamiento «ordenado y la integridad de la sistema financiero» (artículo 17.6.).

A estos efectos, el Reglamento 1095/2010 establece expresamente que las decisiones de ESMA prevalecerán sobre cualquier decisión anterior de la correspondiente autoridad nacional de supervisión sobre la misma materia (artículo 17.7).

---

que los miembros de CESR que no se ajustaran a las directrices, recomendaciones, normas y demás medidas acordadas por CESR debían «poder justificarlo».

### 3.1.5 Facultades en situaciones de emergencia

El artículo 18 prevé un procedimiento monitorio con menor intervención por parte de la Comisión que el procedimiento descrito bajo el epígrafe anterior, pero sujeto a los límites que se derivan de la prohibición de intervención en materia fiscal/presupuestaria y que resulta de aplicación tanto al procedimiento aquí descrito como al establecido en el artículo 19 (artículo 38). En concreto, el artículo 18 dispone que, en caso de «acontecimientos adversos que puedan comprometer gravemente el correcto funcionamiento e integridad de los mercados financieros o la estabilidad del conjunto o parte del sistema financiero de la Unión», ESMA actuará activamente y, cuando lo considere necesario, coordinará cuantas acciones acometan las autoridades nacionales de supervisión interesadas. Para que pueda ejercer dicha función, se informará a ESMA de todo hecho significativo, y se la invitará a participar en calidad de observadora en cualquier reunión pertinente de las correspondientes autoridades nacionales de supervisión.

No obstante, en algunas situaciones la mera coordinación puede no ser suficiente, especialmente cuando las autoridades nacionales de supervisión carezcan individualmente de los instrumentos necesarios para reaccionar con rapidez ante una crisis transfronteriza emergente. Por ello, en tales circunstancias, ESMA tiene la facultad de obligar a las citadas autoridades a adoptar conjuntamente medidas específicas.

Ahora bien, como el hecho de determinar la existencia de una situación de emergencia transfronteriza implica un grado de discrecionalidad importante, se determina que debe ser el Consejo el que declare la situación de emergencia. En este sentido, el artículo 18 establece que el Consejo, previa solicitud de cualquiera de las AES, la Comisión o la ESRB, «podrá adoptar una decisión destinada a ESMA en la que determine la existencia de una situación de emergencia».

Sólo si el Consejo adopta dicha decisión, y en las circunstancias excepcionales en que sea necesaria la actuación coordinada de las autoridades nacionales de supervisión para responder a situaciones adversas, ESMA podrá adoptar decisiones individuales instando a dichas autoridades a tomar las medidas necesarias para abordar tales situaciones<sup>18</sup>.

Según el apartado 4 del artículo 18 del Reglamento 1095/2010, en el caso en que una autoridad nacional de supervisión no cumpla la decisión de ESMA, ésta podrá tomar (cuando los requisitos pertinentes de la legislación sectorial, incluyendo las normas técnicas adoptadas de conformidad con dicha legislación, sean directamente aplicables a los participantes de los mercados financieros) una decisión individual dirigida a un participante en los mercados financieros instándole a adoptar las medidas necesarias para cumplir las obligaciones que le incumben, incluido el cese de alguna práctica o actividad. La redacción de esta cláusula, aunque similar al procedimiento establecido en el artículo 17 para resolver los supuestos de incumplimiento de la

---

18 Se ha de poner de manifiesto que, aunque la redacción del artículo 18.3 no resulta del todo clara, sí que existe consenso en interpretar que esta facultad requiere ambas condiciones, esto es, que el Consejo haya emitido la declaración de situación de emergencia y que concurran «circunstancias excepcionales».



legislación comunitaria, difiere de éste en que para su aplicación se exige la concurrencia de una «infracción manifiesta» en lugar de un mero incumplimiento y, al mismo tiempo, se ha de tratar de remediar de forma urgente la situación para restablecer el correcto funcionamiento y la integridad de los mercados financieros o la estabilidad del conjunto o de una parte del sistema financiero de la Unión. Las decisiones adoptadas en virtud de este procedimiento prevalecerán sobre cualquier decisión anterior tomada por las autoridades nacionales de supervisión en la misma materia.

En todo caso, la medida descrita en el párrafo anterior ha de entenderse sin perjuicio de la posible incoación de procedimientos de infracción por parte de la Comisión contra los Estados Miembros por incumplimiento (artículo 258 del Tratado de Lisboa), sin perjuicio del derecho de la Comisión en tales circunstancias a solicitar medidas provisionales con arreglo al Reglamento de procedimiento del Tratado de Lisboa, y sin perjuicio de cualquier responsabilidad en que pueda incurrir dicho Estado Miembro con arreglo a la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la UE si su autoridad nacional de supervisión no adopta las medidas exigidas por ESMA.

No obstante lo anterior, las facultades atribuidas a ESMA en situaciones de emergencia encuentran una limitación importante en la cláusula de salvaguardia fiscal. Esta disposición permite a los Estados Miembros solicitar la anulación por el ECOFIN de las decisiones que ESMA (artículo 38) haya adoptado en uso de los procedimientos establecidos en el artículo 18 (supuestos de emergencia) o en el artículo 19 (discrepancias entre supervisores) que vulneren las competencias presupuestarias de los Estados Miembros.

### **3.1.6 Mecanismo de solución de discrepancias entre las autoridades nacionales de supervisión**

El artículo 19 prevé un mecanismo de resolución de discrepancias entre las diferentes autoridades nacionales de supervisión. En virtud de este mecanismo, ESMA está facultada para asistir a las autoridades nacionales en conflicto con el fin de llegar a un acuerdo en aquellos supuestos en los que se pueda determinar la existencia de discrepancias sobre la base de «criterios objetivos», bien a petición de alguna de las autoridades involucradas o bien de oficio. No obstante, el Reglamento 1095/2010 no da orientación alguna sobre qué se consideran criterios objetivos, lo que otorga un cierto margen de discrecionalidad por parte de ESMA para iniciar el procedimiento.

Habiendo determinado la existencia de tal discrepancia, en primer lugar, ESMA actuará como mediador. Establecerá un plazo para la conciliación entre las autoridades nacionales de supervisión, teniendo en cuenta los periodos establecidos en la legislación de base así como «la complejidad y la urgencia del asunto» (artículo 19 [2]).

Si las autoridades nacionales de supervisión no llegaran a un acuerdo dentro del plazo de conciliación, ESMA podrá instar a dichas autoridades a adoptar decisiones o medidas encaminadas a resolver el desacuerdo de conformidad y en coherencia con la legislación comunitaria. La decisión de ESMA tendrá efectos vinculantes para las autoridades involucradas.

Sin perjuicio de las facultades que el artículo 258 del Tratado de Lisboa confiere a la Comisión, en caso de que una autoridad nacional de supervisión no cumpla la decisión de ESMA y no pueda asegurarse de que una entidad financiera se sujete a la normativa aplicable o a la decisión adoptada conforme a lo establecido en párrafos anteriores, ESMA podrá adoptar una decisión individual dirigida a dicha entidad financiera, instándola a adoptar las medidas necesarias para cumplir las obligaciones que le incumban en virtud de la legislación comunitaria, incluyendo el cese de una práctica o actividad (artículo 19 [4]). Las decisiones adoptadas en virtud de este artículo prevalecerán sobre cualquier decisión anterior adoptada por las autoridades nacionales de supervisión sobre la misma materia.

El procedimiento previsto en el artículo 19 tiene por objeto evitar conflictos entre los supervisores nacionales, y entre éstos y ESMA, así como garantizar la aplicación coherente y uniforme de la legislación comunitaria. En la práctica, se otorgan a ESMA considerables poderes tanto frente a las autoridades nacionales, a las que puede imponer una decisión, como frente a las entidades, a las que puede dirigirse directamente en supuestos de incumplimiento.

### 3.1.7 Ejecución de las decisiones

El Reglamento 1095/2010 no prevé la forma en la que se deben ejecutar las decisiones o medidas que adopte ESMA en relación con los procedimientos recogidos en el artículo 17 (actuación en caso de incumplimiento de la legislación comunitaria), el artículo 18 (supuestos de emergencia) y el artículo 19 (discrepancias entre supervisores).

Durante los debates legislativos, el Parlamento Europeo propuso que en los casos de incumplimiento por parte de un participante del mercado de la decisión adoptada por ESMA, la Autoridad pudiera iniciar un procedimiento ante un tribunal nacional, lo que incluiría toda clase de procedimientos sumarios o interdictales<sup>19</sup>. No obstante, al final no se incluyó mención alguna. Se deberá estar, por tanto, a la futura normativa sectorial y concreta para comprobar la inclusión de reglas al respecto.

### 3.1.8 Otras funciones y competencias

Además de las funciones de ESMA expuestas anteriormente, que por su especial relevancia han sido detalladas de manera pormenorizada, el Reglamento 1095/2010 le atribuye otras funciones y competencias, algunas de las cuales (aunque no con idéntico tenor) ya eran ostentadas por CESR, de conformidad con la Decisión de la Comisión de 23 de enero de 2009, por la que se creó el Comité de responsables europeos de reglamentación de valores<sup>20</sup>, mientras que otras han sido encomendadas a ESMA por primera vez.

Entre las primeras, a título meramente enunciativo y con carácter no exhaustivo, se incluyen las siguientes funciones:

---

19 Véase el informe del Comité de Asuntos Económicos y Monetarios del Parlamento Europeo del 3 de julio de 2010, enmienda 103.

20 DOUE 2009, L25/18.

- Realizar seguimientos y evaluaciones e informar sobre las tendencias, los riesgos potenciales y los puntos vulnerables en el ámbito de los valores, al efecto de poder determinar en una fase temprana los posibles riesgos existentes a nivel transfronterizo e intersectorial<sup>21</sup>.
- Contribuir al establecimiento de una cultura de supervisión común, velando por que existan procedimientos uniformes y prácticas de supervisión coherentes en la UE.
- Estimular y facilitar la delegación de funciones y competencias de una autoridad nacional de supervisión a ESMA o a otras autoridades nacionales, indicando las funciones y competencias que pueden delegarse o ejercerse conjuntamente y fomentando las mejores prácticas.
- Contribuir a promover y verificar el funcionamiento de los colegios de supervisores<sup>22</sup>.
- Realizar periódicamente evaluaciones *inter pares* de algunas o todas las actividades de las autoridades nacionales de supervisión, con el fin de fortalecer la coherencia de los resultados de la supervisión (para lo que desarrollará métodos que le permitan comparar objetivamente las actividades de las ANS examinadas). A raíz de estas evaluaciones, ESMA publicará las mejores prácticas que se hayan constatado, y todos los demás resultados de las evaluaciones podrán hacerse públicos con el acuerdo de la ANS objeto de evaluación. Sobre la base de una evaluación, ESMA podrá formular directrices y recomendaciones no vinculantes.
- Desempeñar un papel internacional y consultivo<sup>23</sup>.

---

21 Aunque el ESRB se encargará de la evaluación macroprudencial del sector financiero en la UE, ESMA deberá continuar el trabajo de CESR en este ámbito, ya que el objeto de su análisis será diferente, en el sentido de que el análisis microprudencial proporciona un análisis ascendente, mientras que el macroprudencial tiene un carácter descendente.

22 ESMA tiene derecho a participar plenamente en los colegios de supervisores (incluidos los exámenes in situ), con objeto de racionalizar su funcionamiento y el proceso de intercambio de información y de estimular la convergencia y la coherencia entre los colegios a la hora de aplicar el Derecho de la UE (evitando así las distorsiones de la competencia y el arbitraje regulatorio que se derivan de las distintas prácticas de supervisión). En la actualidad, en el ámbito estricto de los valores no hay colegios de supervisores, a diferencia de en el sector bancario, donde desempeñan un papel de extraordinaria relevancia.

23 Aunque CESR ya ejercía estas funciones, del Reglamento 1095/2010 se deducen nuevas atribuciones para ESMA a este respecto. Así, en un intento de responder a la necesidad de una actuación que permita construir un sistema de regulación y supervisión más fuerte y coherente a nivel mundial para los servicios financieros, se refuerza el papel de ESMA (y de las otras AES) como punto de contacto para las autoridades de supervisión de terceros países, atribuyéndole la posibilidad de celebrar acuerdos administrativos con las autoridades de supervisión, con organizaciones internacionales y con las administraciones de terceros países, y de participar en la preparación de las decisiones sobre la equivalencia de los regímenes de supervisión de terceros países. El Reglamento 1095/2010 refuerza asimismo el papel consultivo de ESMA, atribuyéndole la posibilidad, por propia iniciativa o a petición del Parlamento Europeo, el Consejo o la Comisión, de emitir dictámenes dirigidos al Parlamento, el Consejo y la Comisión sobre todos los asuntos relacionados con su ámbito de competencia, es decir, atribuyéndole la competencia para actuar como órgano consultivo independiente de dichas instituciones comunitarias.

De entre las segundas, destacan la atribución de competencias relativas al régimen europeo del sistema de indemnización de inversores<sup>24</sup>, o algunas funciones encomendadas a ESMA en relación con el riesgo sistémico, así como sus relaciones con el ESRB. En este sentido, ESMA desempeñará las siguientes funciones:

- En colaboración con el ESRB, elaborará un planteamiento común para la determinación y medición del riesgo sistémico.
- Tomará en consideración, cuando proceda, la gestión y evaluación del riesgo sistémico que desarrollen el ESRB y la propia ESMA, y responderá a las advertencias y recomendaciones del primero.
- Elaborará, según se requiera, directrices y recomendaciones adicionales para los participantes fundamentales de los mercados, a fin de tener en cuenta el riesgo sistémico que plantean.
- A petición de alguna de las autoridades nacionales de supervisión, del Parlamento Europeo, del Consejo o de la Comisión, o por iniciativa propia, ESMA podrá investigar sobre un tipo particular de actividad financiera, de producto o de conducta, con el fin de evaluar posibles amenazas para la integridad de los mercados y realizar las recomendaciones de actuación apropiadas a la autoridades nacionales de supervisión pertinentes.
- Tras consultar con el ESRB, ESMA establecerá criterios para la determinación y medición del riesgo sistémico y un régimen adecuado de pruebas de solvencia.
- ESMA contribuirá y participará activamente en la elaboración y coordinación de planes de rescate y resolución que sean eficaces y coherentes, de procedimientos para situaciones de emergencia y de medidas preventivas para minimizar los riesgos sistémicos de cualquier quiebra (pudiendo elaborar, en este sentido, normas técnicas de regulación y ejecución).

Por lo que se refiere, en concreto, a las relaciones entre ESMA y el ESRB, y a los efectos de asegurar una interacción fluida entre la supervisión macroprudencial y la microprudencial, el Reglamento 1095/2010 establece, además de la obligación mutua de compartir toda la información pertinente, la obligación de ESMA de asegurar un seguimiento adecuado de las alertas o recomendaciones que el ESRB dirija a la propia ESMA o a una autoridad nacional de supervisión, según proceda. El Reglamento 1095/2010 especifica el procedimiento a seguir por ESMA en estos casos, imponiendo la obligación, en el caso de que ESMA o el destinatario decidan no seguir la recomendación de la ESRB, de explicar los motivos –si bien como regla general se establece que, en el ejercicio de sus funciones, ESMA tendrá «sumamente en cuenta» las alertas y recomendaciones de la ESRB.

---

24 Dentro del contexto de la actual revisión de la Directiva 97/9/CE, relativa a los sistemas de indemnización de inversores, el Reglamento 1095/2010 señala que la Comisión quiere prestar especial atención a la necesidad de lograr una mayor armonización en toda la UE. Por ello, se reconoce la necesidad de que ESMA desempeñe un importante papel en dicho ámbito, atribuyéndole la capacidad de adoptar directrices y recomendaciones y de elaborar normas técnicas de regulación y ejecución al respecto.

Por último, cabe mencionar una novedosa atribución del Reglamento 1095/2010, relativa a la posibilidad de remitir una solicitud de información debidamente justificada y razonada directamente a un participante de los mercados financieros, siempre que la autoridad nacional de supervisión, que será la encargada de facilitar normalmente la información, por ser la más cercana, no proporcione o no pueda proporcionar a su debido tiempo tal información<sup>25</sup>.

## 3.2 Ámbito de aplicación

### 3.2.1 Directiva Ómnibus I

El propio Reglamento 1095/2010 estableció ya en su artículo 1 las directivas sectoriales que se debían modificar para dar cabida a las nuevas competencias, indicando la posibilidad de que se redactaran otras normativas en el futuro. A este respecto, se recogió expresamente la necesidad de modificar, entre otras, las siguientes directivas:

- Directiva 98/26/CE, de 19 de mayo de 1998, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores.
- Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado.
- Directiva 2005/60/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre de 2005, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales y para la financiación del terrorismo.
- Directiva 2006/48/CE, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio.
- Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (Directiva MiFID).
- 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 (OICVM).
- Directiva 2006/49/CE, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (metodología de evaluación, notificación de renuncia a la aplicación de exigencias de capital).
- Reglamento (CE) n.º 1060/2009 (agencias de calificación crediticia).

---

25 En este sentido, el Reglamento 1095/2010 va mucho más allá que la Decisión de la Comisión de 23 de enero de 2009, por la que se crea el Comité de responsables europeos de reglamentación de valores, que únicamente encomendaba a CESR la función de promover un intercambio bilateral y multilateral eficaz de información entre autoridades de supervisión.

- Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010.

Fue la Directiva 2010/78/UE, de 24 de noviembre de 2010 (conocida como Directiva Ómnibus I) el instrumento normativo escogido para realizar las modificaciones pertinentes en las directivas sectoriales mencionadas.

Además de los objetivos generales de toda normativa comunitaria (garantizar la consecución de un código europeo unificado, procurar una aplicación consistente de las normas comunitarias y asegurar una cultura supervisora común), la Directiva Ómnibus fue diseñada para abordar los problemas encontrados al analizar el entramado dispositivo de cada una de las directivas sectoriales. Se trataba esencialmente de resolver los fallos puestos de manifiesto en la supervisión transfronteriza, la divergencia en las prácticas supervisoras y la fragmentación de responsabilidades supervisoras en un mismo grupo, así como la falta de consistencia y armonización del régimen sancionador a lo largo y ancho de la Unión.

La selección de las áreas concretas de actuación en cada directiva sectorial estuvo presidida por principios claros y precisos. En efecto, en la redacción de la Directiva Ómnibus se trató de seleccionar únicamente ámbitos que realmente contribuyeran eficazmente a la consecución de los objetivos marcados, que fueran realmente técnicos (principio de proporcionalidad), que no implicaran decisiones estratégicas o de ámbito fiscal o presupuestario y que además no pudieran ser logrados por los Estados Miembros, justificando así la intervención de la Unión (principio de subsidiariedad).

Asimismo, se trataba de que cualquier labor normativa estuviera fundamentada en la evidencia fáctica acompañada de un análisis previo y periódico de coste-beneficio y que a su vez estuviera precedida por la celebración de consultas públicas abiertas que permitieran la elaboración de normas técnicas claras, concisas y sin ambigüedades (principio de máxima normativa).

A su vez, las normas o la intervención habían de respetar las discrecionalidades previstas en las directivas sectoriales (principio de cautela en la supervisión) así como garantizar y facilitar la cooperación entre supervisores (principio de cooperación).

Teniendo presente todo lo anterior, se redactó la Directiva Ómnibus de forma que en cada una de las directivas sectoriales estuvieran definidas las áreas concretas en las que las autoridades europeas de supervisión pueden o deben proponer normas técnicas, los supuestos concretos en los que las AES pueden intervenir mediante el mecanismo de resolución de diferencias en aquellos contextos transfronterizos en los que los actos legislativos ya preveían una cooperación, así como las actuaciones de las autoridades en los supuestos concretos de emergencia.

Finalmente, la Directiva Ómnibus determina obligaciones concretas de registro, de comunicación y de información de las autoridades nacionales de supervisión ante la correspondiente Autoridad europea para que ésta pueda tener una imagen lo más completa y actualizada posible del mercado financiero y sus participantes dentro de la Unión.

### 3.2.2 Reglamento europeo de agencias de calificación crediticia

La Comisión propuso la inclusión de modificaciones significativas en el Reglamento (CE) nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia, a los efectos de encargar a ESMA la responsabilidad directa de la supervisión sobre estas entidades desde julio de 2011.

Como resultado de la propuesta, el 31 de mayo de 2011 se ha publicado el Reglamento (UE) nº 513/2011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2011, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia<sup>26</sup>.

En este contexto, resultaba oportuno definir claramente el alcance de las competencias de la nueva autoridad, de modo que los participantes en los mercados financieros puedan determinar qué autoridad es competente en el ámbito de actividad de las agencias de calificación crediticia. De esta forma, se asignan a ESMA competencias generales en lo relativo al registro y la supervisión permanente de las agencias de calificación crediticia registradas, debiendo ser el responsable exclusivo del registro y de la supervisión de las agencias de calificación crediticia de la Unión. Así, aunque se prevé la posibilidad de que ESMA delegue tareas específicas a las autoridades nacionales de supervisión, se explicita que en estos supuestos ESMA seguirá siendo jurídicamente responsable.

Se le conceden asimismo competencias en materia sancionadora. En este sentido, durante el periodo de tramitación, la Comisión abogó por ser la única institución comunitaria habilitada para sancionar a dichas entidades. Impulsado el consenso por el Parlamento, finalmente se acordó dotar a la nueva autoridad de facultades para imponer multas. Así, ESMA está facultada para imponer multas coercitivas encaminadas a obligar a las agencias crediticias a poner fin a una infracción, a facilitar la información completa requerida o a someterse a una investigación o inspección in situ. Las multas deben imponerse en función de la gravedad de las infracciones. Para determinar la cuantía de la multa correspondiente a una infracción específica, la Autoridad debe utilizar un método en dos fases, consistente en la determinación de una cuantía de base para la multa y la adaptación de dicha cuantía, en caso necesario, mediante la aplicación de determinados coeficientes ligados a las circunstancias agravantes o atenuantes para garantizar que la multa resulte proporcionada a la gravedad de la infracción cometida por una agencia de calificación crediticia, teniendo en cuenta las circunstancias en las que se cometió la infracción.

Para desempeñar eficazmente su función, ESMA está facultada para requerir, mediante simple solicitud o mediante decisión, toda la información necesaria a las agencias de calificación crediticia, a las personas implicadas en actividades de calificación crediticia, a las entidades calificadas y a terceros relacionados con ellas, a aquellos terceros a los que dichas agencias hayan subcontratado funciones operati-

---

26 En junio se ha publicado en el BOE la Ley 15/2011, de 16 de junio, por la que se modifican determinadas normas financieras para la aplicación del Reglamento (CE) nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia.

vas y a aquellas personas que, de diversa manera, guarden una relación estrecha y sustancial con esas agencias o las actividades de calificación crediticia. Asimismo, en aras del eficaz ejercicio de sus competencias de supervisión, se capacita a ESMA para llevar a cabo investigaciones e inspecciones in situ.

Se le habilita asimismo para presentar a la Comisión proyectos de normas técnicas de regulación en varias materias y ámbitos. Se pueden enumerar, a modo de ilustración, materias tales como la información que deben facilitar las agencias en sus solicitudes de registro, a efectos de la solicitud de certificación y de una evaluación de su significación sistémica, así como otros aspectos relativos a la presentación de la información. Al elaborar sus proyectos de normas técnicas, ESMA deberá valorar la conveniencia y necesidad de actualizar las orientaciones ya emitidas por el Comité de responsables europeos de reglamentación de valores en relación con el contenido del Reglamento 1060/2009.

En los ámbitos no cubiertos por las normas técnicas, la Autoridad debe tener la facultad de emitir y actualizar orientaciones no vinculantes sobre aspectos relacionados con la aplicación del Reglamento nº 1060/2009.

En definitiva, las nuevas disposiciones muestran lo relevante de las facultades otorgadas a ESMA en este ámbito, en gran parte como consecuencia del respaldo del Parlamento Europeo a ESMA como organismo especializado e independiente en el seno de las instituciones europeas diferente de la Comisión.

### **3.2.3 Otros instrumentos normativos habilitantes**

#### **3.2.3.1 La Directiva Ómnibus II**

El 19 de enero de 2011, la Comisión Europea publicó su propuesta de la denominada Directiva Ómnibus II, como ya se anunciara a finales de 2009. Esta directiva se propone modificar la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE, así como la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2009, sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Solvencia II) para incluir las facultades de ESMA ajustadas a la nueva realidad supervisora.

#### **3.2.3.2 Propuestas normativas sobre derivados OTC**

En septiembre de 2010, la Comisión publicó una propuesta de regulación de los derivados *over the counter* (OTC), las cámaras de contrapartida central y los registros de operaciones (*repositories*) en virtud de la cual se conceden a ESMA poderes significativos, ya que deberá desarrollar una serie de proyectos de normas técnicas en áreas críticas. Se le conceden asimismo facultades en relación con las cámaras de contrapartida central (CCC) de terceros países y con la centralización de registros de información sobre derivados, así como potestades sancionadoras ante posibles incumplimientos. Una vez más, ESMA jugará un papel relevante en la nueva legislación.



### 3.3 Organización interna

#### 3.3.1 Órgano decisorio: la Junta de supervisores

La Junta de supervisores es el principal órgano decisorio de ESMA y, como tal, es responsable de la adopción de los proyectos de normas técnicas, de los dictámenes, de las recomendaciones y de las decisiones de ESMA.

Está integrada, con derecho a voto, por el máximo representante de la autoridad nacional de supervisión competente de cada Estado Miembro (quien, en su caso, podrá estar acompañado por un representante de los organismos que administran los sistemas de indemnización de inversores en cada Estado Miembro, sin derecho a voto). La componen asimismo, sin derecho a voto, el Presidente de ESMA, un representante de la Comisión, un representante de la ESRB, un representante de EBA y otro de EIOPA. El Director ejecutivo de ESMA podrá participar en las reuniones de la Junta de supervisores sin derecho a voto. Adicionalmente, la Junta de supervisores podrá decidir admitir observadores.

Por regla general, sus decisiones se adoptan por mayoría simple de sus miembros, teniendo cada miembro un voto, con una excepción: la elaboración de proyectos de normas técnicas, directrices y recomendaciones y las decisiones sobre las disposiciones financieras de ESMA, que se adoptan por mayoría cualificada<sup>27</sup>.

El Presidente y los miembros de la Junta de Supervisores con derecho a voto han de actuar con independencia y objetividad en pro únicamente de la UE en su conjunto, y no pedirán ni aceptarán instrucción alguna de instituciones u organismos de UE, de ningún Gobierno de un Estado Miembro ni de ninguna otra entidad pública o privada. Ni los Estados Miembros ni las instituciones u organismos de UE, ni ninguna otra entidad pública o privada, deben tratar de ejercer su influencia sobre los miembros de la Junta de supervisores.

#### 3.3.2 Órgano de administración: el Consejo de administración

El Consejo de administración vela porque ESMA cumpla su cometido y lleve a cabo las tareas asignadas, siendo responsable de la preparación de su programa de trabajo y de la adopción de su reglamento interno.

Son miembros del Consejo de administración, con derecho de voto, el Presidente de ESMA y otros seis miembros de la Junta de supervisores, elegidos por los miembros con derecho a voto de dicha Junta. Asimismo está integrado, sin derecho a voto, por el Director ejecutivo de ESMA y por un representante de la Comisión. A los miem-

---

27 Este sistema de toma de decisiones es muy distinto del que existía en el seno de CESR, donde se tomaban las decisiones, por regla general, por consenso de sus miembros. Sólo en el caso de que no pudiera alcanzarse un consenso, dichas decisiones debían tomarse por mayoría cualificada, aplicándose en ese caso la correspondencia entre votos de los miembros de CESR y votos de los Estados Miembros prevista en el artículo 238 (antiguo artículo 205, apartados 1 y 2, TCE) del Tratado de Funcionamiento de la UE. Véase artículo 14 de la Decisión de la Comisión, de 23 de enero de 2009, por la que se crea el Comité de responsables europeos de reglamentación de valores.

bros del Consejo de administración se les aplican las mismas obligaciones de independencia y objetividad que las anteriormente descritas para los miembros de la Junta de supervisores. Sus decisiones son adoptadas por mayoría de los miembros presentes, disponiendo cada miembro de un voto.

El Vicepresidente de la CNMV, Fernando Restoy, forma parte del primer Consejo de administración de ESMA.

### 3.3.3. Órgano de representación: el Presidente

ESMA está representada por un Presidente a tiempo completo, designado por la Junta de supervisión atendiendo a sus méritos, tras un proceso de selección abierto. El Parlamento Europeo puede oponerse a su designación. Steven Maijoor (procedente de la AFM)<sup>28</sup> ha sido elegido recientemente como el primer presidente de ESMA por un periodo de cinco años, con el visto bueno del Parlamento Europeo.

El Presidente es el responsable de preparar el trabajo de la Junta de supervisores y preside tanto las reuniones de este órgano como las del Consejo de administración. Por lo que se refiere a su independencia y objetividad, están garantizadas por disposiciones análogas a las previstas para los miembros de la Junta de supervisores y el Consejo de administración.

### 3.3.4 Órgano de gestión: el Director ejecutivo

La gestión de ESMA se confía a un Director ejecutivo, que es un profesional independiente a tiempo completo, nombrado por la Junta de supervisores en un proceso de selección abierto basado en los méritos de los aspirantes. El nombramiento requiere una confirmación previa por parte del Parlamento Europeo. Verena Ross (FSA<sup>29</sup>) ha sido recientemente elegida como primera Directora ejecutiva de ESMA por un periodo de cinco años.

El Director ejecutivo prepara el trabajo del Consejo de administración y es el responsable de ejecutar el programa de trabajo de ESMA. Tiene derecho a participar, sin derecho a voto, en las reuniones de la Junta de supervisores y del Consejo de administración, y se le aplican, por lo que se refiere a su independencia y objetividad, disposiciones análogas a las previstas para los miembros de la Junta de supervisores y el Consejo de administración.

## 3.4 Vías de recurso

Cualquier persona física o jurídica, incluidas las autoridades nacionales de supervisión, podrá recurrir las decisiones de ESMA relativas a la infracción del Derecho de la UE o a su actuación en una situación de emergencia y la resolución vinculante de diferencias entre autoridades nacionales de supervisión, así como cualquier otra

---

28 La Autoriteit Financiële Markten es la autoridad supervisora de Holanda.

29 La Financial Services Authority es la autoridad supervisora de Reino Unido.

decisión adoptada por ESMA, con arreglo a la legislación sectorial, de la que sea destinataria, o una decisión que, aunque revista la forma de una decisión destinada a otra persona, le afecte directa e individualmente.

A tal efecto se establece la Sala de recurso, concebida como un órgano común para ESMA, EBA y EIOPA, de manera que tratará asuntos relacionados con la banca, los seguros y los valores. Está compuesta por seis miembros y seis suplentes, de reconocido prestigio, que deberán ser independientes e imparciales en el ejercicio de sus funciones. El Consejo de administración de ESMA nombrará a dos miembros de la Sala de recurso y a dos suplentes a partir de una lista restringida propuesta por la Comisión, por un mandato de cinco años (y lo mismo harán los consejos de administración de EBA y EIOPA).

Las decisiones de la Sala de recurso se adoptarán por mayoría de, como mínimo, cuatro de sus seis miembros, y, cuando la decisión recurrida pertenezca al ámbito de aplicación del Reglamento 1095/2010, esta mayoría deberá incluir al menos a uno de los dos miembros nombrados por ESMA.

El plazo para presentar el recurso es de dos meses desde la fecha de notificación al interesado o, en su defecto, desde la fecha en la que ESMA publicó su decisión. La presentación del recurso no tendrá efectos suspensivos, pero la Sala de recurso podrá suspender la aplicación de la decisión recurrida si considera que las circunstancias así lo requieren.

La Sala de recurso podrá confirmar la decisión adoptada por el departamento competente de ESMA o remitir el asunto a dicho departamento. Éste quedará vinculado por la resolución de la Sala de recurso y adoptará una resolución modificada relativa al asunto de que se trate.

Las resoluciones de la Sala de recurso o, en caso de no intervenir ésta, de ESMA, podrán recurrirse ante el Tribunal de Justicia de la UE de conformidad con el artículo 263 del Tratado de Lisboa, tanto por los Estados Miembros y las instituciones de la UE, como por cualquier persona física o jurídica. Se establece asimismo la posibilidad de interponer ante el Tribunal de Justicia de la UE un recurso de omisión, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 265 del Tratado de Lisboa, en el caso de que ESMA, estando obligada a intervenir, se abstuviera de tomar una decisión.

## 4 Reflexiones finales

El sistema supervisor y regulador de los mercados de valores en Europa se ha caracterizado hasta hace poco tiempo por una prevalencia de lo local sobre lo comunitario. Ha sido en la primera década de este siglo cuando la regulación y la supervisión del mercado de valores se ha «impregnado» de armonización comunitaria, fundamentalmente como consecuencia del desarrollo del Plan de acción de servicios financieros, publicado en 1999.

En el ámbito de la supervisión de los mercados de valores, la creación de una nueva arquitectura europea supervisora como respuesta a la reciente crisis iniciada en 2007

ha supuesto que las autoridades supervisoras nacionales deban convivir con la nueva Autoridad Europea de Valores y Mercados, que ha nacido con un amplio abanico de poderes para elaborar proyectos de normas técnicas, intervenir mediante el mecanismo de resolución de diferencias y actuar directamente sobre las entidades y mercados en supuestos de emergencia, lo que va a suponer un reto en cuanto a la coordinación y las actuaciones de supervisión y control de los mercados de valores y sus participantes.

La asunción por parte de la Unión Europea de mayores responsabilidades tendrá efectos en el reparto de competencias sobre la materia en aras de la unidad de mercado y la unicidad del orden económico y la planificación que, en el caso de los mercados de valores, trasciende el orden nacional a favor de la armonización comunitaria y el código normativo único.

Todo ello tendrá un reflejo de forma inmediata en nuestro ordenamiento jurídico y es posible que la misión a cumplir por las autoridades administrativas competentes varíe, así como las potestades que éstas han venido teniendo hasta ahora para la consecución de los mandatos encomendados y que justifican su intervención en el mercado financiero.

## **IV Anexo legislativo**



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

- **Real Decreto 771/2011, de 3 de junio**, por el que se modifica el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras y el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de las entidades de crédito.

Esta norma desarrolla las modificaciones que, en materia de recursos propios de las entidades financieras, introdujo la Ley 6/2011, de 6 de abril, al transponer la Directiva 2009/11/CE, de 16 de septiembre de 2009 (conocida como Acuerdo de Basilea II). Los principales aspectos de esta normativa, que afecta por tanto a entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, son los siguientes:

- Se introducen algunas modificaciones en materia de concentración de riesgos.
- Se mejora la supervisión de los grupos bancarios transfronterizos: se regulan los llamados «colegios de supervisores» para los grupos financieros que operan en varios países de la UE y se aclaran las facultades y responsabilidades de las autoridades nacionales de supervisión, haciendo su cooperación más eficaz.
- Se mejora la regulación sobre la calidad de los fondos propios de los bancos, especialmente en relación con los instrumentos «híbridos». A efectos de la normativa de solvencia, se distinguen los instrumentos que no tengan el mismo rango durante la liquidación o que no absorban pérdidas en situaciones normales, con el mismo rango que las acciones ordinarias.
- Se adapta la gestión del riesgo de liquidez y se mejora la gestión del riesgo de los instrumentos titulizados. Las sociedades que cedan sus activos en el proceso de titulización deberán conservar una parte del riesgo asociado a estos títulos, mientras que las sociedades que inviertan en los mismos deberán mostrar la debida diligencia e informarse suficientemente o serán, en otro caso, sometidas a fuertes sanciones de capital.
- Se regula la política de remuneración de empleados y directivos de modo que las remuneraciones variables guarden relación con los resultados de las entidades financieras en el largo plazo. Asimismo, se exigirá al personal que se comprometa a no utilizar estrategias personales de cobertura o seguros relacionados con la remuneración y la responsabilidad que menoscaben los efectos de la alineación con el riesgo incluidos en sus sistemas de remuneración.
- Por otra parte, en línea con las previsiones que en materia de fondos de garantía de depósitos se están llevando a cabo en el ámbito europeo, se introduce un nuevo régimen de aportación adicional a estos fondos basado en la remuneración de los propios depósitos. Concretamente, se exigen contribuciones adicionales a las entidades que remuneren excesivamente sus depósitos, tanto a plazo como a la vista.

- **Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011**, relativa a gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los reglamentos (CE) n<sup>o</sup> 1060/2009 y (UE) n<sup>o</sup> 1095/2010.

La Directiva establece requisitos comunes aplicables a la autorización y supervisión de gestores de fondos de inversión alternativos (hedge funds), que son aquéllos a los que no resulta de aplicación la Directiva 2009/65/CE, de 13 de julio (Directiva UCITS). De este modo, se establece un marco armonizado de regulación y supervisión de las actividades en la UE de todos los gestores de fondos alternativos, incluidos los que tienen su domicilio social fuera de la UE, estableciéndose un sistema de pasaporte que permite la actividad transfronteriza en la UE. La Directiva no regula propiamente los fondos de inversión alternativos, sino a sus gestores, y establece un plazo de dos años para su transposición a Derecho interno.

Resumidamente, se establece el régimen de autorización y registro y las normas de conducta y transparencia de los gestores de fondos alternativos, así como los requisitos de capital y organizativos. Puede destacarse que la norma incide especialmente en las políticas remunerativas, que deben promover una gestión eficaz y responsable del riesgo; en la necesidad de que se valoren los activos de manera fiable y objetiva; en el nombramiento de depositarios independientes; en las condiciones para la delegación de funciones; en la prevención del riesgo sistémico derivado del apalancamiento de estos fondos de inversión alternativos, para lo cual se dota de instrumentos nuevos a ESMA y a la ESRB (Junta Europea de Riesgo Sistémico); y en los posibles conflictos de interés derivados del control de una sociedad (cotizada o no) por parte de un fondo de inversión alternativo.

- **Circular 2/2011, de 9 de junio**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras inscritas en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Con motivo de la finalización del plazo para la trasposición de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo (Directiva UCITS), se deroga y sustituye la Circular 2/2006, de 27 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, simplificando el procedimiento de notificación exigible a las IIC extranjeras armonizadas que vayan a comercializarse en España y racionalizando la información que debe remitirse a la CNMV sobre estas IIC.

Este procedimiento de notificación requiere que la IIC presente la documentación pertinente ante la autoridad competente del Estado Miembro de origen. La Circular establece un modelo normalizado de memoria de comercialización, debido a que una parte de la información que debe aportarse en este procedimiento de notificación no está armonizada y se refiere a las disposiciones previstas para la comercialización de la IIC en el Estado de acogida.

Por otro lado, se elimina el requisito de la inscripción en el Registro de la CNMV de compartimentos, y se amplía el contenido de la comunicación a efectuar a la CNMV de acuerdo con el artículo 52 del Reglamento del IRPF, de



manera que se incluyan los datos de los compartimentos y/o clases a que se refiere la información fiscal. En cuanto a las IIC no armonizadas, se elimina la obligación de remitir la información por vía telemática.

- **Circular 3/2011, de 9 de junio**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica parcialmente la Circular 1/2009, de 4 de febrero, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora.

Esta Circular introduce algunas modificaciones en lo que se refiere a la categorización de las instituciones de inversión colectiva (IIC) en función de su vocación inversora, que se regula en la Circular 1/2009, de 4 de febrero. Así, se aclara que, para el cómputo de los porcentajes de inversión de renta fija y de renta variable de las vocaciones inversoras, se tendrán en cuenta tanto las inversiones de contado como las de derivados, esto es, la exposición total del fondo. También se modifica ligeramente la relación de tipos de IIC y se incorpora una definición armonizada a escala europea de los fondos monetarios.

- **Ley 15/2011, de 16 de junio**, por la que se modifican determinadas normas financieras para la aplicación del Reglamento (CE) nº 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia.

La aprobación del Reglamento 1060/2009/CE, sobre agencias de calificación crediticia hace necesario realizar adaptaciones en la Ley del Mercado de Valores, la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre el Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria y la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de Coeficientes de Inversión Recursos Propios y Obligaciones de Información de los Intermediarios Financieros, especificándose la obligación de determinadas entidades financieras de utilizar las calificaciones emitidas por agencias registradas o certificadas en virtud del Reglamento.

Las competencias de supervisión sobre estas entidades, de conformidad con el Reglamento comunitario, recaen sobre la Autoridad Europea de Valores y Mercados, pero se regulan también las relaciones que deben mantenerse en esta materia entre aquel organismo y la CNMV.

- **Real Decreto-Ley 8/2011, de 1 de julio**, de medidas de apoyo a los deudores hipotecarios, de control del gasto público y cancelación de deudas con empresas y autónomos contraídas por las entidades locales, de fomento de la actividad empresarial e impulso de la rehabilitación y de simplificación administrativa.

Este Decreto-Ley adopta una serie de medidas muy variadas para reforzar la capacidad de respuesta de la economía española ante la crisis financiera internacional. Junto a otras medidas fiscales o de agilización de la constitución de sociedades, se adoptan algunas modificaciones importantes en el Derecho hipotecario que, por su impacto indirecto en el mercado de valores, se mencionan a continuación:

- Se amplía el límite de inembargabilidad de los ingresos hasta el 150 por 100 del salario mínimo interprofesional (SMI) para aquellos deudores hi-

potecarios que han perdido su vivienda habitual y un 30% adicional, por cada familiar de su núcleo que no perciba ingresos superiores a dicho SMI.

- Con el objetivo de fomentar la seguridad jurídica en el sector inmobiliario, se incorpora al Registro de la Propiedad la información que permitirá a los adquirentes de inmuebles conocer por anticipado la posible situación litigiosa en la que éstos se encuentran, incluyendo los expedientes que puedan suponer la imposición de multas o la futura demolición.
- **Ley 21/2011, de 26 de julio**, de Dinero Electrónico.

Por medio de esta norma, se introducen modificaciones a la normativa sobre entidades de dinero electrónico que había sido introducida por medio de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, y su normativa de desarrollo. Se adapta la regulación de estas entidades a la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de Servicios de Pago, en algunos aspectos como el ámbito de servicios a los que la regulación sobre dinero electrónico no resulta de aplicación. Asimismo se permite a las entidades de dinero electrónico la prestación de servicios de pago.

- **Ley 25/2011, de 1 de agosto**, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas.

La Ley de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital e incorporación de la Directiva 2007/36, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, responde a una doble finalidad. En primer lugar, se pretende reducir los costes de organización y funcionamiento de las sociedades de capital y lograr la necesaria modernización del Derecho de esta clase de sociedades, así como suprimir algunas de las más injustificadas diferencias existentes entre el régimen de las sociedades anónimas y el de las sociedades de responsabilidad limitada. En segundo lugar, obedece a la necesidad de trasponer a la legislación interna la Directiva 2007/36/CE, cuyo cometido fundamental consiste en facilitar y promover el ejercicio de los derechos de información y voto de los accionistas de las sociedades cotizadas en el ámbito comunitario.

En relación con la reducción de costes de las sociedades de capital, se eliminan algunos requisitos de publicidad en prensa, oficial o privada, entre los que destacan aquellos relativos a la forma de convocatoria de la Junta General, los acuerdos de modificación de estatutos sociales, la publicación de la disolución de la sociedad o el estado anual de cuentas, durante el periodo de liquidación. Se establecen asimismo medidas para la reducción del coste de depósito de las cuentas anuales, aliviando los trámites exigidos para su realización.

Se regula, por primera vez en norma de rango de ley, el régimen jurídico del administrador persona jurídica, con una específica referencia a la responsabili-

dad solidaria de la persona jurídica representada y del representante. Por otra parte, se prevé la facultad de convocatoria del Consejo de administración por los administradores que representen, al menos, un tercio de los componentes del órgano, cuando el Presidente, a pesar de haber sido requerido para ello, no lo hubiera convocado.

La unificación del régimen de las sociedades anónimas y limitadas tiene lugar en relación con la convocatoria de las juntas generales, la admisión de que los estatutos de las sociedades anónimas, en lugar de una rígida estructura del órgano de administración, puedan establecer dos o más modos de organización, la posibilidad de introducir en los estatutos causas de exclusión de los accionistas, la consideración de la inactividad como causa de disolución de todas las sociedades de capital, la generalización de la norma supletoria sobre conversión automática en liquidadores de los administradores de la sociedad y el régimen jurídico de los liquidadores de sociedad cancelada. Asimismo, atendiendo a la modificación del apartado 1 del artículo 157 de la Ley de Sociedades de Capital, se considerará infracción, de las sociedades anónimas y limitadas, el incumplimiento de las obligaciones o la vulneración de las prohibiciones establecidas en dicho capítulo.

Por otra parte, partiendo del principio de paridad de trato entre accionistas que se hallen en la misma posición respecto a la información, participación y voto en la Junta, se da forma a un régimen especial de ejercicio de los derechos de participación de los accionistas en la Junta general de las sociedades cotizadas. Se regula con especial detalle el funcionamiento de la Junta general, disciplinando la convocatoria de las juntas generales extraordinarias con una antelación mínima de 15 días, la posibilidad de voto de los accionistas por medios electrónicos, la publicidad de la convocatoria y su documentación complementaria, el derecho a completar este anuncio y a presentar nuevas propuestas de acuerdo, así como el derecho de información del accionista y la participación y el voto a distancia en la Junta general.

Por último, se limita el conjunto de normas contenidas en el Título XIV de la Ley de Sociedades de Capital, cuyo incumplimiento motiva la incoación de expediente sancionador por parte de la CNMV. Asimismo, se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, de tal manera que pasan a considerarse infracciones graves con arreglo a lo dispuesto en el artículo 100 de la anterior, los supuestos de incumpliendo de los artículos 516, 517, 520.2 y 524.2 del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

- **Orden EHA/2288/2011, de 2 de agosto**, por la que se modifica la Orden de 19 de mayo de 1987, que desarrolla el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado.

Esta norma otorga la posibilidad de que otros organismos de la Administración General del Estado, además del Tesoro Público y la Tesorería General de la Seguridad Social, tengan reconocida la condición de titulares de cuentas en la Central de anotaciones de deuda del Estado.

De este modo, los organismos públicos de la Administración General del Estado diferentes del Tesoro Público y la Tesorería General de la Seguridad Social, siguiendo el procedimiento establecido para la adquisición de la condición de titular de cuenta en nombre propio en la Central de anotaciones de deuda del Estado, pueden llevar a cabo las operaciones que consideren necesarias en el mercado de deuda pública en anotaciones, sin tener que actuar a través de un intermediario o entidad financiera.

## V Anexo estadístico



# 1 Mercados

## 1.1 Renta variable

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

CUADRO 1.1

|   | 2008     | 2009     | 2010     | 2010    |         | 2011    |         |                  |
|---|----------|----------|----------|---------|---------|---------|---------|------------------|
|   |          |          |          | III     | IV      | I       | II      | III <sup>2</sup> |
| <b>IMPORTES EFECTIVOS<sup>3</sup> (millones de euros)</b> |          |          |          |         |         |         |         |                  |
| Total   | 16.349,3 | 11.390,7 | 16.012,7 | 2.322,6 | 8.333,3 | 3.237,0 | 4.797,6 | 6.321,8          |
| Ampliaciones de capital                                   | 16.339,7 | 11.388,7 | 15.407,0 | 2.322,6 | 8.262,0 | 3.237,0 | 4.797,6 | 6.321,8          |
| De ellas, mediante OPS                                    | 292,0    | 17,3     | 958,7    | 6,0     | 14,2    | 0,0     | 3.696,4 | 8,4              |
| Tramo nacional  | 292,0    | 14,9     | 61,6     | 5,9     | 13,9    | 0,0     | 3.696,4 | 8,4              |
| Tramo internacional                                       | 0,0      | 2,5      | 897,2    | 0,0     | 0,3     | 0,0     | 0,1     | 0,0              |
| Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)               | 9,5      | 1,9      | 605,7    | 0,0     | 71,4    | 0,0     | 0,0     | 0,0              |
| Tramo nacional  | 9,5      | 1,9      | 79,1     | 0,0     | 71,4    | 0,0     | 0,0     | 0,0              |
| Tramo internacional                                       | 0,0      | 0,0      | 526,7    | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0              |
| <b>IMPORTES NOMINALES<sup>3</sup> (millones de euros)</b> |          |          |          |         |         |         |         |                  |
| Total   | 1.835,8  | 1.892,1  | 6.313,4  | 2.234,5 | 1.083,2 | 547,7   | 1.975,9 | 2.624,5          |
| Ampliaciones de capital                                   | 1.835,7  | 1.892,0  | 6.304,4  | 2.234,5 | 1.074,3 | 547,7   | 1.975,9 | 2.624,5          |
| De ellas, mediante OPS                                    | 100,0    | 0,1      | 1,9      | 0,7     | 1,0     | 0,0     | 1.871,3 | 0,5              |
| Tramo nacional  | 100,0    | 0,1      | 1,8      | 0,7     | 0,9     | 0,0     | 1.871,3 | 0,5              |
| Tramo internacional                                       | 0,0      | 0,0      | 0,1      | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0              |
| Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)               | 0,1      | 0,0      | 9,0      | 0,0     | 8,9     | 0,0     | 0,0     | 0,0              |
| Tramo nacional  | 0,1      | 0,0      | 8,9      | 0,0     | 8,9     | 0,0     | 0,0     | 0,0              |
| Tramo internacional                                       | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0              |
| <b>NÚMERO DE EXPEDIENTES<sup>4</sup></b>                  |          |          |          |         |         |         |         |                  |
| Total   | 54       | 53       | 69       | 12      | 29      | 17      | 23      | 21               |
| Ampliaciones de capital                                   | 53       | 53       | 67       | 12      | 28      | 17      | 22      | 21               |
| De ellas, mediante OPS                                    | 2        | 2        | 12       | 2       | 4       | 0       | 3       | 3                |
| De ellas, liberadas                                       | 18       | 11       | 15       | 3       | 7       | 2       | 5       | 6                |
| Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)               | 2        | 1        | 3        | 0       | 1       | 0       | 1       | 0                |
| <b>NÚMERO DE EMISORES<sup>4</sup></b>                     |          |          |          |         |         |         |         |                  |
| Total   | 39       | 34       | 46       | 10      | 23      | 13      | 16      | 18               |
| Ampliaciones de capital                                   | 38       | 34       | 45       | 10      | 22      | 13      | 15      | 18               |
| De ellas, mediante OPS                                    | 2        | 2        | 12       | 2       | 4       | 0       | 3       | 3                |
| Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)               | 2        | 1        | 2        | 0       | 1       | 0       | 1       | 0                |

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

2 Datos disponibles: agosto de 2011.

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

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

### Ofertas públicas de venta y suscripción de acciones. Tramos por suscriptor

CUADRO 1.2

| Millones de euros                      | 2008  | 2009 | 2010  | 2010 |      | 2011 |         |                  |
|--|-------|------|-------|------|------|------|---------|------------------|
|  |       |      |       | III  | IV   | I    | II      | III <sup>1</sup> |
| <b>OFERTAS PÚBLICAS DE SUSCRIPCIÓN</b> |       |      |       |      |      |      |         |                  |
| Total                                  | 292,0 | 17,3 | 958,7 | 6,0  | 14,2 | 0,0  | 3.696,4 | 8,4              |
| Mercado nacional                       | 282,0 | 14,9 | 61,6  | 5,9  | 13,9 | 0,0  | 3.684,9 | 8,4              |
| Suscriptores minoristas                | 191,5 | 0,0  | 2,5   | 2,5  | 0,0  | 0,0  | 2.203,9 | 2,3              |
| Suscriptores institucionales           | 90,5  | 14,9 | 59,0  | 3,4  | 13,9 | 0,0  | 1.481,0 | 6,0              |
| Mercado internacional                  | 0,0   | 2,5  | 897,2 | 0,0  | 0,3  | 0,0  | 0,1     | 0,0              |
| Empleados                              | 10,0  | 0,0  | 0,0   | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 11,4    | 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>       |       |      |       |      |      |      |         |                  |
| Total                                  | 9,5   | 1,9  | 605,7 | 0,0  | 71,4 | 0,0  | 0,0     | 0,0              |
| Mercado nacional                       | 9,5   | 1,5  | 79,1  | 0,0  | 71,4 | 0,0  | 0,0     | 0,0              |
| Suscriptores minoristas                | 0,0   | 0,0  | 0,0   | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0     | 0,0              |
| Suscriptores institucionales           | 9,5   | 1,5  | 79,1  | 0,0  | 71,4 | 0,0  | 0,0     | 0,0              |
| Mercado internacional                  | 0,0   | 0,0  | 526,7 | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0     | 0,0              |
| Empleados                              | 0,0   | 0,4  | 0,0   | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0     | 0,0              |
| Otros                                  | 0,0   | 0,0  | 0,0   | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0     | 0,0              |

1 Datos disponibles: agosto de 2011.

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

CUADRO 1.3

|   | 2008  | 2009  | 2010  | 2010  |       | 2011  |       |                  |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------------|
|   |       |       |       | III   | IV    | I     | II    | III <sup>2</sup> |
| Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup> | 136   | 133   | 129   | 129   | 129   | 130   | 130   | 130              |
| Sin Nuevo mercado                         | 136   | 133   | 129   | 129   | 129   | 130   | 130   | 130              |
| Nuevo mercado                             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0                |
| Empresas extranjeras                      | 5     | 5     | 6     | 5     | 6     | 7     | 7     | 7                |
| Segundo mercado                           | 8     | 7     | 6     | 6     | 6     | 6     | 6     | 6                |
| Madrid                                    | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     | 2                |
| Barcelona                                 | 6     | 5     | 4     | 4     | 4     | 4     | 4     | 4                |
| Bilbao                                    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0                |
| Valencia                                  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0                |
| Corros ex SICAV                           | 29    | 29    | 28    | 28    | 28    | 28    | 28    | 28               |
| Madrid                                    | 13    | 13    | 13    | 13    | 13    | 13    | 13    | 13               |
| Barcelona                                 | 19    | 19    | 18    | 18    | 18    | 18    | 18    | 18               |
| Bilbao                                    | 8     | 8     | 8     | 8     | 8     | 8     | 8     | 8                |
| Valencia                                  | 7     | 6     | 6     | 6     | 6     | 6     | 6     | 6                |
| Corros SICAV                              | 3     | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     | 1                |
| MAB                                       | 3.347 | 3.251 | 3.144 | 3.175 | 3.144 | 3.121 | 3.091 | 3.083            |
| Latibex                                   | 35    | 32    | 29    | 31    | 29    | 29    | 29    | 29               |

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: agosto de 2011.

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

CUADRO 1.4

| Millones de euros                         | 2008      | 2009      | 2010      | 2010      |           | 2011      |           |                  |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------------|
|   |           |           |           | III       | IV        | I         | II        | III <sup>2</sup> |
| Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup> | 531.194,2 | 634.762,8 | 590.182,8 | 568.142,8 | 565.585,2 | 619.538,0 | 609.135,8 | 503.669,4        |
| Sin Nuevo mercado                         | 531.194,2 | 634.762,8 | 590.182,8 | 568.142,8 | 565.585,2 | 619.538,0 | 609.135,8 | 503.669,4        |
| Nuevo mercado                             | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0              |
| Empresas extranjeras <sup>4</sup>         | 61.317,5  | 94.954,0  | 92.275,8  | 83.898,4  | 100.249,8 | 104.571,0 | 103.403,8 | 79.323,3         |
| Ibex 35                                   | 322.806,6 | 404.997,3 | 376.747,6 | 364.914,0 | 348.998,9 | 385.136,5 | 382.731,8 | 320.157,0        |
| Segundo mercado                           | 109,9     | 80,9      | 69,1      | 74,9      | 74,6      | 59,4      | 57,5      | 58,8             |
| Madrid                                    | 22,8      | 24,9      | 23,4      | 26,4      | 24,7      | 25,5      | 23,6      | 24,9             |
| Barcelona                                 | 87,1      | 56,0      | 45,7      | 48,5      | 49,9      | 33,9      | 33,9      | 33,9             |
| Bilbao                                    | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0              |
| Valencia                                  | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0              |
| Corros ex SICAV                           | 5.340,7   | 4.226,5   | 4.159,1   | 3.859,2   | 4.128,2   | 3.980,3   | 3.835,4   | 3.686,7          |
| Madrid                                    | 1.454,7   | 997,3     | 958,0     | 924,0     | 878,8     | 873,3     | 841,7     | 814,0            |
| Barcelona                                 | 3.580,2   | 3.400,6   | 3.336,4   | 3.139,2   | 3.432,2   | 3.325,1   | 3.187,2   | 3.077,9          |
| Bilbao                                    | 45,9      | 435,4     | 433,4     | 386,9     | 362,1     | 322,4     | 321,2     | 316,9            |
| Valencia                                  | 760,4     | 559,2     | 554,8     | 475,2     | 458,7     | 426,4     | 423,6     | 370,4            |
| Corros SICAV <sup>5</sup>                 | 126,8     | 28,5      | 28,1      | 30,9      | 32,6      | 33,0      | 36,1      | 36,2             |
| MAB <sup>5</sup>                          | 24.718,6  | 26.282,9  | 26.502,4  | 26.046,2  | 26.340,8  | 26.581,5  | 26.043,0  | 24.248,7         |
| Latibex                                   | 210.773,5 | 412.628,9 | 437.016,7 | 408.834,8 | 435.337,8 | 425.895,7 | 452.926,3 | 404.800,3        |

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: agosto de 2011.

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

4 La capitalización de las sociedades extranjeras está calculada considerando la totalidad de sus acciones, estén o no depositadas en España.

5 Sólo se tiene en cuenta el número de acciones en circulación de las SICAV, pero no las acciones propias, debido a que el capital social lo comunican únicamente a final de año.



## Contratación efectiva

CUADRO 1.5

| Millones de euros                         | 2008        | 2009      | 2010        | 2010      |           | 2011      |           |                  |
|---|-------------|-----------|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------------|
|   |             |           |             | III       | IV        | I         | II        | III <sup>1</sup> |
| Mercado continuo (MC). Total <sup>2</sup> | 1.228.392,4 | 877.073,5 | 1.026.478,5 | 213.520,2 | 291.987,6 | 244.908,3 | 236.325,4 | 173.997,0        |
| Sin Nuevo mercado                         | 1.228.380,9 | 877.073,5 | 1.026.478,5 | 213.520,2 | 291.987,6 | 244.908,3 | 236.325,4 | 173.997,0        |
| Nuevo mercado                             | 11,4        | 0,0       | 0,0         | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0              |
| Empresas extranjeras                      | 1.407,1     | 4.750,4   | 6.415,3     | 1.158,2   | 1.258,6   | 1.379,9   | 1.056,0   | 757,9            |
| Segundo mercado                           | 31,7        | 3,2       | 3,0         | 0,5       | 1,4       | 0,8       | 0,3       | 0,1              |
| Madrid                                    | 3,4         | 2,0       | 2,8         | 0,5       | 1,3       | 0,5       | 0,1       | 0,1              |
| Barcelona                                 | 28,3        | 1,2       | 0,3         | 0,0       | 0,0       | 0,3       | 0,2       | 0,0              |
| Bilbao                                    | 0,0         | 0,0       | 0,0         | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0              |
| Valencia                                  | 0,0         | 0,0       | 0,0         | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0              |
| Corros ex SICAV                           | 182,1       | 52,8      | 157,2       | 53,1      | 81,2      | 18,1      | 7,5       | 2,1              |
| Madrid                                    | 73,9        | 16,5      | 15,7        | 8,6       | 1,5       | 4,5       | 1,8       | 0,6              |
| Barcelona                                 | 103,6       | 29,4      | 135,7       | 44,4      | 78,0      | 13,5      | 5,6       | 1,4              |
| Bilbao                                    | 0,1         | 1,1       | 3,9         | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0              |
| Valencia                                  | 4,5         | 5,9       | 1,9         | 0,1       | 1,7       | 0,1       | 0,1       | 0,0              |
| Corros SICAV                              | 25,3        | 19,7      | 8,1         | 0,5       | 0,5       | 1,7       | 3,0       | 0,8              |
| MAB                                       | 7.060,3     | 5.080,1   | 4.147,9     | 768,4     | 1.146,9   | 879,6     | 1.134,0   | 851,3            |
| Latibex                                   | 757,7       | 434,7     | 521,2       | 93,5      | 119,2     | 102,3     | 89,4      | 60,5             |

1 Datos disponibles: agosto de 2011.

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

## Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación<sup>1</sup>

CUADRO 1.6

| Millones de euros        | 2008        | 2009      | 2010      | 2010      |           | 2011      |           |                  |
|--------------------------|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------------|
|                          |             |           |           | III       | IV        | I         | II        | III <sup>2</sup> |
| En sesión                | 1.180.835,9 | 833.854,9 | 983.584,5 | 202.084,6 | 280.656,0 | 235.958,6 | 225.422,9 | 161.896,0        |
| Órdenes                  | 774.718,1   | 499.182,8 | 541.879,8 | 112.273,3 | 131.954,9 | 153.546,1 | 119.669,8 | 95.091,6         |
| Aplicaciones             | 105.673,9   | 51.335,8  | 58.678,1  | 12.924,2  | 15.505,2  | 22.522,2  | 13.555,7  | 12.780,9         |
| Bloques                  | 300.443,9   | 283.336,3 | 383.026,6 | 76.887,0  | 133.196,0 | 59.890,3  | 92.197,4  | 54.023,5         |
| Fuera de hora            | 10.175,2    | 5.996,6   | 17.209,5  | 4.932,9   | 3.064,3   | 2.096,0   | 2.645,6   | 2.016,0          |
| Autorizadas              | 3.183,2     | 4.695,6   | 2.660,5   | 200,2     | 1.025,8   | 843,3     | 676,6     | 1.116,7          |
| Op. LMV art. 36.1        | 0,0         | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0              |
| Opas                     | 17.461,2    | 7.188,9   | 312,0     | 38,8      | 0,0       | 0,0       | 233,8     | 3.983,1          |
| OPV                      | 292,0       | 1.325,0   | 1.448,2   | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 3.922,1          |
| Toma de razón            | 1.066,8     | 5.202,6   | 2.273,4   | 2.272,7   | 0,0       | 0,0       | 2.171,6   | 0,0              |
| Ejercicio de opciones    | 9.661,9     | 11.443,2  | 11.474,7  | 2.010,5   | 5.235,2   | 3.501,6   | 2.717,4   | 245,7            |
| Operaciones de cobertura | 5.716,3     | 7.366,7   | 7.515,8   | 1.980,4   | 2.006,3   | 2.508,7   | 2.457,5   | 817,5            |

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2 Datos disponibles: agosto de 2011.

## Operaciones de crédito

CUADRO 1.7

| Millones de euros                             | 2008      | 2009      | 2010      | 2010      |           | 2011      |           |                  |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------------|
|   |           |           |           | III       | IV        | I         | II        | III <sup>1</sup> |
| <b>CONTRATACIÓN</b>                           |           |           |           |           |           |           |           |                  |
| Préstamo de valores <sup>2</sup>              | 583.950,8 | 471.007,1 | 556.246,7 | 123.594,7 | 154.640,3 | 108.561,1 | 142.262,8 | 96.636,9         |
| Crédito de valores para su venta <sup>3</sup> | 624,9     | 704,3     | 598,0     | 155,6     | 130,1     | 212,3     | 112,9     | 70,8             |
| Crédito para compra de valores <sup>3</sup>   | 154,7     | 106,4     | 65,9      | 12,9      | 16,9      | 19,8      | 11,4      | 11,2             |
| <b>SALDO VIVO</b>                             |           |           |           |           |           |           |           |                  |
| Préstamo de valores <sup>2</sup>              | 43.647,8  | 47.322,2  | 36.195,9  | 37.101,6  | 36.195,9  | 39.779,8  | 39.553,6  | 33.100,1         |
| Crédito de valores para su venta <sup>3</sup> | 20,7      | 21,1      | 9,9       | 19,1      | 9,9       | 17,6      | 12,7      | 7,8              |
| Crédito para compra de valores <sup>3</sup>   | 7,0       | 5,6       | 5,0       | 3,4       | 5,0       | 4,5       | 5,2       | 4,7              |

1 Datos disponibles: agosto de 2011.

2 Reguladas en la Ley del Mercado de Valores, art. 36.7, y la Orden ECO/764/2004.

3 Operaciones realizadas al amparo de la Orden de 25/03/1991, sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado.

## 1.2 Renta fija

### Emisiones brutas registradas<sup>1</sup> en la CNMV

CUADRO 1.8

|  | 2008      | 2009      | 2010      | 2010     |          | 2011     |          |                  |
|--|-----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|------------------|
|  |           |           |           | III      | IV       | I        | II       | III <sup>2</sup> |
| <b>NÚMERO DE EMISORES</b>                    |           |           |           |          |          |          |          |                  |
| Total  | 179       | 168       | 115       | 33       | 47       | 43       | 42       | 24               |
| Cédulas hipotecarias                         | 19        | 27        | 25        | 13       | 13       | 14       | 15       | 6                |
| Cédulas territoriales                        | 7         | 1         | 6         | 1        | 1        | 2        | 4        | 2                |
| Bonos y obligaciones no convertibles         | 30        | 50        | 39        | 11       | 11       | 10       | 12       | 5                |
| Bonos y obligaciones convertibles/canjeables | 1         | 3         | 2         | 0        | 2        | 3        | 1        | 0                |
| Bonos de titulación                          | 88        | 68        | 36        | 7        | 15       | 8        | 9        | 6                |
| Programas de pagarés                         | 77        | 69        | 58        | 9        | 19       | 15       | 12       | 6                |
| De titulación                                | 2         | 2         | 2         | 0        | 1        | 0        | 1        | 0                |
| Resto de pagarés                             | 75        | 67        | 56        | 9        | 18       | 15       | 11       | 6                |
| Otras emisiones de renta fija                | 0         | 0         | 0         | 0        | 0        | 0        | 0        | 0                |
| Participaciones preferentes                  | 8         | 23        | 0         | 0        | 0        | 1        | 0        | 0                |
| <b>NÚMERO DE EMISIONES</b>                   |           |           |           |          |          |          |          |                  |
| Total  | 337       | 512       | 349       | 60       | 98       | 88       | 82       | 39               |
| Cédulas hipotecarias                         | 47        | 75        | 88        | 24       | 21       | 32       | 29       | 7                |
| Cédulas territoriales                        | 8         | 1         | 9         | 1        | 2        | 4        | 4        | 10               |
| Bonos y obligaciones no convertibles         | 76        | 244       | 154       | 19       | 38       | 19       | 27       | 10               |
| Bonos y obligaciones convertibles/canjeables | 1         | 6         | 3         | 0        | 3        | 6        | 1        | 0                |
| Bonos de titulación                          | 108       | 76        | 36        | 7        | 15       | 10       | 9        | 6                |
| Programas de pagarés                         | 88        | 73        | 59        | 9        | 19       | 15       | 12       | 6                |
| De titulación                                | 2         | 2         | 2         | 0        | 1        | 0        | 1        | 0                |
| Resto de pagarés                             | 86        | 71        | 57        | 9        | 18       | 15       | 11       | 6                |
| Otras emisiones de renta fija                | 0         | 0         | 0         | 0        | 0        | 0        | 0        | 0                |
| Participaciones preferentes                  | 9         | 37        | 0         | 0        | 0        | 2        | 0        | 0                |
| <b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>   |           |           |           |          |          |          |          |                  |
| Total  | 476.275,7 | 387.475,8 | 226.448,9 | 61.634,8 | 55.736,9 | 77.161,3 | 59.900,0 | 19.684,4         |
| Cédulas hipotecarias                         | 14.300,0  | 35.573,9  | 34.378,5  | 10.317,0 | 8.519,1  | 19.254,0 | 18.980,0 | 2.250,0          |
| Cédulas territoriales                        | 1.820,0   | 500,0     | 5.900,0   | 300,0    | 500,0    | 2.935,0  | 1.800,0  | 2.664,2          |
| Bonos y obligaciones no convertibles         | 10.489,6  | 62.249,0  | 24.356,0  | 1.287,2  | 7.524,7  | 2.578,1  | 3.320,2  | 407,6            |
| Bonos y obligaciones convertibles/canjeables | 1.429,1   | 3.200,0   | 968,0     | 0,0      | 968,0    | 681,6    | 1.500,0  | 0,0              |
| Bonos de titulación                          | 135.252,5 | 81.651,2  | 63.260,5  | 28.189,7 | 16.497,3 | 26.585,0 | 11.168,4 | 6.159,3          |
| Tramo nacional                               | 132.730,1 | 77.289,4  | 62.743,0  | 28.189,7 | 16.473,3 | 23.706,2 | 10.130,0 | 6.159,3          |
| Tramo internacional                          | 2.522,4   | 4.361,9   | 517,5     | 0,0      | 24,0     | 2.878,8  | 1.038,4  | 0,0              |
| Pagarés de empresa <sup>3</sup>              | 311.738,5 | 191.341,7 | 97.586,0  | 21.540,9 | 21.727,9 | 24.927,6 | 23.131,3 | 8.203,3          |
| De titulación                                | 2.843,1   | 4.758,4   | 5.057,0   | 1.723,0  | 1.409,0  | 546,0    | 913,0    | 84,0             |
| Resto de pagarés                             | 308.895,4 | 186.583,3 | 92.529,0  | 19.817,9 | 20.318,9 | 24.381,6 | 22.218,3 | 8.119,3          |
| Otras emisiones de renta fija                | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0              |
| Participaciones preferentes                  | 1.246,0   | 12.960,0  | 0,0       | 0,0      | 0,0      | 200,0    | 0,0      | 0,0              |
| <b>Pro memoria:</b>                          |           |           |           |          |          |          |          |                  |
| Emisiones subordinadas                       | 12.949,5  | 20.988,5  | 9.154,2   | 1.838,5  | 2.048,2  | 5.407,9  | 2.696,5  | 1.640,0          |
| Emisiones aseguradas                         | 9.169,5   | 4.793,8   | 299,0     | 0,0      | 0,0      | 10,0     | 0,0      | 0,0              |

1 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

2 Datos disponibles: agosto de 2011.

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

### Admisión al mercado AIAF

CUADRO 1.9

| Importes nominales en millones de euros | 2008      | 2009      | 2010      | 2010     |          | 2011     |          |                  |
|---|-----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|------------------|
|   |           |           |           | III      | IV       | I        | II       | III <sup>1</sup> |
| Total                                   | 476.710,4 | 388.455,0 | 223.404,5 | 65.590,3 | 48.230,5 | 70.790,8 | 68.289,8 | 26.343,6         |
| Pagarés                                 | 314.417,4 | 191.427,7 | 99.784,4  | 22.148,0 | 21.521,8 | 25.096,2 | 23.094,5 | 9.437,0          |
| Bonos y obligaciones                    | 10.040,3  | 61.862,5  | 24.728,6  | 1.541,1  | 7.512,4  | 2.080,6  | 3.616,9  | 585,5            |
| Cédulas hipotecarias                    | 14.150,0  | 35.568,9  | 32.861,0  | 9.767,0  | 8.499,1  | 17.244,0 | 21.435,0 | 3.425,0          |
| Cédulas territoriales                   | 1.930,0   | 500,0     | 5.900,0   | 300,0    | 500,0    | 2.935,0  | 300,0    | 4.164,2          |
| Bonos de titulación                     | 135.926,6 | 85.542,9  | 60.030,5  | 31.834,2 | 10.197,3 | 23.235,0 | 19.843,4 | 8.731,9          |
| Participaciones preferentes             | 246,0     | 13.552,9  | 100,0     | 0,0      | 0,0      | 200,0    | 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 de 2011.

**AIAF. Emisores, emisiones y saldo vivo**

CUADRO 1.10

|   | 2008      | 2009      | 2010      | 2010      |           | 2011      |           |                  |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------------|
|   |           |           |           | III       | IV        | I         | II        | III <sup>1</sup> |
| <b>NÚMERO DE EMISORES</b>                         |           |           |           |           |           |           |           |                  |
| Total   | 556       | 614       | 634       | 628       | 634       | 631       | 613       | 609              |
| Pagarés   | 72        | 67        | 60        | 66        | 60        | 56        | 46        | 47               |
| Bonos y obligaciones                              | 93        | 91        | 93        | 91        | 93        | 91        | 93        | 93               |
| Cédulas hipotecarias                              | 22        | 29        | 33        | 31        | 33        | 35        | 36        | 38               |
| Cédulas territoriales                             | 11        | 11        | 12        | 11        | 12        | 12        | 12        | 12               |
| Bonos de titulación                               | 383       | 442       | 459       | 454       | 459       | 458       | 441       | 436              |
| Participaciones preferentes                       | 52        | 60        | 59        | 59        | 59        | 60        | 60        | 60               |
| Bonos matador                                     | 12        | 12        | 12        | 12        | 12        | 12        | 12        | 12               |
| <b>NÚMERO DE EMISIONES</b>                        |           |           |           |           |           |           |           |                  |
| Total   | 4.639     | 4.084     | 3.630     | 3.646     | 3.630     | 3.570     | 3.454     | 3.439            |
| Pagarés   | 2.489     | 1.507     | 958       | 999       | 958       | 911       | 851       | 838              |
| Bonos y obligaciones                              | 450       | 611       | 645       | 639       | 645       | 631       | 627       | 631              |
| Cédulas hipotecarias                              | 146       | 202       | 253       | 239       | 253       | 267       | 277       | 282              |
| Cédulas territoriales                             | 26        | 25        | 26        | 25        | 26        | 28        | 29        | 38               |
| Bonos de titulación                               | 1436      | 1629      | 1641      | 1.637     | 1.641     | 1.625     | 1.562     | 1.542            |
| Participaciones preferentes                       | 78        | 96        | 93        | 93        | 93        | 94        | 94        | 94               |
| Bonos matador                                     | 14        | 14        | 14        | 14        | 14        | 14        | 14        | 14               |
| <b>SALDO VIVO<sup>2</sup> (millones de euros)</b> |           |           |           |           |           |           |           |                  |
| Total   | 819.637,7 | 870.981,1 | 850.181,7 | 851.730,8 | 850.181,7 | 854.735,5 | 849.569,3 | 851.056,2        |
| Pagarés   | 71.762,2  | 41.647,0  | 23.233,6  | 27.299,7  | 23.233,6  | 24.274,6  | 22.123,1  | 21.667,1         |
| Bonos y obligaciones                              | 122.001,9 | 150.886,3 | 146.077,7 | 144.437,2 | 146.077,7 | 139.744,8 | 136.241,1 | 133.151,7        |
| Cédulas hipotecarias                              | 162.465,5 | 185.343,8 | 195.734,8 | 189.145,7 | 195.734,8 | 202.528,8 | 219.313,8 | 222.488,8        |
| Cédulas territoriales                             | 17.030,0  | 16.030,0  | 18.350,0  | 18.650,0  | 18.350,0  | 20.485,0  | 20.285,0  | 24.149,2         |
| Bonos de titulación                               | 422.010,7 | 442.831,5 | 434.835,1 | 440.244,9 | 434.835,1 | 435.551,9 | 419.458,0 | 417.451,1        |
| Participaciones preferentes                       | 23.308,6  | 33.183,8  | 30.891,8  | 30.894,5  | 30.891,8  | 31.091,8  | 31.089,6  | 31.089,6         |
| Bonos matador                                     | 1.058,8   | 1.058,8   | 1.058,8   | 1.058,8   | 1.058,8   | 1.058,8   | 1.058,8   | 1.058,8          |

1 Datos disponibles: agosto de 2011.

2 Importes nominales.

**AIAF. Contratación**

CUADRO 1.11

| Importes nominales en millones de euros | 2008        | 2009        | 2010        | 2010        |             | 2011        |             |                  |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
|   |             |             |             | III         | IV          | I           | II          | III <sup>1</sup> |
| <b>POR TIPO DE ACTIVO</b>               |             |             |             |             |             |             |             |                  |
| Total                                   | 2.521.040,1 | 4.658.633,2 | 4.383.118,7 | 1.088.985,4 | 1.811.416,3 | 2.540.940,4 | 1.618.996,9 | 1.203.982,8      |
| Pagarés                                 | 591.943,8   | 533.331,0   | 385.238,9   | 92.307,2    | 72.604,4    | 67.260,3    | 57.492,7    | 30.998,6         |
| Bonos y obligaciones                    | 80.573,8    | 321.743,0   | 922.393,1   | 192.302,0   | 349.527,2   | 241.674,3   | 96.130,6    | 64.047,4         |
| Cédulas hipotecarias                    | 129.995,3   | 263.150,0   | 271.441,8   | 86.114,0    | 96.608,6    | 169.889,3   | 115.484,5   | 69.918,8         |
| Cédulas territoriales                   | 10.142,3    | 7.209,0     | 14.458,2    | 3.213,7     | 1.924,7     | 32.764,3    | 43.117,1    | 51.669,9         |
| Bonos de titulación                     | 1.704.341,8 | 3.527.486,4 | 2.784.775,4 | 714.081,4   | 1.289.446,1 | 2.028.138,1 | 1.303.425,0 | 986.470,7        |
| Participaciones preferentes             | 4.030,0     | 5.668,5     | 4.635,7     | 966,9       | 1.273,8     | 1.178,3     | 3.337,6     | 842,1            |
| Bonos matador                           | 13,2        | 45,2        | 175,7       | 0,2         | 31,6        | 35,9        | 9,5         | 35,4             |
| <b>POR TIPO DE OPERACIÓN</b>            |             |             |             |             |             |             |             |                  |
| Total                                   | 2.521.040,1 | 4.658.633,2 | 4.383.118,7 | 1.088.985,4 | 1.811.416,3 | 2.540.940,4 | 1.618.996,9 | 1.203.982,8      |
| Simple                                  | 387.897,1   | 378.348,4   | 288.927,3   | 55.230,8    | 69.161,4    | 100.126,8   | 78.598,4    | 35.316,5         |
| Repo                                    | 381.505,0   | 362.068,7   | 304.493,2   | 72.123,5    | 61.165,8    | 55.980,9    | 51.485,2    | 30.796,6         |
| Simultánea                              | 1.751.638,0 | 3.918.216,1 | 3.789.698,3 | 961.631,2   | 1.681.089,0 | 2.384.832,7 | 1.488.913,3 | 1.137.869,7      |

1 Datos disponibles: agosto de 2011.

**AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador**

CUADRO 1.12

| Importes nominales en millones de euros | 2008      | 2009      | 2010      | 2010      |           | 2011      |           |                  |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------------|
|   |           |           |           | III       | IV        | I         | II        | III <sup>1</sup> |
| Total                                   | 744.652,5 | 681.946,6 | 553.896,6 | 121.757,2 | 120.800,2 | 136.405,9 | 120.560,2 | 62.055,2         |
| Sociedades no financieras               | 285.044,4 | 256.224,6 | 162.949,5 | 37.846,5  | 33.281,8  | 36.362,7  | 37.287,8  | 21.335,9         |
| Instituciones financieras               | 334.851,6 | 298.909,1 | 289.950,4 | 68.828,4  | 67.718,0  | 67.797,2  | 55.419,8  | 29.935,0         |
| Entidades de crédito                    | 130.056,0 | 125.547,5 | 102.372,1 | 21.916,4  | 29.970,9  | 34.359,6  | 27.624,9  | 13.393,8         |
| IIC, seguros y fondos de pensiones      | 154.709,8 | 115.865,3 | 125.899,4 | 31.339,1  | 22.618,2  | 24.511,6  | 25.796,8  | 15.969,7         |
| Otras entidades financieras             | 50.085,8  | 57.496,3  | 61.678,9  | 15.572,8  | 15.128,9  | 8.926,0   | 1.998,1   | 571,4            |
| Administraciones públicas               | 6.331,2   | 5.808,5   | 3.117,7   | 160,5     | 309,8     | 295,8     | 392,8     | 470,5            |
| Hogares e ISFLSH <sup>2</sup>           | 13.344,0  | 14.647,8  | 14.244,4  | 2.234,1   | 2.541,9   | 1.866,8   | 2.817,3   | 1.242,0          |
| Resto del mundo                         | 105.081,2 | 106.356,6 | 83.634,6  | 12.687,8  | 16.948,7  | 30.083,5  | 24.642,5  | 9.071,8          |

1 Datos disponibles: agosto de 2011.

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

Admisión a bolsa<sup>1</sup>

CUADRO 1.13

|  | 2008    | 2009    | 2010  | 2010 |       | 2011  |       |                  |
|--|---------|---------|-------|------|-------|-------|-------|------------------|
|  |         |         |       | III  | IV    | I     | II    | III <sup>2</sup> |
| <b>IMPORTE NOMINALES (millones de euros)</b> |         |         |       |      |       |       |       |                  |
| Total  | 3.390,6 | 5.866,8 | 868,0 | 0,0  | 468,0 | 500,0 | 681,6 | 1.500,0          |
| Bonos y obligaciones no convertibles         | 0,0     | 0,0     | 400,0 | 0,0  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0              |
| Bonos y obligaciones convertibles/canjeables | 0,0     | 4.510,8 | 468,0 | 0,0  | 468,0 | 500,0 | 681,6 | 1.500,0          |
| Bonos de titulización                        | 3.390,6 | 1.356,0 | 0,0   | 0,0  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0              |
| Otros  | 0,0     | 0,0     | 0,0   | 0,0  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0              |
| <b>NÚMERO DE EMISIONES</b>                   |         |         |       |      |       |       |       |                  |
| Total  | 33      | 10      | 8     | 0    | 1     | 1     | 4     | 1                |
| Bonos y obligaciones no convertibles         | 0       | 0       | 7     | 0    | 0     | 0     | 0     | 0                |
| Bonos y obligaciones convertibles/canjeables | 0       | 4       | 1     | 0    | 1     | 1     | 4     | 1                |
| Bonos de titulización                        | 33      | 6       | 0     | 0    | 0     | 0     | 0     | 0                |
| Otros  | 0       | 0       | 0     | 0    | 0     | 0     | 0     | 0                |

1 Emisores privados. Incluye expedientes de emisión y de admisión.

2 Datos disponibles: agosto de 2011.

## Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.14

|   | 2008     | 2009     | 2010     | 2010     |          | 2011     |          |                  |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|------------------|
|   |          |          |          | III      | IV       | I        | II       | III <sup>1</sup> |
| <b>NÚMERO DE EMISORES</b>                         |          |          |          |          |          |          |          |                  |
| Total   | 58       | 62       | 60       | 62       | 60       | 57       | 59       | 59               |
| Emisores privados                                 | 45       | 48       | 46       | 48       | 46       | 44       | 46       | 46               |
| Sociedades no financieras                         | 5        | 6        | 5        | 5        | 5        | 4        | 4        | 4                |
| Instituciones financieras privadas                | 40       | 42       | 41       | 43       | 41       | 40       | 42       | 42               |
| Administraciones públicas <sup>2</sup>            | 13       | 14       | 14       | 14       | 14       | 13       | 13       | 13               |
| Comunidades autónomas                             | 3        | 3        | 3        | 3        | 3        | 3        | 3        | 3                |
| <b>NÚMERO DE EMISIONES</b>                        |          |          |          |          |          |          |          |                  |
| Total   | 271      | 269      | 247      | 257      | 247      | 237      | 245      | 244              |
| Emisores privados                                 | 157      | 155      | 145      | 150      | 145      | 137      | 137      | 136              |
| Sociedades no financieras                         | 9        | 10       | 7        | 8        | 7        | 7        | 7        | 7                |
| Instituciones financieras privadas                | 148      | 145      | 138      | 142      | 138      | 130      | 130      | 129              |
| Administraciones públicas <sup>2</sup>            | 114      | 114      | 102      | 107      | 102      | 100      | 108      | 108              |
| Comunidades autónomas                             | 82       | 76       | 64       | 68       | 64       | 63       | 72       | 73               |
| <b>SALDO VIVO<sup>3</sup> (millones de euros)</b> |          |          |          |          |          |          |          |                  |
| Total   | 29.142,6 | 36.299,5 | 41.091,3 | 36.480,1 | 41.091,3 | 41.497,4 | 45.280,8 | 44.190,2         |
| Emisores privados                                 | 17.237,9 | 21.600,9 | 19.261,5 | 19.110,1 | 19.261,5 | 19.301,5 | 19.017,9 | 18.309,6         |
| Sociedades no financieras                         | 381,0    | 1.783,7  | 376,6    | 377,1    | 376,6    | 375,8    | 375,8    | 375,8            |
| Instituciones financieras privadas                | 16.856,9 | 19.817,2 | 18.884,8 | 18.733,0 | 18.884,8 | 18.925,7 | 18.642,1 | 17.933,8         |
| Administraciones públicas <sup>3</sup>            | 11.904,7 | 14.698,6 | 21.829,9 | 17.370,0 | 21.829,9 | 22.195,9 | 26.262,9 | 25.880,6         |
| Comunidades autónomas                             | 9.972,5  | 12.338,3 | 19.442,4 | 14.961,8 | 19.442,4 | 19.812,5 | 23.992,9 | 23.710,6         |

1 Datos disponibles: agosto de 2011.

2 No incluye deuda anotada.

3 Importes nominales.

## Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.15

|   | 2008     | 2009     | 2010     | 2010     |          | 2011     |          |                  |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|------------------|
|   |          |          |          | III      | IV       | I        | II       | III <sup>1</sup> |
| Importes nominales en millones de euros |          |          |          |          |          |          |          |                  |
| Mercado electrónico                     | 1.580,1  | 633,0    | 510,5    | 97,1     | 122,5    | 81,5     | 100,5    | 50,4             |
| Corros                                  | 7.842,1  | 4.008,4  | 7.525,6  | 1.117,8  | 4.674,4  | 2.413,6  | 582,7    | 405,3            |
| Madrid                                  | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0              |
| Barcelona                               | 7.674,9  | 3.821,1  | 7.146,7  | 1.051,6  | 4.620,6  | 2.379,4  | 578,6    | 398,2            |
| Bilbao                                  | 6,1      | 4,6      | 2,3      | 0,4      | 0,5      | 0,2      | 0,1      | 0,1              |
| Valencia                                | 161,1    | 182,7    | 376,6    | 65,8     | 53,4     | 34,0     | 3,9      | 7,0              |
| Deuda anotada                           | 46,2     | 49,1     | 331,1    | 6,3      | 9,1      | 4,4      | 187,8    | 274,2            |
| Deuda comunidades autónomas             | 71.054,9 | 70.065,8 | 59.017,0 | 13.613,0 | 13.336,2 | 11.806,8 | 16.842,8 | 9.660,9          |

1 Datos disponibles: agosto de 2011.

**Sistemas organizados de negociación: SENAF y MTS.**  
**Contratación de deuda pública por modalidad**

CUADRO 1.16

| Importes nominales en millones de euros | 2008      | 2009      | 2010      | 2010     |          | 2011     |          |                  |
|---|-----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|------------------|
|   |           |           |           | III      | IV       | I        | II       | III <sup>1</sup> |
| Total                                   | 132.327,4 | 202.120,5 | 265.966,0 | 75.677,6 | 41.660,2 | 27.593,2 | 28.318,9 | 10.154,0         |
| Simples                                 | 89.010,5  | 114.314,0 | 110.011,0 | 16.173,0 | 21.116,0 | 27.293,0 | 26.482,0 | 10.154,0         |
| Simultáneas                             | 43.316,9  | 86.806,5  | 155.433,0 | 59.504,6 | 20.394,2 | 300,2    | 1.836,9  | 0,0              |
| Otras operaciones                       | 0,0       | 1.000,0   | 522,0     | 0,0      | 150,0    | 0,0      | 0,0      | 0,0              |

1 Datos disponibles: agosto de 2011.

### 1.3 Derivados y otros productos

#### 1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

##### Negociación en MEFF

CUADRO 1.17

| Número de contratos                            | 2008       | 2009       | 2010       | 2010       |            | 2011       |            |                  |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------------|
|  |            |            |            | III        | IV         | I          | II         | III <sup>1</sup> |
| Sobre deuda                                    | 12         | 18         | 14         | 4          | 2          | 6          | 4          | 0                |
| Futuro sobre bono nocional <sup>2</sup>        | 12         | 18         | 14         | 4          | 2          | 6          | 4          | 0                |
| Sobre Ibex 35 <sup>3,4</sup>                   | 8.433.963  | 6.187.544  | 6.946.167  | 1.446.089  | 1.585.302  | 1.714.038  | 1.403.188  | 1.172.177        |
| Futuro sobre Ibex 35 plus                      | 7.275.299  | 5.436.989  | 6.280.999  | 1.327.272  | 1.432.956  | 1.575.272  | 1.280.699  | 1.065.471        |
| Futuro mini sobre Ibex 35                      | 330.042    | 314.829    | 357.926    | 69.900     | 72.265     | 90.048     | 72.265     | 68.769           |
| Opción call mini                               | 323.874    | 230.349    | 122.158    | 21.602     | 30.717     | 17.606     | 19.733     | 16.328           |
| Opción put mini                                | 504.749    | 205.377    | 185.083    | 27.315     | 49.364     | 31.111     | 30.491     | 21.609           |
| Sobre acciones <sup>5</sup>                    | 64.554.817 | 80.114.693 | 57.291.482 | 13.107.040 | 17.395.281 | 16.374.082 | 10.805.253 | 3.114.196        |
| Futuros  | 46.237.568 | 44.586.779 | 19.684.108 | 4.969.808  | 6.650.855  | 8.006.039  | 5.337.121  | 1.348.379        |
| Opción call                                    | 7.809.423  | 18.864.840 | 17.186.515 | 4.413.718  | 4.250.315  | 3.761.646  | 2.026.429  | 722.555          |
| Opción put                                     | 10.507.826 | 16.663.074 | 20.420.859 | 3.723.514  | 6.494.111  | 4.606.397  | 3.441.703  | 1.043.262        |
| <b>Pro memoria: actividad de MEFF en Eurex</b> |            |            |            |            |            |            |            |                  |
| Sobre deuda <sup>6</sup>                       | 869.105    | 558.848    | 373.113    | 59.521     | 71.884     | 90.405     | 75.174     | 32.834           |
| Sobre índices <sup>7</sup>                     | 1.169.059  | 835.159    | 604.029    | 101.741    | 124.415    | 106.551    | 96.795     | 76.837           |

1 Datos disponibles: agosto de 2011.

2 Nominal del contrato: 100 mil euros.

3 El número de los contratos mini (multiplicador de 1 euro) se ha homogeneizado al tamaño de los contratos de los futuros sobre Ibex 35 plus (multiplicador de 10 euros).

4 Nominal del contrato: Ibex 35 \* 10 euros.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

6 Futuros sobre Bund, Bobl y Schatz.

7 Futuros sobre Dax 30, DJ EuroStoxx 50 y DJ Stoxx 50.

#### 1.3.2 Warrants, contratos de compra / venta de opciones y ETF

##### Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.18

| WARRANTS <sup>2</sup>                        | 2008     | 2009    | 2010    | 2010  |         | 2011    |       |                  |
|--|----------|---------|---------|-------|---------|---------|-------|------------------|
|  |          |         |         | III   | IV      | I       | II    | III <sup>1</sup> |
| Importe de las primas (millones de euros)    | 12.234,4 | 5.165,1 | 4.915,3 | 761,4 | 1.227,4 | 1.174,6 | 891,4 | 1.414,9          |
| Sobre acciones                               | 6.914,1  | 2.607,1 | 2.537,4 | 302,5 | 705,7   | 666,8   | 462,2 | 754,3            |
| Sobre índices                                | 4.542,8  | 2.000,1 | 1.852,6 | 367,3 | 380,8   | 387,8   | 293,9 | 480,9            |
| Otros <sup>3</sup>                           | 777,5    | 558,0   | 525,4   | 91,6  | 140,9   | 120,0   | 135,2 | 179,7            |
| Número de emisiones                          | 9.790    | 7.342   | 8.375   | 1.260 | 2.534   | 1.946   | 1.842 | 2.182            |
| Número de emisores                           | 8        | 9       | 9       | 6     | 7       | 7       | 6     | 6                |
| <b>CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES</b> |          |         |         |       |         |         |       |                  |
| Importes nominales (millones de euros)       | 77,0     | 35,0    | 64,0    | 20,0  | 7,0     | 0,0     | 0,0   | 0,0              |
| Sobre acciones                               | 77,0     | 25,0    | 47,0    | 10,0  | 7,0     | 0,0     | 0,0   | 0,0              |
| Sobre índices                                | 0,0      | 0,0     | 0,0     | 0,0   | 0,0     | 0,0     | 0,0   | 0,0              |
| Otros <sup>3</sup>                           | 0,0      | 10,0    | 17,0    | 10,0  | 0,0     | 0,0     | 0,0   | 0,0              |
| Número de emisiones                          | 4        | 3       | 7       | 2     | 1       | 0       | 0     | 0                |
| Número de emisores                           | 1        | 1       | 1       | 1     | 1       | 0       | 0     | 0                |

1 Datos disponibles: agosto de 2011.

2 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

3 Incluye los siguientes subyacentes: cestas de valores, tipos de cambio, tipos de interés y materias primas.

|   | 2008    | 2009    | 2010    | 2010  |       | 2011    |       |                  |
|---|---------|---------|---------|-------|-------|---------|-------|------------------|
|   |         |         |         | III   | IV    | I       | II    | III <sup>1</sup> |
| <b>WARRANTS</b>                             |         |         |         |       |       |         |       |                  |
| Contratación efectiva (millones de euros)   | 2.943,7 | 1.768,4 | 1.603,2 | 397,9 | 366,2 | 466,4   | 286,0 | 303,0            |
| Sobre acciones nacionales                   | 1.581,9 | 809,9   | 759,8   | 198,0 | 181,1 | 212,5   | 129,8 | 114,7            |
| Sobre acciones extranjeras                  | 145,7   | 97,6    | 60,7    | 8,4   | 17,2  | 23,7    | 15,3  | 15,6             |
| Sobre índices                               | 1.063,3 | 761,2   | 689,5   | 169,2 | 130,8 | 157,1   | 75,3  | 97,8             |
| Otros <sup>2</sup>                          | 152,8   | 99,7    | 93,2    | 22,4  | 37,1  | 73,1    | 65,6  | 75,0             |
| Número de emisiones <sup>3</sup>            | 9.770   | 8.038   | 7.750   | 3.007 | 3.060 | 2.746   | 3.038 | 2.822            |
| Número de emisores <sup>3</sup>             | 10      | 10      | 10      | 9     | 10    | 9       | 9     | 9                |
| <b>CERTIFICADOS</b>                         |         |         |         |       |       |         |       |                  |
| Contratación efectiva (millones de euros)   | 16,8    | 39,2    | 22,0    | 7,8   | 3,7   | 4,1     | 9,3   | 24,6             |
| Número de emisiones <sup>3</sup>            | 26      | 22      | 16      | 13    | 13    | 11      | 10    | 7                |
| Número de emisores <sup>3</sup>             | 4       | 4       | 2       | 2     | 2     | 2       | 2     | 2                |
| <b>ETF</b>                                  |         |         |         |       |       |         |       |                  |
| Contratación efectiva (millones de euros)   | 6.938,1 | 3.470,6 | 6.229,7 | 746,4 | 831,3 | 1.081,7 | 571,1 | 787,9            |
| Número de fondos                            | 30      | 32      | 65      | 43    | 65    | 67      | 67    | 67               |
| Patrimonio <sup>4</sup> (millones de euros) | 1.630,3 | 1.648,4 | 827,8   | 960,2 | 827,8 | 859,4   | 867,3 | n.d.             |

1 Datos disponibles: agosto de 2011.

2 Incluye los siguientes subyacentes: cestas de valores, tipos de cambio, tipos de interés y materias primas.

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

4 Sólo incluye el patrimonio de los ETF nacionales debido a que no se dispone del patrimonio de los extranjeros.

n.d.: Dato no disponible.

### 1.3.3 Derivados no financieros

#### Negociación en MFAO<sup>1</sup>

CUADRO 1.20

|  | 2008   | 2009    | 2010    | 2010   |        | 2011   |        |                  |
|--|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|------------------|
|  |        |         |         | III    | IV     | I      | II     | III <sup>2</sup> |
| Número de contratos                              |        |         |         |        |        |        |        |                  |
| Sobre aceite de oliva                            |        |         |         |        |        |        |        |                  |
| Futuro sobre aceite virgen lampante <sup>3</sup> | 48.091 | 135.705 | 165.840 | 41.555 | 25.050 | 23.120 | 16.401 | 5.151            |

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: agosto de 2011.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

## 2 Servicios de inversión

### Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

|   | 2008  | 2009  | 2010  | 2010  |       | 2011  |       |                  |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------------|
|   |       |       |       | III   | IV    | I     | II    | III <sup>1</sup> |
| <b>SOCIEDADES DE VALORES</b>                            |       |       |       |       |       |       |       |                  |
| Entidades nacionales                                    | 51    | 50    | 50    | 51    | 50    | 50    | 50    | 50               |
| Sucursales  | 79    | 78    | 80    | 79    | 80    | 80    | 79    | 76               |
| Representantes  | 6.041 | 6.102 | 6.455 | 6.387 | 6.455 | 6.560 | 6.518 | 6.545            |
| <b>AGENCIAS DE VALORES</b>                              |       |       |       |       |       |       |       |                  |
| Entidades nacionales                                    | 50    | 50    | 47    | 47    | 47    | 45    | 45    | 45               |
| Sucursales  | 9     | 9     | 10    | 8     | 10    | 13    | 13    | 12               |
| Representantes  | 639   | 638   | 665   | 660   | 665   | 689   | 652   | 652              |
| <b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA</b>                   |       |       |       |       |       |       |       |                  |
| Entidades nacionales                                    | 10    | 9     | 7     | 8     | 7     | 6     | 6     | 6                |
| Sucursales  | 4     | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     | 5                |
| Representantes  | 6     | 5     | 3     | 4     | 3     | 2     | 2     | 3                |
| <b>EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO<sup>2</sup></b> |       |       |       |       |       |       |       |                  |
| Entidades nacionales                                    | –     | 16    | 48    | 42    | 48    | 58    | 64    | 73               |
| <b>ENTIDADES DE CRÉDITO<sup>3</sup></b>                 |       |       |       |       |       |       |       |                  |
| Entidades nacionales                                    | 195   | 193   | 186   | 189   | 186   | 186   | 189   | 191              |

1 Datos disponibles: agosto de 2011.

2 Empresa de servicios de inversión creada por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV), y regulada por la Circular 10/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3 Fuente: Banco de España.

### Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

|  | 2008  | 2009  | 2010  | 2010  |       | 2011  |       |                  |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------------|
|  |       |       |       | III   | IV    | I     | II    | III <sup>1</sup> |
| Total  | 2.232 | 2.364 | 2.604 | 2.563 | 2.604 | 2.671 | 2.743 | 2.784            |
| ESI <sup>2</sup> en el Espacio Económico Europeo | 1.818 | 1.940 | 2.176 | 2.129 | 2.176 | 2.238 | 2.303 | 2.344            |
| Con sucursal                                     | 37    | 36    | 41    | 40    | 41    | 40    | 40    | 40               |
| En libre prestación de servicios                 | 1.781 | 1.904 | 2.135 | 2.089 | 2.135 | 2.198 | 2.263 | 2.304            |
| Entidades de crédito <sup>3</sup>                | 414   | 424   | 428   | 434   | 428   | 433   | 440   | 440              |
| Comunitarias                                     | 405   | 414   | 418   | 424   | 418   | 423   | 430   | 430              |
| Con sucursal                                     | 56    | 53    | 53    | 56    | 53    | 55    | 56    | 55               |
| En libre prestación de servicios                 | 348   | 360   | 364   | 367   | 364   | 368   | 374   | 375              |
| Filiales en libre prestación de servicios        | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     | 0     | 0     | 0                |
| Extracomunitarias                                | 9     | 10    | 10    | 10    | 10    | 10    | 10    | 10               |
| Con sucursal                                     | 8     | 8     | 8     | 8     | 8     | 8     | 8     | 8                |
| En libre prestación de servicios                 | 1     | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     | 2                |

1 Datos disponibles: agosto de 2010.

2 Empresas de servicios de inversión.

3 Fuente: Banco de España y CNMV.

### Intermediación de operaciones al contado<sup>1</sup>

CUADRO 2.3

| Millones de euros     | II 2010                         |                           |                      |           | II 2011                         |                           |                      |           |
|-----------------------|---------------------------------|---------------------------|----------------------|-----------|---------------------------------|---------------------------|----------------------|-----------|
|                       | Mercados organizados nacionales | Otros mercados nacionales | Mercados extranjeros | Total     | Mercados organizados nacionales | Otros mercados nacionales | Mercados extranjeros | Total     |
| <b>RENTA FIJA</b>     |                                 |                           |                      |           |                                 |                           |                      |           |
| Total                 | 776.688                         | 2.687.669                 | 124.424              | 3.588.781 | 777.958                         | 2.414.999                 | 216.945              | 3.409.902 |
| Sociedades de valores | 146.195                         | 811.964                   | 42.032               | 1.000.191 | 111.850                         | 675.987                   | 170.888              | 958.725   |
| Agencias de valores   | 630.493                         | 1.875.705                 | 82.392               | 2.588.590 | 666.108                         | 1.739.012                 | 46.057               | 2.451.177 |
| <b>RENTA VARIABLE</b> |                                 |                           |                      |           |                                 |                           |                      |           |
| Total                 | 298.855                         | 1.310                     | 27.329               | 327.494   | 237.168                         | 965                       | 19.442               | 257.575   |
| Sociedades de valores | 293.039                         | 1.119                     | 26.120               | 320.278   | 232.609                         | 817                       | 18.235               | 251.661   |
| Agencias de valores   | 5.816                           | 191                       | 1.209                | 7.216     | 4.559                           | 148                       | 1.207                | 5.914     |

1 Datos acumulados del periodo. Periodicidad trimestral.

## Intermediación de operaciones de derivados<sup>1,2</sup>

CUADRO 2.4

| Millones de euros     | II 2010                         |                                  |                         |           | II 2011                         |                                  |                         |           |
|-----------------------|---------------------------------|----------------------------------|-------------------------|-----------|---------------------------------|----------------------------------|-------------------------|-----------|
|                       | Mercados organizados nacionales | Mercados organizados extranjeros | Mercados no organizados | Total     | Mercados organizados nacionales | Mercados organizados extranjeros | Mercados no organizados | Total     |
| Total                 | 1.263.917                       | 2.501.023                        | 786.422                 | 4.551.362 | 806.521                         | 2.634.116                        | 152.643                 | 3.593.280 |
| Sociedades de valores | 1.255.305                       | 2.056.111                        | 636.811                 | 3.948.227 | 804.187                         | 1.474.841                        | 90.058                  | 2.369.086 |
| Agencias de valores   | 8.612                           | 444.912                          | 149.611                 | 603.135   | 2.334                           | 1.159.275                        | 62.585                  | 1.224.194 |

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. Periodicidad trimestral.

## Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado<sup>1</sup>

CUADRO 2.5

|   | II 2010   |                  |                    | II 2011   |                  |                    |
|---|-----------|------------------|--------------------|-----------|------------------|--------------------|
|   | Total     | IIC <sup>2</sup> | Otras <sup>3</sup> | Total     | IIC <sup>2</sup> | Otras <sup>3</sup> |
| <b>NÚMERO DE CARTERAS</b>                     |           |                  |                    |           |                  |                    |
| Total   | 159       | 13.100           | 13.259             | 134       | 14.128           | 14.262             |
| Sociedades de valores                         | 85        | 7.555            | 7.640              | 87        | 7.032            | 7.119              |
| Agencias de valores                           | 51        | 3.231            | 3.282              | 42        | 3.661            | 3.703              |
| Sociedades gestoras de cartera                | 23        | 2.314            | 2.337              | 5         | 3.435            | 3.440              |
| <b>PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)</b> |           |                  |                    |           |                  |                    |
| Total   | 2.122.271 | 7.938.523        | 10.060.795         | 1.693.067 | 7.967.760        | 9.660.829          |
| Sociedades de valores                         | 909.965   | 3.217.426        | 4.127.391          | 957.375   | 3.276.545        | 4.233.922          |
| Agencias de valores                           | 1.039.573 | 1.342.372        | 2.381.946          | 627.525   | 1.651.721        | 2.279.246          |
| Sociedades gestoras de cartera                | 172.733   | 3.378.725        | 3.551.458          | 108.167   | 3.039.494        | 3.147.661          |

1 Datos a final de periodo. Periodicidad trimestral.

2 Incluye tanto la gestión directa como mediante acuerdos de delegación de gestión de activos de IIC residentes; así como gestión de IIC no residentes.

3 Incluye el resto de clientes, tanto cubiertos como no cubiertos por el Fondo de Garantía de Inversiones, según establece el RD 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores.

## Asesoramiento financiero. Número de contratos y patrimonio asesorado<sup>1</sup>

CUADRO 2.6

|  | II 2010            |                    |                       | II 2011            |                    |                       |
|--|--------------------|--------------------|-----------------------|--------------------|--------------------|-----------------------|
|  | Total <sup>2</sup> | Cientes minoristas | Cientes profesionales | Total <sup>2</sup> | Cientes minoristas | Cientes profesionales |
| <b>NÚMERO DE CONTRATOS</b>                   |                    |                    |                       |                    |                    |                       |
| Total  | 5.088              | 71                 | 5.163                 | 7.400              | 102                | 7.519                 |
| Sociedades de valores                        | 1.203              | 5                  | 1.211                 | 1.485              | 2                  | 1.492                 |
| Agencias de valores                          | 3.153              | 55                 | 3.209                 | 4.773              | 93                 | 4.878                 |
| Sociedades gestoras de cartera               | 732                | 11                 | 743                   | 1.142              | 7                  | 1.149                 |
| <b>PATRIMONIO ASESORADO (miles de euros)</b> |                    |                    |                       |                    |                    |                       |
| Total  | 2.179.095          | 4.160.382          | 6.720.000             | 3.011.362          | 4.436.334          | 7.924.222             |
| Sociedades de valores                        | 537.441            | 220.779            | 1.138.712             | 514.319            | 35.050             | 951.344               |
| Agencias de valores                          | 1.273.260          | 862.871            | 2.136.162             | 1.953.461          | 995.592            | 3.023.604             |
| Sociedades gestoras de cartera               | 368.394            | 3.076.732          | 3.445.126             | 543.582            | 3.405.692          | 3.949.274             |

1 Datos a final de periodo. Periodicidad trimestral.

2 Incluye clientes minoristas, profesionales y otros clientes.



## Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores

CUADRO 2.7

| Miles de euros <sup>1</sup>               | 2008     | 2009    | 2010    | 2010    |         | 2011    |         |                  |
|---|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------------------|
|   |          |         |         | III     | IV      | I       | II      | III <sup>2</sup> |
| I. Margen de intereses                    | 109.682  | 163.272 | 102.054 | 79.231  | 102.054 | 15.186  | 52.973  | 72.762           |
| II. Comisiones netas                      | 674.204  | 562.082 | 533.858 | 391.165 | 533.858 | 157.082 | 275.520 | 309.994          |
| Comisiones percibidas                     | 943.619  | 782.214 | 798.152 | 593.521 | 798.152 | 231.177 | 419.375 | 477.001          |
| Tramitación y ejecución de órdenes        | 648.036  | 548.362 | 555.207 | 420.088 | 555.207 | 166.934 | 285.047 | 320.745          |
| Colocación y aseguramiento de emisiones   | 42.502   | 26.326  | 8.499   | 4.314   | 8.499   | 1.057   | 2.830   | 3.279            |
| Depósito y anotación de valores           | 21.198   | 16.183  | 22.367  | 16.775  | 22.367  | 5.465   | 10.887  | 12.565           |
| Gestión de carteras                       | 17.306   | 11.768  | 13.880  | 10.044  | 13.880  | 4.180   | 7.911   | 9.204            |
| Diseño y asesoramiento                    | 56.671   | 60.477  | 53.722  | 38.344  | 53.722  | 16.802  | 39.550  | 43.337           |
| Búsqueda y colocación de paquetes         | 12       | 10      | 36      | 36      | 36      | 179     | 184     | 334              |
| Operaciones de crédito al mercado         | 19       | 14      | 9       | 8       | 9       | 2       | 4       | 5                |
| Comercialización de IIC                   | 91.167   | 63.341  | 65.487  | 48.242  | 65.487  | 16.053  | 31.359  | 36.352           |
| Otras                                     | 66.708   | 55.733  | 78.944  | 55.672  | 78.944  | 20.503  | 41.601  | 51.180           |
| Comisiones satisfechas                    | 269.415  | 220.133 | 264.294 | 202.356 | 264.294 | 74.095  | 143.855 | 167.007          |
| III. Resultado de inversiones financieras | 800.194  | 45.266  | 48.588  | 9.841   | 48.588  | 28.085  | 38.782  | 9.846            |
| IV. Diferencias de cambio netas y otros   |          |         |         |         |         |         |         |                  |
| productos y cargas de explotación         | -626.527 | 21.820  | 26.081  | 39.867  | 26.081  | 2.089   | -5.173  | 13.619           |
| V. Margen bruto                           | 957.553  | 792.440 | 710.580 | 520.104 | 710.580 | 202.442 | 362.102 | 406.221          |
| VI. Resultado de explotación              | 434.209  | 339.706 | 276.253 | 197.788 | 276.253 | 88.668  | 142.774 | 150.280          |
| VII. Resultado de actividades continuadas | 365.374  | 250.984 | 196.834 | 173.280 | 196.834 | 73.044  | 121.402 | 127.599          |
| VIII. Resultado neto del ejercicio        | 367.665  | 250.984 | 196.834 | 173.280 | 196.834 | 73.044  | 121.402 | 127.599          |

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2 Datos disponibles: julio de 2011.

## Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

| Miles de euros <sup>1</sup>                     | Margen de intereses |         | Inversiones financieras |          | Diferencias de cambio y otras partidas |         | Total   |          |
|---|---------------------|---------|-------------------------|----------|--|---------|---------|----------|
|   | II 2010             | II 2011 | II 2010                 | II 2011  | II 2010                                | II 2011 | II 2010 | II 2011  |
| Total   | 43.915              | 52.973  | 76.990                  | 38.783   | -33.338                                | -6.521  | 87.568  | 85.235   |
| Activos monetarios y deuda pública              | 2.376               | 967     | 4.080                   | 5.670    | -                                      | -       | 6.456   | 6.637    |
| Otros valores de renta fija                     | 9.514               | 13.963  | 34.660                  | 14.860   | -                                      | -       | 44.174  | 28.823   |
| Cartera interior                                | 8.737               | 12.437  | 31.708                  | 10.599   | -                                      | -       | 40.445  | 23.036   |
| Cartera exterior                                | 777                 | 1.526   | 2.952                   | 4.261    | -                                      | -       | 3.729   | 5.786    |
| Renta variable                                  | 34.049              | 30.269  | -53.586                 | -128.191 | -                                      | -       | -19.537 | -97.922  |
| Cartera interior                                | 24.238              | 20.501  | -81.483                 | 35.292   | -                                      | -       | -57.245 | 55.793   |
| Cartera exterior                                | 9.811               | 9.768   | 27.898                  | -163.483 | -                                      | -       | 37.709  | -153.716 |
| Derivados                                       | -                   | -       | 64.524                  | 140.562  | -                                      | -       | 64.524  | 140.562  |
| Cesiones y adquisiciones temporales de activos  | -1.115              | 346     | -                       | -        | -                                      | -       | -1.115  | 346      |
| Operaciones de crédito al mercado               | 0                   | 0       | -                       | -        | -                                      | -       | 0       | 0        |
| Depósito y otras operaciones con intermediarios | -1.222              | 8.379   | -                       | -        | -                                      | -       | -1.222  | 8.379    |
| Diferencias de cambio netas                     | -                   | -       | -                       | -        | -38.210                                | -5.344  | -38.210 | -5.344   |
| Otros productos y cargas de explotación         | -                   | -       | -                       | -        | 1.437                                  | 170     | 1.437   | 170      |
| Otras operaciones                               | 313                 | -951    | 27.312                  | 5.881    | 3.435                                  | -1.347  | 31.061  | 3.583    |

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

## Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

| Miles de euros <sup>1</sup>               | 2008    | 2009    | 2010    | 2010   |         | 2011   |        |                  |
|---|---------|---------|---------|--------|---------|--------|--------|------------------|
|   |         |         |         | III    | IV      | I      | II     | III <sup>2</sup> |
| I. Margen de intereses                    | 7.980   | 2.652   | 1.629   | 1.099  | 1.629   | 351    | 1.144  | 1.263            |
| II. Comisiones netas                      | 149.874 | 127.410 | 109.165 | 80.234 | 109.165 | 26.048 | 50.423 | 58.226           |
| Comisiones percibidas                     | 172.344 | 144.373 | 126.055 | 92.624 | 126.055 | 29.798 | 57.899 | 67.159           |
| Tramitación y ejecución de órdenes        | 62.345  | 53.988  | 38.176  | 29.565 | 38.176  | 10.080 | 19.345 | 22.250           |
| Colocación y aseguramiento de emisiones   | 4.847   | 2.989   | 2.748   | 1.368  | 2.748   | 350    | 1.181  | 1.360            |
| Depósito y anotación de valores           | 676     | 509     | 366     | 276    | 366     | 97     | 191    | 225              |
| Gestión de carteras                       | 21.137  | 19.633  | 19.489  | 13.861 | 19.489  | 3.818  | 6.760  | 7.747            |
| Diseño y asesoramiento                    | 4.962   | 2.806   | 3.618   | 1.972  | 3.618   | 1.147  | 2.634  | 3.211            |
| Búsqueda y colocación de paquetes         | 0       | 0       | 304     | 128    | 304     | 174    | 538    | 616              |
| Operaciones de crédito al mercado         | 10      | 28      | 27      | 26     | 27      | 10     | 13     | 14               |
| Comercialización de IIC                   | 31.287  | 23.966  | 23.946  | 17.611 | 23.946  | 5.828  | 11.097 | 12.777           |
| Otras                                     | 47.081  | 40.453  | 37.381  | 27.816 | 37.381  | 8.294  | 16.141 | 18.959           |
| Comisiones satisfechas                    | 22.470  | 16.963  | 16.890  | 12.390 | 16.890  | 3.750  | 7.476  | 8.933            |
| III. Resultado de inversiones financieras | -1.176  | 1.709   | 456     | 23     | 456     | 151    | -54    | -10              |
| IV. Diferencias de cambio netas y otros   |         |         |         |        |         |        |        |                  |
| productos y cargas de explotación         | 3.526   | -1.111  | -1.416  | -955   | -1.416  | -455   | -1.306 | -1.354           |
| V. Margen bruto                           | 160.204 | 130.661 | 109.834 | 80.400 | 109.834 | 26.095 | 50.207 | 58.125           |
| VI. Resultado de explotación              | 20.377  | 9.090   | 9.457   | 6.330  | 9.457   | 3.444  | 5.568  | 6.199            |
| VII. Resultado de actividades continuadas | 14.372  | 4.862   | 6.452   | 5.700  | 6.452   | 3.298  | 5.289  | 5.830            |
| VIII. Resultado neto del ejercicio        | 14.372  | 4.862   | 6.452   | 5.700  | 6.452   | 3.298  | 5.289  | 5.830            |

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2 Datos disponibles: julio de 2011.

## Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera

CUADRO 2.10

| Miles de euros <sup>1</sup>               | 2008   | 2009   | 2010   | 2010   |        | 2011  |       |                  |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|------------------|
|   |        |        |        | III    | IV     | I     | II    | III <sup>2</sup> |
| I. Margen de intereses                    | 1.482  | 341    | 407    | 274    | 407    | 154   | 293   | 359              |
| II. Comisiones netas                      | 12.044 | 10.734 | 10.097 | 8.393  | 10.097 | 1.897 | 3.840 | 4.466            |
| Comisiones percibidas                     | 23.877 | 21.750 | 20.994 | 16.559 | 20.994 | 4.531 | 9.123 | 10.641           |
| Gestión de carteras                       | 20.683 | 18.463 | 18.020 | 13.645 | 18.020 | 4.224 | 8.323 | 9.689            |
| Diseño y asesoramiento                    | 2.484  | 2.698  | 1.160  | 1.101  | 1.160  | 307   | 800   | 952              |
| Comercialización de IIC                   | 66     | 18     | 34     | 34     | 34     | 0     | 0     | 0                |
| Otras                                     | 644    | 571    | 1.779  | 1.779  | 1.779  | 0     | 0     | 0                |
| Comisiones satisfechas                    | 11.833 | 11.016 | 10.897 | 8.167  | 10.897 | 2.634 | 5.283 | 6.175            |
| III. Resultado de inversiones financieras | -108   | 92     | 51     | 96     | 51     | 243   | 233   | 217              |
| IV. Diferencias de cambio netas y otros   |        |        |        |        |        |       |       |                  |
| productos y cargas de explotación         | -418   | -383   | 21     | -265   | 21     | 13    | -19   | -20              |
| V. Margen bruto                           | 13.000 | 10.784 | 10.577 | 8.497  | 10.577 | 2.307 | 4.347 | 5.022            |
| VI. Resultado de explotación              | 1.157  | 1.296  | 1.154  | 1.189  | 1.154  | 415   | 677   | 739              |
| VII. Resultado de actividades continuadas | 765    | 889    | 939    | 1.009  | 939    | 304   | 490   | 534              |
| VIII. Resultado neto del ejercicio        | 765    | 889    | 939    | 1.009  | 939    | 304   | 490   | 534              |

1 Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

2 Datos disponibles: julio de 2011.

## Margen de cobertura de los recursos propios sobre el coeficiente de solvencia<sup>1</sup>

CUADRO 2.11

| Miles de euros                 | Exceso    |                | Número de entidades según porcentaje del exceso |      |      |      |      |      |      |      |       |       |
|--------------------------------|-----------|----------------|---|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|
|                                | Importe   |                | < 50  | <100 | <150 | <200 | <300 | <400 | <500 | <750 | <1000 | >1000 |
|                                | total     | % <sup>2</sup> |   |      |      |      |      |      |      |      |       |       |
| Total                          | 1.527.805 | 366,38         | 9   | 18   | 12   | 8    | 15   | 9    | 7    | 12   | 5     | 6     |
| Sociedades de valores          | 1.441.784 | 393,82         | 3   | 5    | 1    | 2    | 12   | 7    | 6    | 7    | 4     | 3     |
| Agencias de valores            | 69.503    | 198,11         | 5   | 11   | 11   | 5    | 3    | 1    | 1    | 5    | 1     | 2     |
| Sociedades gestoras de cartera | 16.518    | 104,43         | 1   | 2    | 0    | 1    | 0    | 1    | 0    | 0    | 0     | 1     |

1 Datos disponibles: junio de 2011.

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

## Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos<sup>1,2</sup>

CUADRO 2.12

|                                | Media <sup>3</sup> | Pérdidas | Número de entidades según su rentabilidad anualizada |       |        |        |        |        |         |       |
|--------------------------------|--------------------|----------|--|-------|--------|--------|--------|--------|---------|-------|
|                                |                    |          | 0-5%   | 6-15% | 16-30% | 31-45% | 46-60% | 61-75% | 76-100% | >100% |
| Total                          | 14,99              | 30       | 18   | 25    | 11     | 6      | 4      | 1      | 1       | 5     |
| Sociedades de valores          | 15,40              | 13       | 11   | 11    | 9      | 2      | 1      | 0      | 0       | 3     |
| Agencias de valores            | 10,66              | 16       | 5  | 12    | 2      | 3      | 3      | 1      | 1       | 2     |
| Sociedades gestoras de cartera | 4,19               | 1        | 2  | 2     | 0      | 1      | 0      | 0      | 0       | 0     |

1 El ROE se ha calculado como:

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

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

2 Datos disponibles: junio de 2011.

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

## Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes

CUADRO 2.13

| Miles de euros                             | 2008 | 2009      | 2010       | 2009      |            | 2010       |            | 2011 |    |
|--|------|-----------|------------|-----------|------------|------------|------------|------|----|
|  |      |           |            | II        | I          | I          | II         | I    | II |
| <b>PATRIMONIOS ASESORADOS<sup>1</sup></b>  |      |           |            |           |            |            |            |      |    |
| Total                                      | -    | 1.410.985 | 16.120.751 | 1.410.985 | 11.929.643 | 16.120.751 | 16.968.190 |      |    |
| Clientes minoristas                        | -    | 364.284   | 1.707.278  | 364.284   | 1.164.130  | 1.707.278  | 2.090.669  |      |    |
| Clientes profesionales                     | -    | 1.046.702 | 14.321.020 | 1.046.702 | 10.746.313 | 14.321.020 | 14.786.650 |      |    |
| Otros                                      | -    | 0         | 92.453     | 0         | 19.200     | 92.453     | 90.871     |      |    |
| <b>INGRESOS POR COMISIONES<sup>2</sup></b> |      |           |            |           |            |            |            |      |    |
| Total                                      | -    | 3.183     | 21.863     | 3.183     | 7.783      | 21.863     | 14.113     |      |    |
| Comisiones percibidas                      | -    | 3.183     | 21.747     | 3.183     | 7.726      | 21.747     | 14.077     |      |    |
| Otros ingresos                             | -    | 0         | 116        | 0         | 57         | 116        | 36         |      |    |
| <b>PATRIMONIO NETO</b>                     |      |           |            |           |            |            |            |      |    |
| Total                                      | -    | 1.500     | 10.224     | 1.500     | 9.312      | 10.224     | 10.363     |      |    |
| Capital social                             | -    | 1.043     | 3.014      | 1.043     | 2.379      | 3.014      | 3.386      |      |    |
| Reservas y remanentes                      | -    | 36        | 384        | 36        | 3.333      | 384        | 2.808      |      |    |
| Resultado del ejercicio <sup>2</sup>       | -    | 421       | 6.826      | 421       | 3.600      | 6.826      | 4.169      |      |    |

1 Datos a final de periodo. Periodicidad semestral.

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

### 3 Instituciones de inversión colectiva<sup>a</sup>

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

CUADRO 3.1

|  | 2008  | 2009  | 2010  | 2010  |       | 2011  |       |                  |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------------|
|  |       |       |       | III   | IV    | I     | II    | III <sup>1</sup> |
| Total IIC de carácter financiero                 | 6.354 | 5.892 | 5.627 | 5.679 | 5.627 | 5.603 | 5.551 | 5.498            |
| Fondos de inversión                              | 2.943 | 2.593 | 2.429 | 2.443 | 2.429 | 2.436 | 2.410 | 2.370            |
| Sociedades de inversión                          | 3.347 | 3.232 | 3.133 | 3.171 | 3.133 | 3.105 | 3.077 | 3.064            |
| IIC de IIC de inversión libre                    | 40    | 38    | 32    | 33    | 32    | 29    | 28    | 28               |
| IIC de inversión libre                           | 24    | 29    | 33    | 33    | 33    | 33    | 36    | 36               |
| Total IIC inmobiliarias                          | 18    | 16    | 16    | 16    | 16    | 16    | 16    | 15               |
| Fondos de inversión inmobiliaria                 | 9     | 8     | 8     | 8     | 8     | 8     | 8     | 7                |
| Sociedades de inversión inmobiliaria             | 9     | 8     | 8     | 8     | 8     | 8     | 8     | 8                |
| Total IIC extranjeras comercializadas en España  | 563   | 582   | 660   | 652   | 660   | 669   | 695   | 697              |
| Fondos extranjeros comercializados en España     | 312   | 324   | 379   | 376   | 379   | 383   | 395   | 395              |
| Sociedades extranjeras comercializadas en España | 251   | 258   | 281   | 276   | 281   | 286   | 300   | 302              |
| SGIIC  | 120   | 120   | 123   | 123   | 123   | 120   | 118   | 117              |
| Depositarias IIC                                 | 125   | 124   | 114   | 117   | 114   | 113   | 107   | 102              |

1 Datos disponibles: agosto de 2011.

#### Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

|  | 2008      | 2009      | 2010 <sup>1</sup> | 2010      |           |           | 2011      |                 |
|--|-----------|-----------|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------------|
|  |           |           |                   | II        | III       | IV        | I         | II <sup>1</sup> |
| Total IIC de carácter financiero                             | 6.358.753 | 5.895.009 | 5.578.524         | 5.841.721 | 5.765.250 | 5.578.524 | 5.575.859 | 5.460.738       |
| Fondos de inversión  | 5.923.352 | 5.475.403 | 5.160.889         | 5.423.206 | 5.348.536 | 5.160.889 | 5.160.482 | 5.044.106       |
| Sociedades de inversión                                      | 435.401   | 419.606   | 417.635           | 419.307   | 416.714   | 417.635   | 415.377   | 416.632         |
| Total IIC inmobiliarias                                      | 98.327    | 84.511    | 76.223            | 77.714    | 77.116    | 76.223    | 34.690    | 32.906          |
| Fondos de inversión inmobiliaria                             | 97.390    | 83.583    | 75.280            | 76.772    | 76.182    | 75.280    | 33.747    | 31.963          |
| Sociedades de inversión inmobiliaria                         | 937       | 928       | 943               | 942       | 934       | 943       | 943       | 943             |
| Total IIC extranjeras comercializadas en España <sup>2</sup> | 593.488   | 685.094   | 865.767           | 791.381   | 811.553   | 865.767   | 855.877   | 856.882         |
| Fondos extranjeros comercializados en España                 | 102.922   | 139.102   | 193.233           | 181.039   | 186.804   | 193.233   | 197.965   | 195.525         |
| Sociedades extranjeras comercializadas en España             | 490.566   | 545.992   | 666.534           | 610.342   | 624.749   | 666.534   | 657.912   | 661.357         |

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 No se incluyen datos de los ETF.

#### Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

| Millones de euros  | 2008      | 2009      | 2010 <sup>1</sup> | 2010      |           |           | 2011      |                 |
|--|-----------|-----------|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------------|
|  |           |           |                   | II        | III       | IV        | I         | II <sup>1</sup> |
| Total IIC de carácter financiero                             | 200.522,4 | 196.472,5 | 170.073,1         | 180.899,1 | 178.778,0 | 170.073,1 | 170.409,6 | 166.446,6       |
| Fondos de inversión <sup>2</sup>                             | 175.865,5 | 170.547,7 | 143.918,2         | 155.295,5 | 152.646,5 | 143.918,2 | 144.428,0 | 140.351,3       |
| Sociedades de inversión                                      | 24.656,9  | 25.924,8  | 26.155,0          | 25.602,6  | 26.131,5  | 26.155,0  | 26.491,4  | 26.095,4        |
| Total IIC inmobiliarias                                      | 7.778,8   | 6.773,7   | 6.437,5           | 6.606,6   | 6.524,2   | 6.437,5   | 6.403,6   | 6.313,7         |
| Fondos de inversión inmobiliaria                             | 7.406,9   | 6.465,1   | 6.115,6           | 6.279,6   | 6.201,5   | 6.115,6   | 6.083,3   | 5.995,5         |
| Sociedades de inversión inmobiliaria                         | 371,9     | 308,6     | 321,9             | 327,0     | 322,7     | 321,9     | 320,3     | 318,2           |
| Total IIC extranjeras comercializadas en España <sup>3</sup> | 18.254,8  | 25.207,2  | 36.692,9          | 32.362,8  | 32.826,7  | 36.692,9  | 37.636,4  | 35.582,2        |
| Fondos extranjeros comercializados en España                 | 3.352,0   | 5.215,1   | 8.535,9           | 7.477,2   | 7.650,1   | 8.535,9   | 8.092,4   | 7.303,2         |
| Sociedades extranjeras comercializadas en España             | 14.902,8  | 19.992,0  | 28.156,9          | 24.885,7  | 25.176,6  | 28.156,9  | 29.544,0  | 28.279,0        |

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en junio de 2011, del orden de 6.200 millones de euros.

3 No se incluyen datos de los ETF.

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.

## Distribución del patrimonio de los fondos de inversión<sup>1</sup>

CUADRO 3.4

| Millones de euros                         | 2008      | 2009      | 2010      | 2010      |           |           | 2011      |                 |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------------|
|   |           |           |           | II        | III       | IV        | I         | II <sup>2</sup> |
| Patrimonio                                | 175.865,5 | 170.547,7 | 143.918,1 | 155.295,5 | 152.646,5 | 143.918,2 | 144.428,0 | 140.351,3       |
| Cartera de inversiones financieras        | 166.384,7 | 163.165,5 | 137.295,4 | 148.166,2 | 144.724,4 | 137.296,1 | 137.441,4 | 133.666,7       |
| Cartera interior                          | 107.347,7 | 100.642,6 | 89.630,2  | 92.605,7  | 91.413,1  | 89.632,4  | 92.205,1  | 91.324,1        |
| Valores representativos de deuda          | 81.904,6  | 74.628,9  | 68.575,1  | 69.173,9  | 68.366,9  | 68.574,5  | 71.784,6  | 70.905,2        |
| Instrumentos de patrimonio                | 4.023,2   | 4.741,0   | 3.829,2   | 3.611,2   | 3.994,8   | 3.829,2   | 3.990,3   | 3.944,8         |
| Instituciones de inversión colectiva      | 10.134,3  | 9.041,5   | 7.338,6   | 8.876,9   | 8.415,2   | 7.338,6   | 6.338,7   | 6.387,3         |
| Depósitos en EECC                         | 10.657,6  | 11.552,2  | 9.460,8   | 10.508,4  | 10.167,6  | 9.460,8   | 9.634,7   | 9.665,8         |
| Derivados                                 | 627,9     | 679,0     | 426,2     | 435,3     | 467,6     | 429,0     | 456,5     | 420,9           |
| Otros                                     | 0,1       | 0,0       | 0,4       | 0,0       | 1,0       | 0,4       | 0,3       | 0,0             |
| Cartera exterior                          | 59.035,2  | 62.487,1  | 47.626,5  | 55.515,6  | 53.272,4  | 47.625,1  | 45.198,9  | 42.329,6        |
| Valores representativos de deuda          | 49.659,8  | 48.435,3  | 30.337,4  | 39.619,4  | 36.499,7  | 30.337,4  | 26.875,7  | 24.575,4        |
| Instrumentos de patrimonio                | 5.216,1   | 7.783,2   | 8.385,8   | 7.615,6   | 8.003,2   | 8.386,4   | 8.604,6   | 8.758,1         |
| Instituciones de inversión colectiva      | 3.524,5   | 5.666,4   | 8.404,7   | 7.844,9   | 8.264,9   | 8.404,7   | 9.252,1   | 8.548,4         |
| Depósitos en EECC                         | 17,5      | 82,4      | 108,0     | 81,5      | 73,1      | 108,0     | 86,7      | 61,2            |
| Derivados                                 | 599,5     | 518,7     | 387,1     | 349,2     | 427,4     | 385,1     | 376,5     | 384,2           |
| Otros                                     | 17,8      | 1,1       | 3,6       | 5,0       | 4,1       | 3,6       | 3,3       | 2,4             |
| Inversiones dudosas, morosas o en litigio | 1,8       | 35,8      | 38,6      | 44,9      | 38,9      | 38,6      | 37,4      | 12,2            |
| Inmovilizado intangible                   | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0             |
| Inmovilizado material                     | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0       | 0,0             |
| Tesorería                                 | 8.703,2   | 7.267,7   | 6.531,4   | 6.817,4   | 7.933,3   | 6.531,3   | 6.876,8   | 6.459,0         |
| Neto deudores/acreedores                  | 777,7     | 114,5     | 91,4      | 311,9     | -11,2     | 90,7      | 109,8     | 225,5           |

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.

2 Datos provisionales.

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

CUADRO 3.5

| Millones de euros                         | 2008     | 2009     | 2010     | 2010     |          |          | 2011     |                 |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------------|
|   |          |          |          | II       | III      | IV       | I        | II <sup>1</sup> |
| Patrimonio                                | 24.656,9 | 25.924,8 | 26.155,0 | 25.602,6 | 26.131,5 | 26.155,0 | 26.491,4 | 26.095,4        |
| Cartera de inversiones financieras        | 23.446,9 | 24.813,5 | 25.187,3 | 24.471,5 | 25.015,5 | 25.187,1 | 25.262,0 | 24.915,3        |
| Cartera interior                          | 16.176,3 | 13.514,3 | 12.881,4 | 12.390,0 | 13.035,9 | 12.880,2 | 12.864,2 | 12.848,4        |
| Valores representativos de deuda          | 10.435,1 | 7.400,5  | 5.435,9  | 5.840,4  | 5.717,5  | 5.435,9  | 5.870,6  | 6.628,9         |
| Instrumentos de patrimonio                | 3.214,9  | 3.376,3  | 2.988,6  | 2.754,0  | 2.945,3  | 2.989,5  | 3.033,8  | 2.993,4         |
| Instituciones de inversión colectiva      | 1.108,8  | 1.091,1  | 758,7    | 831,9    | 806,5    | 756,5    | 801,9    | 816,0           |
| Depósitos en EECC                         | 1.383,5  | 1.631,5  | 3.675,2  | 2.963,0  | 3.546,8  | 3.675,2  | 3.133,2  | 2.381,5         |
| Derivados                                 | 9,8      | -6,6     | -5,9     | -22,4    | -5,8     | -5,9     | -4,9     | -2,1            |
| Otros                                     | 24,4     | 21,7     | 29,0     | 23,1     | 25,7     | 29,0     | 29,6     | 30,6            |
| Cartera exterior                          | 7.267,8  | 11.294,2 | 12.298,1 | 12.075,1 | 11.971,9 | 12.300,0 | 12.390,9 | 12.060,7        |
| Valores representativos de deuda          | 2.609,6  | 4.606,6  | 3.606,8  | 4.340,4  | 4.001,8  | 3.606,8  | 3.407,6  | 3.241,5         |
| Instrumentos de patrimonio                | 2.014,6  | 3.559,3  | 4.166,0  | 3.793,3  | 3.852,6  | 4.166,0  | 4.381,9  | 4.264,5         |
| Instituciones de inversión colectiva      | 2.486,4  | 2.987,4  | 4.390,5  | 3.807,1  | 3.933,9  | 4.392,6  | 4.415,0  | 4.349,0         |
| Depósitos en EECC                         | 28,9     | 26,3     | 12,1     | 18,0     | 44,5     | 12,1     | 47,1     | 45,4            |
| Derivados                                 | 120,5    | 113,0    | 119,9    | 108,3    | 134,9    | 119,7    | 135,1    | 157,8           |
| Otros                                     | 7,8      | 1,6      | 2,8      | 8,0      | 4,3      | 2,8      | 4,2      | 2,4             |
| Inversiones dudosas, morosas o en litigio | 2,8      | 4,9      | 7,9      | 6,4      | 7,7      | 6,9      | 6,9      | 6,3             |
| Inmovilizado intangible                   | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0             |
| Inmovilizado material                     | 0,2      | 0,2      | 0,2      | 0,2      | 0,2      | 0,2      | 0,2      | 0,2             |
| Tesorería                                 | 1.021,0  | 976,4    | 832,0    | 896,0    | 903,3    | 832,1    | 1.014,6  | 946,9           |
| Neto deudores/acreedores                  | 188,8    | 134,8    | 135,5    | 235,0    | 212,6    | 135,6    | 214,6    | 233,0           |

1 Datos provisionales.

|   | 2008      | 2009      | 2010      | 2010      |           |           | 2011      |           |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|   |           |           |           | II        | III       | IV        | I         | II        |
| <b>NÚMERO DE FONDOS</b>                   |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Total fondos de inversión                 | 2.912     | 2.536     | 2.408     | 2.436     | 2.421     | 2.408     | 2.417     | 2.389     |
| Renta fija <sup>2</sup>                   | 629       | 582       | 537       | 547       | 540       | 537       | 543       | 530       |
| Renta fija mixta <sup>3</sup>             | 195       | 169       | 160       | 168       | 162       | 160       | 158       | 152       |
| Renta variable mixta <sup>4</sup>         | 202       | 165       | 138       | 143       | 140       | 138       | 136       | 132       |
| Renta variable euro <sup>5</sup>          | 237       | 182       | 172       | 179       | 174       | 172       | 171       | 157       |
| Renta variable internacional <sup>6</sup> | 330       | 242       | 232       | 233       | 233       | 232       | 222       | 222       |
| Garantizado renta fija                    | 260       | 233       | 276       | 251       | 261       | 276       | 303       | 324       |
| Garantizado renta variable <sup>7</sup>   | 590       | 561       | 499       | 530       | 518       | 499       | 485       | 470       |
| Fondos globales                           | 469       | 187       | 192       | 181       | 189       | 192       | 197       | 203       |
| De gestión pasiva <sup>8</sup>            | –         | 69        | 61        | 64        | 61        | 61        | 61        | 57        |
| Retorno absoluto <sup>8</sup>             | –         | 146       | 141       | 140       | 143       | 141       | 141       | 142       |
| <b>PARTÍCIPES</b>                         |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Total fondos de inversión                 | 5.923.346 | 5.475.403 | 5.160.889 | 5.423.206 | 5.348.536 | 5.160.889 | 5.160.482 | 5.044.106 |
| Renta fija <sup>2</sup>                   | 2.204.652 | 2.041.487 | 1.622.664 | 1.865.575 | 1.745.375 | 1.622.664 | 1.525.292 | 1.466.938 |
| Renta fija mixta <sup>3</sup>             | 277.629   | 290.151   | 270.341   | 295.325   | 280.230   | 270.341   | 251.992   | 238.275   |
| Renta variable mixta <sup>4</sup>         | 209.782   | 182.542   | 171.336   | 185.111   | 182.860   | 171.336   | 162.861   | 156.631   |
| Renta variable euro <sup>5</sup>          | 377.545   | 299.353   | 266.395   | 280.529   | 280.573   | 266.395   | 253.365   | 248.355   |
| Renta variable internacional <sup>6</sup> | 467.691   | 458.097   | 501.138   | 487.813   | 502.491   | 501.138   | 493.052   | 493.057   |
| Garantizado renta fija                    | 538.799   | 570.963   | 790.081   | 690.600   | 762.369   | 790.081   | 967.561   | 990.997   |
| Garantizado renta variable <sup>7</sup>   | 1.402.948 | 1.188.304 | 1.065.426 | 1.142.072 | 1.115.180 | 1.065.426 | 1.027.392 | 981.572   |
| Fondos globales                           | 444.300   | 88.337    | 105.720   | 99.163    | 110.538   | 105.720   | 114.244   | 124.088   |
| De gestión pasiva <sup>8</sup>            | –         | 85.403    | 90.343    | 97.949    | 93.049    | 90.343    | 85.254    | 82.371    |
| Retorno absoluto <sup>8</sup>             | –         | 270.766   | 277.445   | 279.069   | 275.871   | 277.445   | 279.469   | 261.822   |
| <b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>     |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Total fondos de inversión                 | 175.865,2 | 170.547,7 | 143.918,2 | 155.295,5 | 152.646,5 | 143.918,2 | 144.428,0 | 140.351,3 |
| Renta fija <sup>2</sup>                   | 92.813,1  | 84.657,2  | 56.614,6  | 69.654,5  | 64.102,1  | 56.614,6  | 51.565,6  | 49.449,9  |
| Renta fija mixta <sup>3</sup>             | 5.803,0   | 8.695,5   | 7.319,0   | 8.264,2   | 8.109,9   | 7.319,0   | 6.570,0   | 6.251,9   |
| Renta variable mixta <sup>4</sup>         | 3.958,8   | 3.879,6   | 3.470,5   | 3.441,5   | 3.520,2   | 3.470,5   | 3.484,5   | 3.345,6   |
| Renta variable euro <sup>5</sup>          | 5.936,9   | 6.321,6   | 5.356,8   | 5.181,2   | 5.504,4   | 5.356,8   | 5.656,3   | 5.687,2   |
| Renta variable internacional <sup>6</sup> | 4.256,6   | 5.902,4   | 8.037,3   | 6.682,5   | 7.203,6   | 8.037,3   | 7.896,1   | 7.751,6   |
| Garantizado renta fija                    | 21.281,6  | 21.033,4  | 26.180,2  | 23.520,3  | 25.795,6  | 26.180,2  | 32.084,4  | 32.742,1  |
| Garantizado renta variable <sup>7</sup>   | 30.742,4  | 25.665,8  | 22.046,5  | 23.981,7  | 23.600,0  | 22.046,5  | 21.181,6  | 19.827,6  |
| Fondos globales                           | 11.072,8  | 3.872,5   | 4.440,3   | 3.991,1   | 4.093,9   | 4.440,3   | 5.481,7   | 5.718,1   |
| De gestión pasiva <sup>8</sup>            | –         | 3.216,6   | 2.104,8   | 2.350,2   | 2.323,6   | 2.104,8   | 2.193,0   | 2.172,2   |
| Retorno absoluto <sup>8</sup>             | –         | 7.303,0   | 8.348,1   | 8.228,4   | 8.393,2   | 8.348,1   | 8.314,8   | 7.405,1   |

1 Fondos que han remitido estados reservados, no incluye aquellos 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 EE.UU., 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**

CUADRO 3.7

|                                       | 2008      | 2009      | 2010      | 2010      |           |           | 2011      |           |
|---------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                                       |           |           |           | II        | III       | IV        | I         | II        |
| <b>PARTÍCIPES</b>                     |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Total fondos de inversión             | 5.923.352 | 5.475.403 | 5.160.889 | 5.423.206 | 5.348.536 | 5.160.889 | 5.160.482 | 5.044.106 |
| Personas físicas                      | 5.754.049 | 5.322.214 | 5.019.902 | 5.272.045 | 5.201.334 | 5.019.902 | 5.020.705 | 4.907.283 |
| Residentes                            | 5.677.123 | 5.252.126 | 4.954.891 | 5.203.616 | 5.134.719 | 4.954.891 | 4.955.440 | 4.843.565 |
| No residentes                         | 76.926    | 70.088    | 65.011    | 68.429    | 66.615    | 65.011    | 65.265    | 63.718    |
| Personas jurídicas                    | 169.303   | 153.189   | 140.987   | 151.161   | 147.202   | 140.987   | 139.777   | 136.823   |
| Entidades de crédito                  | 1.713     | 674       | 524       | 582       | 568       | 524       | 500       | 491       |
| Otros agentes residentes              | 166.041   | 151.479   | 139.550   | 149.581   | 145.690   | 139.550   | 138.402   | 135.505   |
| Entidades no residentes               | 1.549     | 1.036     | 913       | 998       | 944       | 913       | 875       | 827       |
| <b>PATRIMONIO (millones de euros)</b> |           |           |           |           |           |           |           |           |
| Total fondos de inversión             | 175.865,5 | 170.547,7 | 143.918,1 | 155.295,5 | 152.646,5 | 143.918,1 | 144.428,0 | 140.351,3 |
| Personas físicas                      | 135.756,2 | 132.860,5 | 113.660,6 | 121.762,4 | 119.808,3 | 113.660,6 | 115.233,0 | 111.732,9 |
| Residentes                            | 133.878,1 | 130.954,4 | 111.900,1 | 119.898,1 | 117.961,2 | 111.900,1 | 113.442,6 | 110.123,1 |
| No residentes                         | 1.878,1   | 1.906,0   | 1.760,5   | 1.864,3   | 1.847,1   | 1.760,5   | 1.790,3   | 1.609,9   |
| Personas jurídicas                    | 40.109,3  | 37.687,2  | 30.257,5  | 33.533,9  | 32.838,1  | 30.257,5  | 29.195,0  | 28.618,3  |
| Entidades de crédito                  | 4.193,0   | 2.572,0   | 1.926,1   | 2.145,0   | 2.152,9   | 1.926,1   | 1.869,9   | 1.854,3   |
| Otros agentes residentes              | 34.738,0  | 34.065,1  | 27.644,6  | 30.614,8  | 29.926,8  | 27.644,6  | 26.666,9  | 26.205,8  |
| Entidades no residentes               | 1.178,4   | 1.050,1   | 686,9     | 774,1     | 758,5     | 686,9     | 658,2     | 558,3     |

**Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo<sup>1</sup>**

CUADRO 3.8

| Millones de euros            | 2008      | 2009 <sup>2</sup> | 2010      | 2010     |          |          | 2011     |          |
|------------------------------|-----------|-------------------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
|                              |           |                   |           | II       | III      | IV       | I        | II       |
| <b>SUSCRIPCIONES</b>         |           |                   |           |          |          |          |          |          |
| Total fondos de inversión    | 135.461,7 | 109.915,2         | 78.805,2  | 24.172,2 | 13.395,6 | 16.011,4 | 22.756,0 | 13.174,5 |
| Renta fija                   | 101.909,7 | 73.718,8          | 41.656,1  | 13.605,3 | 6.206,7  | 6.603,3  | 7.890,1  | 6.478,3  |
| Renta fija mixta             | 1.914,5   | 5.267,6           | 3.538,8   | 1.082,2  | 571,7    | 641,4    | 358,0    | 517,3    |
| Renta variable mixta         | 1.350,2   | 1.135,4           | 1.221,7   | 556,5    | 118,5    | 254,6    | 270,4    | 345,6    |
| Renta variable euro          | 2.858,0   | 2.183,8           | 1.673,0   | 464,0    | 291,1    | 335,4    | 575,2    | 524,1    |
| Renta variable internacional | 3.309,6   | 2.929,5           | 4.455,2   | 1.190,3  | 778,5    | 1.227,3  | 2.488,7  | 721,4    |
| Garantizado renta fija       | 11.937,0  | 11.755,4          | 11.513,4  | 3.244,1  | 3.403,9  | 2.505,8  | 7.424,2  | 2.595,3  |
| Garantizado renta variable   | 6.544,7   | 5.589,1           | 5.120,1   | 1.539,4  | 726,8    | 1.246,5  | 828,6    | 622,0    |
| Fondos globales              | 5.638,0   | 2.754,4           | 3.018,1   | 440,6    | 265,4    | 1.767,1  | 1.534,3  | 838,6    |
| De gestión pasiva            | –         | 535,5             | 683,8     | 271,1    | 73,7     | 96,4     | 220,5    | 149,2    |
| Retorno absoluto             | –         | 4.045,7           | 5.924,8   | 1.778,8  | 959,1    | 1.333,6  | 1.165,9  | 382,4    |
| <b>REEMBOLSOS</b>            |           |                   |           |          |          |          |          |          |
| Total fondos de inversión    | 202.864,1 | 122.617,5         | 104.385,6 | 33.041,1 | 18.442,3 | 24.577,5 | 23.528,9 | 17.269,3 |
| Renta fija                   | 124.242,9 | 81.197,6          | 68.806,1  | 22.951,2 | 12.006,3 | 13.908,1 | 13.298,5 | 8.737,2  |
| Renta fija mixta             | 8.136,6   | 2.724,4           | 4.955,7   | 1.653,8  | 812,4    | 1.383,5  | 1.138,4  | 892,1    |
| Renta variable mixta         | 4.675,6   | 1.596,5           | 1.311,8   | 601,2    | 168,0    | 316,9    | 267,4    | 446,3    |
| Renta variable euro          | 8.617,2   | 2.457,8           | 2.369,9   | 673,9    | 452,4    | 534,0    | 594,8    | 453,7    |
| Renta variable internacional | 8.657,3   | 2.165,3           | 3.303,3   | 991,1    | 625,5    | 981,8    | 2.521,1  | 800,6    |
| Garantizado renta fija       | 9.499,1   | 15.004,5          | 6.797,4   | 1.529,0  | 1.414,2  | 1.718,5  | 2.007,8  | 2.223,6  |
| Garantizado renta variable   | 18.216,4  | 10.990,8          | 7.620,2   | 1.852,4  | 1.399,8  | 2.550,0  | 1.624,7  | 1.717,3  |
| Fondos globales              | 20.819,0  | 2.548,6           | 2.694,4   | 461,1    | 382,9    | 1.581,1  | 507,0    | 601,0    |
| De gestión pasiva            | –         | 708,0             | 1.474,1   | 682,1    | 141,6    | 254,2    | 236,7    | 108,3    |
| Retorno absoluto             | –         | 3.224,0           | 5.053,0   | 1.645,3  | 1.039,3  | 1.349,5  | 1.332,4  | 1.289,5  |

1 Datos estimados.

2 El dato para los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto corresponde a los tres últimos trimestres del año.

**Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo:**  
**Suscripciones/reembolsos netos y rendimientos netos**

CUADRO 3.9

| Millones de euros                     | 2008      | 2009 <sup>1</sup> | 2010      | 2010     |          |          | 2011     |          |
|---------------------------------------|-----------|-------------------|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
|                                       |           |                   |           | II       | III      | IV       | I        | II       |
| <b>SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS</b> |           |                   |           |          |          |          |          |          |
| Total fondos de inversión             | -67.402,4 | -12.702,3         | -25.580,6 | -9.124,0 | -5.056,0 | -8.607,1 | -765,2   | -4.121,9 |
| Renta fija                            | -22.333,2 | -7.478,8          | -27.149,9 | -9.531,5 | -5.962,0 | -7.266,9 | -5.379,3 | -2.280,5 |
| Renta fija mixta                      | -6.222,1  | 2.543,2           | -1.417,0  | -566,2   | -302,3   | -746,8   | -814,4   | -323,8   |
| Renta variable mixta                  | -3.325,4  | -461,1            | -90,0     | -106,5   | -79,4    | -75,8    | -61,2    | -128,4   |
| Renta variable euro                   | -5.759,2  | -274,0            | -696,9    | -210,4   | -185,9   | -206,2   | -16,4    | 59,0     |
| Renta variable internacional          | -5.347,7  | 764,2             | 1.152,1   | 183,9    | 178,3    | 255,5    | -61,8    | -45,7    |
| Garantizado renta fija                | 2.437,9   | -3.249,1          | 4.716,0   | 1.761,1  | 2.045,5  | 712,1    | 5.631,2  | 531,1    |
| Garantizado renta variable            | -11.671,7 | -5.401,7          | -2.500,1  | -376,7   | -648,1   | -1.238,0 | -1.016,9 | -1.288,1 |
| Fondos globales                       | -15.181,0 | 205,8             | 323,6     | -8,2     | -6,6     | 266,4    | 997,6    | 247,1    |
| De gestión pasiva                     | -         | -172,5            | -790,3    | -387,0   | -160,3   | -219,6   | -11,6    | -10,8    |
| Retorno absoluto                      | -         | 821,7             | 871,7     | 117,4    | 64,6     | -87,7    | -52,6    | -881,9   |
| <b>RENDIMIENTOS NETOS</b>             |           |                   |           |          |          |          |          |          |
| Total fondos de inversión             | -11.988,0 | 8.389,8           | 135,7     | -3.097,1 | 2.418,2  | -115,4   | 1.280,9  | 47,2     |
| Renta fija                            | 1.927,7   | 1.535,3           | 64,5      | -486,4   | 409,7    | -218,4   | 330,4    | 164,9    |
| Renta fija mixta                      | -716,8    | 507,9             | -56,4     | -194,3   | 148,0    | -44,2    | 65,4     | 5,6      |
| Renta variable mixta                  | -1.589,0  | 529,9             | -53,4     | -227,6   | 158,1    | 29,1     | 75,2     | -10,5    |
| Renta variable euro                   | -5.172,6  | 1.477,1           | -254,1    | -638,6   | 509,2    | 59,6     | 319,2    | -26,9    |
| Renta variable internacional          | -4.092,4  | 1.309,0           | 877,4     | -390,0   | 342,8    | 578,2    | -79,3    | -98,8    |
| Garantizado renta fija                | 597,6     | 830,5             | -170,4    | -286,3   | 229,7    | -327,4   | 273,0    | 127,2    |
| Garantizado renta variable            | -1.310,4  | 1.024,0           | -392,8    | -438,4   | 266,4    | -315,5   | 151,9    | -65,8    |
| Fondos globales                       | -1.632,1  | 272,2             | 123,1     | -121,9   | 109,4    | 80,0     | 43,8     | -10,7    |
| De gestión pasiva                     | -         | 657,8             | -109,7    | -205,1   | 144,7    | 3,5      | 81,9     | -9,9     |
| Retorno absoluto                      | -         | 246,4             | 107,7     | -108,4   | 100,2    | 42,6     | 19,3     | -27,9    |

<sup>1</sup> El dato para los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto corresponde a los tres últimos trimestres del año.



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

CUADRO 3.10

| % sobre patrimonio medio diario     | 2008   | 2009 <sup>1</sup> | 2010  | 2010   |      |       | 2011  |       |
|-------------------------------------|--------|-------------------|-------|--------|------|-------|-------|-------|
|                                     |        |                   |       | II     | III  | IV    | I     | II    |
| <b>RENDIMIENTOS DE GESTIÓN</b>      |        |                   |       |        |      |       |       |       |
| Total fondos de inversión           | -4,09  | 6,13              | 1,09  | -1,67  | 1,82 | 0,17  | 0,89  | 0,27  |
| Renta fija                          | 2,53   | 2,69              | 0,78  | -0,47  | 0,81 | -0,18 | 0,62  | 0,51  |
| Renta fija mixta                    | -5,75  | 9,34              | 0,61  | -1,94  | 2,13 | -0,25 | 0,95  | 0,41  |
| Renta variable mixta                | -23,30 | 16,44             | 0,11  | -5,96  | 4,95 | 1,19  | 2,16  | 0,16  |
| Renta variable euro                 | -47,02 | 31,02             | -3,05 | -10,85 | 9,84 | 1,62  | 5,73  | 0,15  |
| Renta variable internacional        | -49,55 | 33,16             | 14,8  | -5,08  | 5,48 | 8,11  | -0,98 | -0,67 |
| Garantizado renta fija              | 3,39   | 4,10              | -0,11 | -1,10  | 1,05 | -1,18 | 0,94  | 0,44  |
| Garantizado renta variable          | -1,88  | 5,08              | -0,46 | -1,50  | 1,44 | -1,07 | 0,71  | 0,01  |
| Fondos globales                     | -7,36  | 10,82             | 4,15  | -2,67  | 2,97 | 2,17  | 0,88  | 0,13  |
| De gestión pasiva                   | -      | -                 | -2,50 | -7,34  | 6,43 | 0,41  | 3,74  | -0,21 |
| Retorno absoluto                    | -      | -                 | 2,49  | -1,04  | 1,48 | 0,8   | 0,23  | -0,07 |
| <b>GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN</b>  |        |                   |       |        |      |       |       |       |
| Total fondos de inversión           | 0,87   | 0,87              | 0,91  | 0,22   | 0,23 | 0,24  | 0,23  | 0,23  |
| Renta fija                          | 0,58   | 0,63              | 0,65  | 0,16   | 0,16 | 0,16  | 0,16  | 0,16  |
| Renta fija mixta                    | 1,14   | 1,14              | 1,20  | 0,29   | 0,30 | 0,30  | 0,29  | 0,29  |
| Renta variable mixta                | 1,54   | 1,58              | 1,65  | 0,39   | 0,41 | 0,41  | 0,40  | 0,39  |
| Renta variable euro                 | 1,60   | 1,75              | 1,78  | 0,43   | 0,45 | 0,45  | 0,44  | 0,44  |
| Renta variable internacional        | 1,69   | 1,79              | 1,84  | 0,42   | 0,45 | 0,50  | 0,44  | 0,43  |
| Garantizado renta fija              | 0,49   | 0,65              | 0,62  | 0,15   | 0,16 | 0,17  | 0,16  | 0,18  |
| Garantizado renta variable          | 1,29   | 1,26              | 1,24  | 0,30   | 0,30 | 0,31  | 0,30  | 0,30  |
| Fondos globales                     | 1,04   | 1,08              | 1,06  | 0,22   | 0,27 | 0,30  | 0,29  | 0,27  |
| De gestión pasiva                   | -      | -                 | 0,72  | 0,16   | 0,18 | 0,19  | 0,19  | 0,18  |
| Retorno absoluto                    | -      | -                 | 1,06  | 0,25   | 0,26 | 0,28  | 0,29  | 0,26  |
| <b>GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO</b> |        |                   |       |        |      |       |       |       |
| Total fondos de inversión           | 0,08   | 0,09              | 0,09  | 0,02   | 0,02 | 0,02  | 0,02  | 0,02  |
| Renta fija                          | 0,08   | 0,08              | 0,08  | 0,02   | 0,02 | 0,02  | 0,02  | 0,02  |
| Renta fija mixta                    | 0,09   | 0,09              | 0,10  | 0,02   | 0,03 | 0,03  | 0,03  | 0,03  |
| Renta variable mixta                | 0,11   | 0,10              | 0,12  | 0,03   | 0,03 | 0,03  | 0,03  | 0,03  |
| Renta variable euro                 | 0,10   | 0,10              | 0,11  | 0,03   | 0,03 | 0,03  | 0,03  | 0,03  |
| Renta variable internacional        | 0,12   | 0,12              | 0,12  | 0,03   | 0,03 | 0,03  | 0,03  | 0,03  |
| Garantizado renta fija              | 0,07   | 0,08              | 0,07  | 0,02   | 0,02 | 0,02  | 0,02  | 0,02  |
| Garantizado renta variable          | 0,11   | 0,11              | 0,10  | 0,02   | 0,02 | 0,03  | 0,02  | 0,02  |
| Fondos globales                     | 0,09   | 0,08              | 0,09  | 0,02   | 0,02 | 0,02  | 0,02  | 0,02  |
| De gestión pasiva                   | -      | -                 | 0,07  | 0,02   | 0,02 | 0,02  | 0,02  | 0,02  |
| Retorno absoluto                    | -      | -                 | 0,08  | 0,02   | 0,02 | 0,02  | 0,02  | 0,02  |

<sup>1</sup> No se incluye la rentabilidad anual de los fondos de inversión de gestión pasiva y retorno absoluto ya que esa vocación entró en vigor con la Circular 1/2009, a partir del segundo trimestre de 2009.

## Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por tipo de fondo

CUADRO 3.11

| En %                         | 2008   | 2009 <sup>1</sup> | 2010  | 2010   |       |       | 2011  |       |
|------------------------------|--------|-------------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
|                              |        |                   |       | II     | III   | IV    | I     | II    |
| Total fondos de inversión    | -4,21  | 5,73              | 0,35  | -1,83  | 1,64  | -0,04 | 0,95  | 0,03  |
| Renta fija                   | 2,06   | 1,91              | 0,11  | -0,62  | 0,63  | -0,35 | 0,63  | 0,33  |
| Renta fija mixta             | -7,14  | 6,85              | -0,54 | -2,18  | 1,82  | -0,56 | 0,9   | 0,09  |
| Renta variable mixta         | -22,21 | 16,47             | -0,98 | -6,00  | 4,67  | 0,78  | 2,23  | -0,31 |
| Renta variable euro          | -39,78 | 32,41             | -2,94 | -10,66 | 10,11 | 1,27  | 6,11  | -0,45 |
| Renta variable internacional | -41,71 | 37,28             | 14,22 | -4,97  | 5,35  | 8,01  | -0,49 | -1,15 |
| Garantizado renta fija       | 3,29   | 3,81              | -0,67 | -1,24  | 0,89  | -1,28 | 0,89  | 0,36  |
| Garantizado renta variable   | -2,61  | 3,56              | -1,79 | -1,91  | 1,20  | -1,45 | 0,71  | -0,48 |
| Fondos globales              | -8,64  | 10,90             | 3,22  | -2,82  | 2,80  | 1,87  | 0,98  | -0,14 |
| De gestión pasiva            | -      | -                 | -2,36 | -7,28  | 6,32  | 0,31  | 3,74  | -0,30 |
| Retorno absoluto             | -      | -                 | 1,53  | -1,19  | 1,17  | 0,58  | 0,28  | -0,35 |

<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

|   | 2008    | 2009   | 2010   | 2010  |       |       | 2011  |                 |
|---|---------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-----------------|
|   |         |        |        | II    | III   | IV    | I     | II <sup>1</sup> |
| <b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>                   |         |        |        |       |       |       |       |                 |
| Participes                                      | 1.589   | 1.917  | 1.852  | 2.061 | 1.925 | 1.852 | 1.958 | 1.984           |
| Patrimonio (millones de euros)                  | 539,4   | 652,0  | 646,2  | 674,1 | 639,3 | 646,2 | 693,5 | 719,0           |
| Suscripciones (millones de euros)               | 390,4   | 248,7  | 236,6  | 76,0  | 21,2  | 31,0  | 56,0  | 24,9            |
| Reembolsos (millones de euros)                  | 258,3   | 198,3  | 268,6  | 99,2  | 73,2  | 42,6  | 20,2  | 18,9            |
| Suscripciones/reembolsos netos (millones euros) | 132,7   | 50,4   | -32,0  | -23,2 | -52,1 | -11,6 | 35,9  | 6,0             |
| Rendimientos netos (millones euros)             | -39,1   | 62,2   | 26,3   | -25,1 | 17,4  | 18,4  | 11,5  | 7,7             |
| Rentabilidad (en %)                             | -4,82   | 14,94  | 5,37   | -3,17 | 2,97  | 3,11  | 1,79  | 1,18            |
| Rendimientos de gestión (%) <sup>2</sup>        | -2,51   | 13,76  | 6,33   | -3,25 | 3,24  | 3,45  | 2,38  | 1,50            |
| Gastos comisión de gestión (%) <sup>2</sup>     | 2,50    | 2,55   | 1,91   | 0,35  | 0,47  | 0,49  | 0,48  | 0,29            |
| Gastos de financiación (%) <sup>2</sup>         | 0,16    | 0,11   | 0,07   | 0,02  | 0,02  | 0,02  | 0,02  | 0,02            |
| <b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>            |         |        |        |       |       |       |       |                 |
| Participes                                      | 8.516   | 5.321  | 4.404  | 5.109 | 4.901 | 4.404 | 4.240 | 4.181           |
| Patrimonio (millones de euros)                  | 1.021,3 | 810,2  | 694,9  | 738,0 | 726,8 | 694,9 | 667,2 | 650,3           |
| Suscripciones (millones de euros)               | 967,3   | 302,4  | 47,9   | 2,2   | 13,9  | 10,4  | 2,3   | -               |
| Reembolsos (millones de euros)                  | 700,9   | 585,4  | 184,8  | 52,8  | 23,7  | 57,2  | 29,9  | -               |
| Suscripciones/reembolsos netos (millones euros) | 266,4   | -283,0 | -136,9 | -50,6 | -9,8  | -46,8 | -27,6 | -               |
| Rendimientos netos (millones euros)             | -245,7  | 71,9   | 21,7   | -5,3  | -1,3  | 14,9  | -0,1  | -               |
| Rentabilidad (en %)                             | -17,8   | 7,85   | 3,15   | -0,61 | -0,1  | 2,13  | -0,01 | -0,03           |
| Rendimientos de gestión (%) <sup>3</sup>        | -17,84  | 11,54  | 4,38   | -0,34 | 0,14  | 2,46  | 0,36  | -               |
| Gastos comisión de gestión (%) <sup>3</sup>     | 1,63    | 1,34   | 1,25   | 0,30  | 0,31  | 0,32  | 0,31  | -               |
| Gastos comisión de depósito (%) <sup>3</sup>    | 0,11    | 0,11   | 0,08   | 0,02  | 0,02  | 0,02  | 0,02  | -               |

1 Datos disponibles: mayo de 2011. 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

|  | 2008      | 2009      | 2010      | 2010      |           |           | 2011      |                 |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------------|
|  |           |           |           | II        | III       | IV        | I         | II <sup>2</sup> |
| <b>NÚMERO DE CARTERAS</b>                        |           |           |           |           |           |           |           |                 |
| Fondos de inversión                              | 2.943     | 2.593     | 2.429     | 2.443     | 2.429     | 2.436     | 2.410     | 2.381           |
| Sociedades de inversión                          | 3.240     | 3.135     | 3.068     | 3.096     | 3.068     | 3.059     | 3.024     | 3.014           |
| IIC de IIC de inversión libre                    | 40        | 38        | 32        | 33        | 32        | 29        | 28        | 28              |
| IIC de inversión libre                           | 24        | 28        | 31        | 32        | 32        | 32        | 35        | 35              |
| Fondos de inversión inmobiliaria                 | 9         | 8         | 8         | 8         | 8         | 8         | 8         | 7               |
| Sociedades de inversión inmobiliaria             | 9         | 8         | 8         | 8         | 8         | 8         | 8         | 8               |
| <b>PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)</b> |           |           |           |           |           |           |           |                 |
| Fondos de inversión                              | 175.865,5 | 170.547,7 | 143.918,2 | 152.646,5 | 143.918,2 | 144.428,0 | 140.351,3 | -               |
| Sociedades de inversión                          | 23.656,1  | 24.952,8  | 25.361,3  | 25.307,7  | 25.361,3  | 25.835,9  | 25.399,1  | -               |
| IIC de IIC de inversión libre <sup>3</sup>       | 1.021,3   | 810,2     | 709,2     | 726,8     | 694,9     | 667,2     | 650,3     | -               |
| IIC de inversión libre <sup>3</sup>              | 539,4     | 652,0     | 614,5     | 635,5     | 643,5     | 666,3     | 690,6     | -               |
| Fondos de inversión inmobiliaria                 | 7.406,9   | 6.465,1   | 6.115,6   | 6.201,5   | 6.115,6   | 6.083,3   | 5.995,5   | -               |
| Sociedades de inversión inmobiliaria             | 371,9     | 308,5     | 321,9     | 322,7     | 321,9     | 320,3     | 318,2     | -               |

1 A partir del II trimestre 2009, se considera gestionado por SGIIC el 100% del patrimonio de las SICAV cogestionadas por SGIIC y otra/s distintas de SGIIC.

2 Datos disponibles: julio de 2011.

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

## IIC extranjeras comercializadas en España<sup>1</sup>

CUADRO 3.14

|   | 2008     | 2009     | 2010 <sup>2</sup> | 2010     |          |          | 2011     |                 |
|---|----------|----------|-------------------|----------|----------|----------|----------|-----------------|
|   |          |          |                   | II       | III      | IV       | I        | II <sup>2</sup> |
| <b>VOLUMEN DE INVERSIÓN<sup>3</sup></b> (millones de euros) |          |          |                   |          |          |          |          | 37.625,7        |
| Total   | 18.254,8 | 25.207,2 | 36.692,9          | 32.362,8 | 32.826,7 | 36.692,9 | 37.636,4 | 35.582,2        |
| Fondos  | 3.352,0  | 5.215,1  | 8.535,9           | 7.477,2  | 7.650,1  | 8.535,9  | 8.092,4  | 7.303,2         |
| Sociedades  | 14.902,8 | 19.992,0 | 28.156,9          | 24.885,7 | 25.176,6 | 28.156,9 | 29.544,0 | 28.279,0        |
| <b>Nº DE INVERSORES</b>                                     |          |          |                   |          |          |          |          |                 |
| Total   | 593.488  | 685.094  | 865.767           | 791.381  | 811.553  | 865.767  | 855.877  | 856.882         |
| Fondos  | 102.922  | 139.102  | 193.233           | 181.039  | 186.804  | 193.233  | 197.965  | 195.525         |
| Sociedades  | 490.566  | 545.992  | 666.534           | 610.342  | 624.749  | 666.534  | 657.912  | 661.357         |
| <b>Nº DE INSTITUCIONES</b>                                  |          |          |                   |          |          |          |          |                 |
| Total   | 563      | 582      | 660               | 636      | 652      | 660      | 669      | 695             |
| Fondos  | 312      | 324      | 379               | 365      | 376      | 379      | 383      | 395             |
| Sociedades  | 251      | 258      | 281               | 271      | 276      | 281      | 286      | 300             |
| <b>ESTADO DE ORIGEN</b>                                     |          |          |                   |          |          |          |          |                 |
| Luxemburgo  | 274      | 275      | 290               | 288      | 287      | 290      | 292      | 298             |
| Francia   | 161      | 178      | 225               | 210      | 222      | 225      | 229      | 239             |
| Irlanda   | 63       | 64       | 75                | 69       | 74       | 75       | 77       | 84              |
| Alemania  | 16       | 17       | 20                | 20       | 20       | 20       | 20       | 21              |
| Reino Unido   | 14       | 14       | 16                | 15       | 15       | 16       | 17       | 19              |
| Holanda   | 1        | 1        | 1                 | 1        | 1        | 1        | 1        | 1               |
| Austria   | 28       | 27       | 27                | 27       | 27       | 27       | 27       | 27              |
| Bélgica   | 5        | 5        | 5                 | 5        | 5        | 5        | 5        | 5               |
| Malta   | 1        | 1        | 1                 | 1        | 1        | 1        | 1        | 1               |

1 No se incluyen los datos de 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<sup>1</sup>

CUADRO 3.15

|                                | 2008    | 2009    | 2010    | 2010    |         | 2011    |         |                  |
|--------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------------------|
|                                |         |         |         | III     | IV      | I       | II      | III <sup>2</sup> |
| <b>FONDOS</b>                  |         |         |         |         |         |         |         |                  |
| Número                         | 9       | 8       | 7       | 8       | 7       | 7       | 7       | 7                |
| Partícipes                     | 97.390  | 83.583  | 75.280  | 76.182  | 75.280  | 33.747  | 31.963  | 31.591           |
| Patrimonio (millones de euros) | 7.406,9 | 6.465,1 | 6.115,6 | 6.201,5 | 6.115,6 | 6.083,3 | 5.995,5 | 5.983,0          |
| Rentabilidad (%)               | 0,69    | -8,31   | -4,74   | -1,31   | -0,9    | -0,66   | -0,65   | -0,23            |
| <b>SOCIEDADES</b>              |         |         |         |         |         |         |         |                  |
| Número                         | 9       | 8       | 8       | 8       | 8       | 8       | 8       | 8                |
| Accionistas                    | 937     | 928     | 943     | 934     | 943     | 943     | 943     | 943              |
| Patrimonio (millones de euros) | 371,9   | 308,6   | 321,9   | 322,7   | 321,9   | 320,3   | 318,2   | 317,0            |

1 IIC que han remitido estados reservados, no incluye aquellas en proceso de disolución o liquidación.

2 Datos disponibles: julio de 2011. En este caso, la rentabilidad es mensual.





